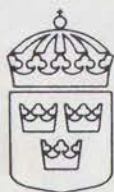


HANDEL MED OPTIONER OCH TERMINER.

BETÄNKANDE AV OPTIONSUTREDNINGEN.

SOU 1988:13.

988:13 B



Statens offentliga utredningar

1988:13

Finansdepartementet

Handel med optioner och terminer

Betänkande av optionsutredningen
Stockholm 1988

Beställningsadress:
Allmänna Förlaget
Kundtjänst
106 47 STOCKHOLM
Tel: 08/739 96 30

Informationsbokhandeln
Malmtorgsgatan 5, Stockholm

Beställare som är berättigade till remissexemplar
eller friexemplar kan beställa sådana under adress:

Regeringskansliets förvaltningskontor
SOU-förrådet
103 33 Stockholm
Tel. 08/763 23 20 Telefontid 8.10—12.00 (externt och internt)
08/763 10 05 12.00—16.40 (endast internt)

Produktion Allmänna Förlaget
Omslag ALLF/AD Hans Bergman
ISBN 91-38-10136-X
ISSN 0375-250X
Svenskt Tryck Stockholm 1988 808972

Till statsrådet Bengt K. Å. Johansson

Med stöd av regeringens bemyndigande den 15 januari 1987 förordnades den 16 februari 1987 kanslirådet Magnus Lundeberg att som särskild utredare se över handeln med optioner, m.m.

Att som experter biträda utredningsmannen förordnades, den 19 februari 1987 hovrättsassessor Samuel Hermelin, avdelningsdirektören Kurt O. Jansson, ekonomie doktor Ragnar Lindgren, numera kanslirådet Per Pettersson och utredningschefen Leif Vindevåg samt den 16 mars 1987 avdelningsdirektören Anders Rydeman och den 18 september 1987 departementssekreteraren Göran Schubert. Sedan Jansson entledigats på egen begäran förordnades fr.o.m. den 15 februari 1988 direktören Tore Arvidsson som expert åt utredningen.

Till sekreterare i utredningen förordnades fr.o.m. den 16 mars 1987 hovrättsassessor Bernt Magnusson.

Utredningen har antagit namnet optionsutredningen.

På utredningens uppdrag har experten Ragnar Lindgren utarbetat ett underlag om det samhällsekonomiska perspektivet på optioner och liknande finansiella instrument. Detta återfinns i sin helhet i bilaga 2.

Sedan uppdraget nu har slutförts får optionsutredningen härmed överlämna betänkandet Handel med optioner och terminer.

Särskilda yttranden har avgivits av Tore Arvidsson, Ragnar Lindgren och Leif Vindevåg.

Stockholm den 31 mars 1988

Magnus Lundeberg

/Bernt Magnusson

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

SAMMANFATTNING.....	13
FÖRFATTNINGSFÖRSLAG.....	23
1. Förslag till lag om börshandel med standardiserade optioner och terminer.....	23
2. Förslag till lag om ändring i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden.....	34
3. Förslag till lag om ändring i fondkommissionslagen (1979:748).....	35
4. Förslag till lag om ändring i lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs.....	37
5. Förslag till lag om ändring i bankrörelselagen (1987:617).....	38
 1 INLEDNING.....	39
1.1 Utredningsuppdraget.....	39
1.2 Utredningsarbetet.....	42
 2 ALLMÄN BESKRIVNING.....	45
2.1 Inledning.....	45
2.2 Kapitalmarknaden.....	46
2.2.1 Kreditmarknaden.....	46
2.2.1.1 Allmänt.....	46
2.2.1.2 Obligationsmarknaden.....	47
2.2.1.3 Penningmarknaden.....	50
2.2.2 Aktiemarknaden.....	53
2.2.2.1 Allmänt.....	53
2.3 Optionsmarknadens funktionella organisation.....	56
2.3.1 Allmänt.....	56
2.3.2 Organisationen.....	57
2.4 Standardiserade optioner.....	64
2.4.1 Allmänt.....	64

2.4.2	Köp- och säljoptioner.....	64
2.4.3	Upptagande av optioner för handel.....	65
2.4.4	Optionsslag, optionsklass och optionsserie.....	66
2.4.5	Premien.....	66
2.4.6	Handlingsalternativen.....	68
2.4.7	Utfallet av en optionsaffär.....	69
2.4.8	Aktieoptioner.....	72
2.4.9	Indexoptioner.....	73
2.4.10	Ränteoptioner.....	74
2.4.11	Valutaoptioner.....	74
2.5	Standardiserade terminer.....	76
2.5.1	Allmänt.....	76
2.5.2	Terminspriset.....	77
2.5.3	Forwards och futures.....	78
2.5.4	Handlingsalternativen.....	78
2.5.5	Utfallet av en terminsaffär.....	79
2.5.6	Aktieterminer.....	80
2.5.7	Indexterminer.....	80
	2.5.7.1 Indexfutures.....	80
	2.5.7.2 Indexforwards.....	81
2.5.8	Ränteterminer.....	81
	2.5.8.1 Räntefutures.....	81
	2.5.8.2 Ränteforwards.....	81
2.5.9	Valutateterminer.....	82
	2.5.9.1 Valutafutures.....	82
	2.5.9.2 Valutaforwards.....	82
2.5.10	Standardiserade optioner på finansiella futures.....	82
2.6	Optionsmarknadens aktörer.....	83
2.6.1	Inledning.....	83
2.6.2	Kunden.....	83
2.6.3	Mäklaren.....	83
2.6.4	Market maker.....	85
2.6.5	Aktörernas roller i marknaden.....	86

2.6.5.1	Inledning.....	86
2.6.5.2	Arbitragören.....	86
2.6.5.3	Försäkraren.....	90
2.6.5.4	Rishtagaren.....	91
2.7	Prismanipulationer på derivata instrument.....	94
2.7.1	Inledning.....	94
2.7.2	Corner.....	95
2.7.3	Squeeze.....	95
2.7.4	Minimanipulationer.....	96
2.7.5	Capping och pegging.....	96
2.7.6	Manipulationer på den svenska marknaden.....	97
2.8	Utländska marknader.....	98
2.8.1	Inledning.....	98
2.8.2	Översikt.....	98
2.8.3	USA.....	99
2.8.3.1	Tillsyn.....	99
2.8.3.2	Börserna.....	103
2.8.3.3	Clearingorganisationerna.....	107
2.8.4	Storbritannien.....	108
2.8.4.1	Tillsyn.....	108
2.8.4.2	Börserna.....	109
2.8.4.3	Clearingorganisationerna.....	111
2.8.5	Frankrike.....	111
2.8.5.1	Tillsyn.....	111
2.8.5.2	Börserna.....	111
2.8.6	Nederländerna.....	113
2.8.6.1	European Options Exchange.....	113
2.8.6.2	Clearingorganisationerna.....	114
2.8.7	Övriga Europa.....	115
3	KARTLÄGGNING.....	117
3.1	Lagstiftning.....	117
3.1.2	Värdepappersmarknadslagen.....	117
3.1.3	Fondkommissionslagen.....	119
3.1.4	Stockholms fondbörs.....	123

3.1.4.1	Inledning.....	123
3.1.4.2	Organisation.....	123
3.1.4.3	Handelsregler.....	125
3.1.5	Banklagstiftningen.....	128
3.1.6	Bankinspektionen.....	131
3.2	Den svenska options- och terminsmarknadens organisation och regelverk.....	133
3.2.1	Stockholms Optionsmarknad	
	OM Fondkommission Aktiebolag (OM).....	134
3.2.1.1	OM:s organisation.....	134
3.2.1.2	OM:s handelsregler för optioner....	138
3.2.1.3	OM:s handelsregler för terminer....	154
3.2.1.4	Efteranmälda affärer.....	159
3.2.2	Sweden's Options and Futures Exchange (SOFE) och Stockholms Clearinghus Aktiebolag (Clearingbolaget).....	160
3.2.2.1	SOFE:s och Clearingbolagets organisation.....	160
3.2.2.2	SOFE:s och Clearingbolagets handelsregler.....	164
3.2.2.3	Efteranmälda affärer.....	174
3.2.3	Sammanfattning av skillnader och likheter mellan OM och SOFE/Clearingbolaget.....	174
3.2.4	Clearing Control CC Handelsbolag.....	178
3.2.5	Telefonmarknaden m.m.....	179
3.2.5.1	Avistahandeln.....	180
3.2.5.2	Terminshandeln.....	181
3.2.6	Handelsbankens aktieterminsmarknad.....	183
4	VISSA ÖVRIGA FRÅGOR.....	189
4.1	Inledning.....	189
4.1.1	Blankning.....	189
4.1.2	Valutaregleringen.....	201
4.1.3	Beskattning av standardiserade optioner.....	204
4.1.3.1	Inkomstskatt.....	204

4.1.3.2	Omsättningsskatt.....	206
4.1.3.3	Förmögenhetsskatt.....	208
5	KURSNEDGÅNGEN I OKTOBER 1987.....	209
5.1	Sammanfattning av vissa rapporter från USA.....	210
5.1.1	Bradyrapporten.....	211
5.1.2	Rapport från Securities and Exchange Commission.....	214
5.1.3	Rapporter från Commodity Futures Trading Commission.....	215
5.1.4	Katzenbachrapporten.....	215
5.1.5	Chicagorapporten.....	216
5.2	Bankinspektionens utredning och allmänna råd.....	216
5.2.1	Bankinspektionens iakttagelser.....	217
5.2.2	Allmänna råd angående handel med standardiserade optioner m.m.....	218
5.3	Gemensamt handlingsprogram från OM och SOFE.....	220
6	UTREDNINGENS ÖVERVÄGANDEN OCH FÖRSLAG.....	223
6.1	Det samhällsekonomiska perspektivet.....	223
6.2	Marknadens organisation.....	225
6.3	Handelsregler m.m.....	229
6.3.1	Utgångspunkter.....	229
6.3.2	Bör reglerna för handeln med optioner m.m. inordnas i existerande lagstiftning eller ej?.....	232
6.3.3	Lagstiftning om börshandel med standardiserade optioner och terminer.....	233
6.3.3.1	Utgångspunkt.....	233
6.3.3.2	Allmänna synpunkter på lagens innehåll.....	234
6.3.3.3	Lagens tillämpningsområde och definitioner.....	236
6.3.3.4	Allmänna förutsättningar för att anordna börshandel med optioner o.d.....	241

6.3.3.5	Lagens grundsats.....	242
6.3.3.6	Godkännande av villkoren för handeln.....	246
6.3.3.7	Optionsbörsens verksamhet.....	250
6.3.3.8	Börsstopp.....	253
6.3.3.9	Clearingorganisationens verksamhet.....	261
6.3.3.10	Börstvang.....	269
6.3.3.11	Säkerheter.....	273
6.3.3.12	Leveranskapacitet.....	281
6.3.3.13	Frågan om undantag från bestämmelserna om säkerhet och leveranskapacitet.....	287
6.3.3.14	Positionsbegränsningar.....	290
6.3.3.15	Lösenbegränsningsregler.....	299
6.3.3.16	Tillsyn.....	303
6.3.3.17	Avgifter vid optionsbörs och clearingorganisation.....	306
6.3.3.18	Tystnadsplikt.....	306
6.3.3.19	Förbud mot handel i vissa fall...	308
6.3.3.20	Ansvar.....	314
6.3.3.21	Ikraftträdande- och övergångsbestämmelser.....	315
7	FÖRSLAG TILL VISSA ÄNDRINGAR	
	I ANDRA FÖRFATTNINGAR.....	317
7.1	Bankrörelselagen och fondkommissionslagen.....	317
7.1.1	Kapitaltäckning.....	317
7.1.2	Handelslager m.m.....	318
7.2	Värdepappersmarknadslagen.....	324
7.3	Lagen om Stockholms fondbörs.....	325
8	KOSTNADER OCH FINANSIERING.....	327
9	SPECIALMOTTVERING.....	329
9.1	Förslaget till lag om börshandel med standardiserade optioner och terminer.....	329

9.2 Förslagen till lag om ändring i	
lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden.....	353
fondkommissionslagen (1979:748).....	353
lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs.....	353
bankrörelselagen (1987:617).....	353
 SÄRSKILDA YTTRANDEN.....	 355
 Bilaga 1	 Direktiven..... 359
 Bilaga 2	 Det samhällsekonomiska perspektivet av ekon. dr Ragnar Lindgren..... 367
 Bilaga 3	 Ett exempel på beräkning av priset på riksobligationer..... 393
 Bilaga 4	 Ett exempel på beräkning av priset på diskonteringsinstrument..... 395
 Bilaga 5	 Diagram över utfallet av en optionsaffär... 397
 Bilaga 6	 Diagram över utfallet av en terminsaffär... 399

SAMMANFATTNING

Utredningens uppdrag innefattar fyra delar. För det första skall utredningen kartlägga och beskriva handeln med standardiserade optioner och andra finansiella instrument. Vidare skall utredningen sätta in handeln med nämnda instrument i ett samhällsekonomiskt perspektiv. För det tredje skall utredningen överväga hur denna handel bör vara organiserad. Slutligen skall utredningen lämna förslag till vilka regler som bör gälla för handeln.

Betänkandet inleds med en allmän beskrivning av kapitalmarknaden och hur börshandeln med standardiserade optioner och terminer vuxit fram som en del av denna marknad. I det beskrivande avsnittet lämnas också en redogörelse för hur börshandeln med optioner och terminer normalt går till. Avsnittet innehåller också en allmän beskrivning av vad som kännetecknar standardiserade optioner och terminer samt hur instrumenten är uppbyggda. Slutligen lämnas en redogörelse för hur instrumenten kan användas.

I den kartläggande delen av betänkandet konstateras till en början att den lagstiftning som reglerar handeln med värdepapper tillkommit innan börshandel med optioner och terminer introducerats i vårt land. Lagstiftningen på värdepappersmarknaden saknar därför i huvudsak bestämmelser som är direkt tillämpliga på börshandel med optioner och terminer. Handeln med optioner och terminer påverkas emellertid på olika sätt av den lagstiftning som finns på värdepappersmarknadsområdet. Avsnittet inleds därför med redogörelse för den centrala lagstiftningen på detta område.

Utredningens uppdrag omfattar endast den marknad för standardiserade optioner och terminer som funktionellt är organiserad i en marknadsplats och en clearingorganisation. I Sverige bedrivs sådan handel av två företag nämligen Stock-

holms Optionsmarknad OM Fondkommission Aktiebolag (OM) samt Sweden's Options and Futures Exchange Aktiebolag (SOFE) och ett av SOFE helägt dotterbolag Stockholms Clearinghus Aktiebolag (Clearingbolaget). I det kartläggande avsnittet lämnas en redogörelse för verksamheten vid dessa företag. Hos OM är funktionerna marknadsplats och clearing integrerade i samma företag. SOFE tillhandahåller endast marknadsplats medan clearing utförs av Clearingbolaget. OM startade i mitten av 1985 börsliknande handel med standardiserade aktieoptioner. Därefter har OM introducerat en rad nya instrument. I dag omfattar verksamheten handel med aktie-, index- och ränteoptioner samt index- och ränteterminer. SOFE/Clearingbolaget startade sin verksamhet i mars 1987. Handeln där omfattar aktie- och indexoptioner samt indexterminer.

I samband med det kartläggande avsnittet behandlas också vissa andra frågor, som är av betydelse för handeln med optioner och terminer. Här beskrivs t.ex. blankning. Dessutom lämnas en redovisning av valutaregleringens och skattelagstiftningens bestämmelser rörande optioner och terminer. Slutligen lämnas här också en redogörelse för undersökningar, som gjorts i USA kring det stora kursfallet i oktober 1987 samt för bankinspektionens undersökningar av options- och terminshandeln. Dessutom redovisas det åtgärdsprogram som genomfördes av OM och SOFE efter nämnda händelse.

Den del av betänkandet som innehåller utredningens överväganden och förslag tar först upp frågan om de samhälls-ekonomiska effekterna av handeln med optioner och terminer. Som underlag för utredningens bedömning har en av experterna - Ragnar Lindgren - utarbetat ett underlag, som återfinns som bilaga 2 till betänkandet. Eftersom forskningen kring optioner och terminer ännu befinner sig i ett inlednings-skede har utredningen inte kunnat dra några säkra slutsatser rörande nämnda marknaders inverkan på samhällsekonomin. Det har dock inte framkommit några belägg för att handeln med optioner och terminer skulle ha en skadlig inverkan på

marknaderna för de underliggande tillgångarna. Inte heller finns det något stöd för att påstå att de nya instrumenten skulle försvåra genomförandet av penningpolitiken eller företagens kapitalanskaffning. De negativa konsekvenser handeln med dessa instrument kan ha är att de kan locka till överdriven spekulation och att de kan öka möjligheterna till skatteplanering. Dessa negativa konsekvenser bör man kunna komma till rätta med genom ett lämpligt utformat regelsystem. Utredningen har därför inte funnit att det utifrån samhällsekonomiska utgångspunkter finns skäl att överväga att förbjuda handeln.

När det gäller frågan om optionsmarknadens organisation lägger inte utredningen fram något konkret förslag utan föreslår endast att frågan överlämnas till värdepappersmarknadskommittén (Fi 1987:03). Skälet härtill är i korthet följande.

Den börshandel med standardiserade optioner och terminer som förekommer vid OM och SOFE/Clearingbolaget har vuxit fram vid sidan av den organiserade handeln med aktier och andra fondpapper som äger rum på Stockholms fondbörs.

Stockholms fondbörs har enligt börslagstiftningen ensamrätt att bedriva fondbörsverksamhet med aktier och andra fondpapper. Optioner och terminer är inte fondpapper. Börshandel med dessa instrument omfattas därför inte av börsmonopolet.

När börsmonopolet för Stockholms fondbörs infördes 1979 ansågs att det inte fanns behov av andra fondbörser i landet. Under senare tid har dock förts en debatt om börsmonopolets vara eller inte vara. Frågan om fondbörsens ställning utreds av värdepappersmarknadskommittén.

Utredningen anser att frågan om Stockholms fondbörs ställning är av avgörande betydelse för hur värdepappersmark-

naden i stort skall vara organiserad. Eftersom värdepappersmarknadskommittén ännu inte tagit ställning till denna fråga är det inte möjligt för optionsutredningen att nu lägga fram något förslag om hur options- och terminsmarknaden skall vara organiserad.

På grund av utredningens ställningstagande i organisationsfrågan har det inte heller varit möjligt att lägga fram några konkreta förslag i vissa andra frågor som har ett nära samband med denna. Detta gäller vilka finansiella krav man bör ställa på en clearingorganisation och hur clearing och marknadsplats bör förhålla sig till varandra i organisatoriskt hänseende. Hit hör också frågan om vilket handelssystem som från principiella utgångspunkter är att föredra. Även frågan om vilka aktörer som bör få uppträda som market makers i marknaden har ett nära samband med organisationsfrågan. Utredningen har därför föreslagit att även dessa frågor överlämnas till värdepappersmarknadskommittén.

När det gäller frågan om handelsregler anser utredningen att det, trots att något förslag inte läggs fram i organisationsdelen och trots att bankinspektionen redan i dag i praktiken har visst inflytande över handelsreglernas utformning, finns skäl att nu införa en lagreglering. Utredningen föreslår därför att en särskild lag införs - lagen om börshandel med standardiserade optioner och terminer.

Vid utformningen av lagen har utredningen utgått ifrån hur marknaden är organiserad i dag. Detta får dock inte tolkas som att utredningen tagit ställning för marknadens nuvarande organisation. Tvärtom understryker detta förhållande att den lagstiftning som föreslås i vissa delar är av provisorisk natur. Den långsiktiga utformningen av regelsystemet kan nämligen inte läggas fast förrän ställning tagits

till hur värdepappersmarknaderna i stort skall vara organiserade.

För att den föreslagna lagen skall bli tillämplig krävs, att handeln avser standardiserade optioner eller terminer och att den är samordnad av en optionsbörs (marknadsplats) och en clearingorganisation.

Eftersom det inom denna handel finns en del speciella begrepp inleds lagen med ett antal definitioner.

Den centrala delen av lagförslaget utgörs av regler som har till syfte att ge det allmänna möjlighet att påverka villkoren för handeln. Ingen får därför påbörja optionsbørsverksamhet eller clearingverksamhet förrän villkoren för handeln godkänts av bankinspektionen. Tillägg till och ändringar i villkoren måste också godkännas av inspektionen.

Grundförutsättningen för den nu föreslagna lagen är att handeln med standardiserade optioner och terminer skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för den standardiserade options- och terminsmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras.

Denna grundförutsättning utgör den viktigaste normen för hur villkoren skall vara utformade. Kan inte villkoren anses uppfylla de krav som ligger i denna grundsats eller vad som i övrigt anges i lagen får bankinspektionen inte godkänna villkoren.

Enligt en särskild föreskrift i lagen får bankinspektionen endast godkänna villkoren om den standardiserade option eller termin som handeln avser inte kan antas skada allmänna intressen eller handeln i den underliggande tillgången. I de fall den option eller termin som handeln avser är baserad på en tillgång vars värde inte påverkas av grundläggande

ekonomiska faktorer kan den antas skada allmänna intressen. Likhetera med lotterier skulle då bli alltför stora. Ett annat fall som kan antas skada allmänna intressen är om man genom optionen eller terminen kan kringgå olika bestämmelser.

Den föreslagna lagen innehåller vidare bestämmelser om verksamheten vid en options- och terminsbörs (optionsbörs). Bestämmelserna rör bl.a. notering av och information om kurser m.m.

Ledningen för optionsbörsen skall enligt förslaget övervaka och kontrollera den dagliga handeln. I detta ligger en skyldighet att vaka över att felaktigheter i kursbildningen förhindras. Målsättningen skall därvid vara att prisbildningen skall grundas på marknadsmässiga förhållanden.

I lagen finns också bestämmelser om börsstopp. Ledningen för en optionsbörs får stoppa handel och notering av vissa optioner och terminer om särskilda skäl föreligger. Särskilda skäl att avbryta handeln kan föreligga om indexvärden inte finns att tillgå kontinuerligt eller om pris-sättningen på derivatmarknaden rör sig så snabbt att en ordnad handel inte kan upprätthållas.

Det är av vikt att tillämpningen av denna bestämmelse inte blir ett konkurrensmedel mellan börserna. En strävan bör därför vara att optionsbörserna, under bankinspektions medverkan, utbildar en enhetlig praxis på området.

I ett särskilt fall är en optionsbörs alltid tvungen att avbryta handel och notering av enskilda optioner och terminer. Detta är fallet när handel och notering av ett enskilt fondpapper, som är föremål för options- eller terminshandel, avbrutits vid Stockholms fondbörs. Handel och notering vid en optionsbörs får inte återupptas förrän handel och notering av det underliggande fondpapperet åter påbör-

jats vid fondbörsen. Bestämmelsen om obligatoriskt börsstopp har tillkommit för att syftet med avbrytande av handeln vid fondbörsen inte skall kunna kringgå.

I lagen ges en rad bestämmelser om vilka uppgifter som åligger en clearingorganisation. Exempelvis ankommer det på clearingorganisationen att beräkna säkerheter, att kontrollera att kraven på säkerhet och leveranskapacitet följs, att ange och att kontrollera att givna positionsbegränsningsregler och lösenbegränsningsregler följs, m.m.

I lagen anges två fall när en clearingorganisation kan ändra på reglerna utan att först ha fått bankinspektionens godkännande.

Det första fallet gäller en höjning av säkerhetskraven. Utredningen har nämligen ansett det vara av vikt att clearingorganisationen i en situation med mycket kraftiga kurssvängningar snabbt kan ge föreskrifter om skärpta säkerhetskrav. Clearingorganisationen får också möjlighet att efter det att en höjning genomförts sänka säkerhetskravet till lägst den nivå som bankinspektionen tidigare godkänt.

Det andra fallet gäller medgivande av undantag från en positionsbegränsningsregel. Detta får ske om särskilda skäl föreligger. Sådana skäl kan vara för handen när en kund önskar försäkra sitt värdepappersinnehav mot kursfall.

Börstvang innebär ett förbud mot att godta avslut som gjorts utanför optionsbörsen. Utredningen har funnit att övervägande skäl talar för införandet av ett sådant förbud. Börstvangen har i lagen utformats så att det inte är tillåtet för en clearingorganisation att registrera avslut som skett utanför optionsbörsen beträffande optioner och terminer som upptagits för handel av en optionsbörs. Genom börstvangen kommer handeln att ske på lika

villkor för alla och det skapas garantier för en riktig prissättning.

Den som utfärdar en option eller köper eller säljer en termin skall ställa betryggande säkerhet för sina åtaganden. Säkerheten skall anses vara betryggande om de optioner eller terminer som säkerheten avser att täcka kan avslutas utan att ytterligare kapital behöver tillskjutas. Säkerhet skall ställas av alla kunder. Några s.k. nollriskkunder får således inte finnas.

I lagen föreslås också att en clearingorganisation i princip skall avsluta de optioner eller terminer för vilka betryggande säkerhet inte ställts.

Till skillnad mot vad som i dag gäller i praktiken uppställs enligt lagen krav på leveranskapacitet endast för utfärdade köpoptioner avseende aktier och för sålda terminer avseende aktier där enligt terminens villkor köparen får begära leverans av aktierna. Motivet till denna inskränkning i förhållande till vad som nu gäller är att utredningen inte anser att det finns skäl för att kräva leveranskapacitet t.ex. för innehav av säljoptioner.

Positionsbegränsningsbestämmelserna och i förekommande fall lösenbegränsningsbestämmelserna skall fastställas med utgångspunkt i risken för prismanipulationer. Syftet med positionsbegränsningsreglerna är dessutom att upprätthålla allmänhetens förtroende för handeln.

Positionsbegränsningsregler skall finnas för alla slag av optioner och terminer. Lösenbegränsningsregler däremot behöver bara införas om någon verklig risk för prismanipulationer finns.

I den föreslagna lagen föreskrivs vidare att den som bedriver optionsbörs- eller clearingsverksamhet står under

bankinspektionens tillsyn. Inspektionen ges möjlighet att under vissa förutsättningar förbjuda verksamheten. Detta kan ske om de villkor eller förutsättningar som fastställts enligt lagen inte iakttas eller det annars föreligger förhållanden som motverkar en sund utveckling av optionsbörs- eller clearingverksamheten. Som ett alternativ till förbud kan inspektionen välja att utfärda en skriftlig erinran. I lindrigare fall kan inspektionen göra anmärkning mot ett missförhållande.

För att inspektionen skall ges möjlighet att mera kontinuerligt följa verksamheten föreskrivs att inspektionen skall utse en revisor för en optionsbörs och en clearingorganisation.

I lagen har införts en möjlighet för regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer att meddela föreskrifter om de avgifter som en optionsbörs eller en clearingorganisation får ta ut av kunderna.

Tystnadsplikt föreslås för styrelseledamot, styrelsesuppleant och befattningshavare vid en optionsbörs eller en clearingorganisation. Sådana befattningshavare och vissa till befattningshavaren närstående personer förbjuds enligt förslaget att göra affärer med optioner och terminer.

Lagen avslutas med ansvarsbestämmelser. Den föreslås träda i kraft den 1 januari 1989.

Förutom den nu beskrivna lagen föreslås i betänkandet vissa ändringar i nu gällande lagstiftning.

Genom förslag till ändringar i fondkommissionslagen och bankrörelselagen klargörs att fondkommissionsbolag och banker får göra affärer med de standardiserade optioner och terminer som omfattas av utredningens förslag till ny lagstiftning.

Slutligen föreslås att den i värdepappersmarknadslagen stadgade skyldigheten att upprätta avräkningsnotor skall omfatta alla typer av standardiserade optioner och terminer som är föremål för börshandel och inte som hittills endast aktieoptioner.

Särskilt yttrande har avgetts av experterna Tore Arvidsson, Ragnar Lindgren och Leif Vindevåg.

FÖRFATTNINGSFÖRSLAG**1 Förslag till****Lag om börshandel med standardiserade optioner
och terminer**

Härigenom föreskrivs följande.

Inledande bestämmelser

1 § Denna lag gäller handel med standardiserade optioner och terminer som samordnas av en optionsbörs och en clearingorganisation.

2 § I denna lag förstås med

1. option: ett avtal som för den ena parten (innehavaren) medför en rätt att, till en i avtalet bestämd kurs, ränta, index eller liknande, köpa (köption) eller sälja (säljoption) värdepapper, valutor, råvaror eller liknande, och som för den andra parten (utfärdaren) medför en skyldighet att på anfordran fullgöra vad han åtagit sig enligt avtalet,

2. premie: det belopp som innehavaren av en option betalar till utfärdaren,

3. termin: ett avtal om köp av värdepapper, valutor, råvaror eller liknande vid en vid avtalstillfället bestämd, framtida tidpunkt och till en vid samma tillfälle bestämd kurs, ränta, index eller liknande,

4. standardisering: att optionsbörsen eller clearingorganisationen fastställer alla villkor utom premien för en option och alla villkor utom kursen, räntan, indexet eller liknande för en termin,

5. optionsbörsverksamhet: att köp- och säljanbud beträffande standardiserade optioner och terminer regelbundet vid offentlig auktion eller på liknande sätt sammanförs för handel och notering av premie, kurs, ränta, index eller liknande,

6. optionsbörs: den som bedriver optionsbörsverksamhet enligt punkt 5,

7. clearingverksamhet: att i options- eller terminsavtal som ingås på en optionsbörs inträda som säljare gentemot köparen och som köpare gentemot säljaren eller på annat sätt garantera fullgörandet av varje avtal och i övrigt fullgöra de uppgifter som följer av villkoren för handeln och av denna lag,

8. clearingorganisation: den som bedriver clearingverksamhet enligt punkt 7,

9. leveranskapacitet: att genom deposition och pantsättning av den tillgång som optionen eller terminen avser eller på annat sätt säkerställa att leverans av tillgången kan ske,

10. positionsbegränsning: att en part, vid en och samma tidpunkt, inte får inneha eller utfärda standardiserade optioner eller köpa eller sälja standardiserade terminer i större antal än vad som särskilt fastställts i villkoren för handeln,

11. lösenbegränsning: att en part, under en viss tidsperiod, inte får begära leverans av den tillgång som optionen eller terminen avser i fråga om ett större antal standardiserade optioner eller terminer än som särskilt fastställts i villkoren för handeln.

3 § Handel med standardiserade optioner och terminer enligt denna lag skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för den marknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras.

Godkännande av villkoren för handeln

4 § Optionsbörsen och clearingorganisationen utformar sina respektive villkor för handeln.

Optionsbörs- eller clearingverksamhet enligt denna lag får inte påbörjas förrän villkoren för handeln godkänts av bankinspektionen.

Om ändringar i eller tillägg till villkoren för handeln sker efter det att godkännande skett enligt andra stycket skall även ändringarna eller tilläggen godkännas av bankinspektionen innan de får tillämpas i handeln.

5 § Bankinspektionen får godkänna villkoren för handeln endast

1. om den standardiserade option eller termin som handeln avser inte kan antas bli till skada för det allmänna eller handeln i den underliggande tillgången,
2. om det framgår att den optionsbörs och den clearingorganisation som skall samordna handeln är ense om villkoren för handeln.

Optionsbörsens verksamhet

6 § Handel och notering av premie, kurs, ränta, index eller liknande vid en optionsbörs får avse endast standardiserade optioner och terminer som optionsbörsen beslutat ta upp för handel.

7 § Premier, kurser, räntor, index eller liknande noteras med ledning av köpanbud, säljanbud och avslut vid optionsbörsen samt offentliggörs omedelbart.

Uppgifter om antalet utestående kontrakt (öppna balanserna) och om omsättningen skall också omedelbart offentliggöras.

8 § Ledningen för en optionsbörss skall följa prisbildningen vid optionsbörsen och se till att handeln där sker under förhållanden som överensstämmer med denna lag och annan författning och med villkoren för handeln samt med god affärssed.

9 § Om särskilda skäl föreligger får ledningen för en optionsbörss besluta att handel och notering vid optionsbörsen skall avbrytas i fråga om viss option eller termin. Sådant beslut får inte gälla längre än som oundgängligen behövs.

Ledningen för optionsbörsen skall omedelbart offentliggöra beslut enligt första stycket och beslut om återupptagande av handel och notering.

10 § Om handeln vid Stockholms fondbörss avbrutits genom beslut av fondbörssens styrelse i fråga om enskilt värdepapper, som är föremål för options- eller terminshandel vid en optionsbörss, skall även denna handel omedelbart avbrytas.

Handel med optioner och terminer vid en optionsbörss, som avbrutits på grund av förhållande som anges i första stycket, får påbörjas först när handeln i det underliggande värdepapperet återupptagits.

I fråga om beslut enligt första och andra stycket tillämpas 9 § andra stycket.

11 § Under utomordentliga förhållanden får regeringen besluta att all handel och notering vid en optionsbörs skall avbrytas. Är fara i dröjsmål får sådant beslut meddelas av ledningen för optionsbörsen efter samråd med bankinspektionen. Ledningens beslut får avse högst en vecka.

I fråga om beslut enligt första stycket tillämpas 9 § andra stycket.

Clearingorganisationens verksamhet

12 § En clearingorganisation skall

1. fortlöpande registrera de transaktioner som utförs på optionsbörsen,
2. fortlöpande beräkna det belopp som part skall ställa som säkerhet i handeln,
3. kontrollera att kraven på säkerhet och leveranskapacitet uppfylls,
4. ange positionsbegränsningsregler utifrån de syften som anges i 3 och 18 §§ och kontrollera att dessa följs,
5. administrera leveranstransaktioner och, i den mån det är nödvändigt för att uppnå det syfte som anges i 18 §, ange lösenbegränsningsregler och kontrollera att dessa följs,
6. ange hur öppna balansen (antalet utestående kontrakt) och omsättningen beräknas,
7. även i övrigt fortlöpande övervaka att clearingverksamheten bedrivs under förhållanden som överensstämmer med lag och annan författning, med villkoren för handeln samt med god affärssed.

13 § En clearingorganisation får, utan hinder av 4 § tredje stycket,

1. besluta om höjda säkerhetskrav och därefter om en sänkning av säkerhetskraven till lägst den nivå som bankinspektionen tidigare godkänt,

2. medge undantag från uppställda positionsbegränsningsregler för enskild kund under en bestämd tidsperiod om särskilda skäl föreligger.

14 § En clearingorganisation skall, om inte särskilda skäl talar däremot, omedelbart avsluta de optioner och terminer för vilka det inte finns betryggande säkerhet enligt 16 §.

En clearingorganisation skall även omedelbart avsluta de optioner och terminer för vilka det inte finns leveranskapacitet enligt 17 §.

Börstvång

15 § En clearingorganisation får endast registrera avslut beträffande standardiserade optioner och terminer som upptagits för handel av en optionsbörs om avslutet skett på optionsbörsen.

Säkerheter m.m.

16 § Den som utfärdar en standardiserad option eller köper eller säljer en standardiserad termin enligt denna lag skall senast då avtalet ingås ställa betryggande säkerhet för sitt åtagande och under löptiden vidmakthålla sådan säkerhet.

Säkerheten skall anses betryggande, om de optioner och terminer som säkerheten avser att täcka kan avslutas utan att

ytterligare kapital behöver tillskjutas utöver ställd säkerhet.

17 § Leveranskapacitet skall föreligga senast då avtalet ingås för den som utfärdar en köption avseende aktier eller säljer en termin avseende aktier där enligt terminens villkor köparen har rätt att kräva leverans av de aktier som terminen avser.

18 § Positions- och lösenbegränsningsregler skall vara utformade så att de motverkar att en part skapar en värdestegring på standardiserade optioner eller terminer genom att på ett otillbörligt sätt påverka värdet på den tillgång som optionerna eller terminerna avser.

Tillsyn

19 § Den som bedriver optionsbörsverksamhet eller clearingverksamhet står under tillsyn av bankinspektionen.

20 § Bankinspektionen skall övervaka att verksamheten vid optionsbörsen och clearingorganisationen utövas i enlighet med lag samt med villkoren för handeln. Inspektionen skall vidare verka för att verksamheten vid optionsbörsen och clearingorganisationen sker på ett tillfredsställande sätt och med uppmärksamhet följa verksamheten i den mån det behövs för kännedom om förhållanden som är av betydelse för en sund utveckling av denna.

21 § Optionsbörsens och clearingorganisationens ledning skall hålla protokoll och övriga handlingar tillgängliga för bankinspektionen. Ledningen skall även i övrigt lämna inspektionen de upplysningar om sin verksamhet och därmed sammanhängande omständigheter som inspektionen begär.

När bankinspektionen anser det behövt eller när regeringen beslutar om det skall undersökning av en optionsbörs

eller en clearingorganisation äga rum.

22 § Har ledningen för optionsbörsen eller clearingorganisationen fattat beslut som strider mot lag eller mot villkoren för handeln får bankinspektionen förbjuda att beslutet verkställs. Har beslutet redan verkställts, får inspektionen förelägga ledningen för optionsbörsen eller clearingorganisationen att göra rättelse, om det kan ske. Inspektionen kan även förelägga ledningen för optionsbörsen och clearingorganisationen att fullgöra skyldighet enligt denna lag.

Meddelar bankinspektionen föreläggande eller förbud enligt denna paragraf får inspektionen sätta ut vite.

23 § Om det finns särskilda skäl, får bankinspektionen kalla till sammanträde med ledningen för optionsbörsen eller clearingorganisationen.

24 § Bankinspektionen får förbjuda en optionsbörss eller en clearingorganisation att fortsätta verksamheten om

1. de villkor eller förutsättningar som fastställts enligt denna lag inte iakttas,
2. det annars föreligger förhållanden som motverkar en sund utveckling av optionsbörss- eller clearingverksamheten.

25 § Föreligger ett missförhållande som anges i 24 § får bankinspektionen meddela optionsbörsen eller clearingorganisationen skriftlig erinran i stället för att förbjuda verksamheten, om det kan antas att optionsbörsen eller clearingorganisationen låter sig rättas därav. Skriftlig erinran får förenas med föreskrift om rättelse.

Föreligger annat missförhållande än som anges i 24 § får bankinspektionen i särskilt beslut göra anmärkning om det.

26 § Bankinspektionen skall förordna en revisor att med övriga revisorer delta i revisionen av en optionsbörs eller en clearingorganisation. Bankinspektionen kan när som helst återkalla sådant förordnande och i stället utse ny revisor.

Optionsbörsen och clearingorganisationen skall till revisor, som har förordnats enligt första stycket, utge ersättning med belopp som bankinspektionen bestämmer.

Avgift för tillsyn

27 § Optionsbörser och clearingorganisationer skall med årliga avgifter bekosta bankinspektionens tillsynsverksamhet enligt de närmare föreskrifter som regeringen meddelar.

Avgifter vid optionsbörs och clearingorganisation

28 § Regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer får meddela föreskrifter om de avgifter som en optionsbörs eller en clearingorganisation får uppbära för de tjänster som den tillhandahåller enligt denna lag.

Hur man överklagar beslut

29 § Bankinspektionens beslut enligt denna lag överklagas hos regeringen. Inspektionens beslut får verkställas utan hinder av att det överklagas, om inte regeringen förordnar något annat.

Tystnadsplikt

30 § Den som är eller har varit styrelseledamot, styrelsesuppleant eller befattningshavare vid en optionsbörs eller en clearingorganisation får ej obehörigen yppa eller nyttja vad han under uppdraget eller i tjänsten har fått veta om annans affärsförhållanden eller personliga förhållanden.

Förbud mot handel i vissa fall

31 § Befattningshavare som sägs i 30 § får ej för egen eller annans räkning handla med standardiserade optioner eller terminer som är föremål för handel vid en optionsbörs.

Första stycket gäller också för

1. make eller sambo till befattningshavaren,
2. omyndigt barn under befattningshavarens vårdnad
3. juridisk person, över vars verksamhet befattningshavaren har ett väsentligt inflytande och med vilken befattningshavaren eller någon som avses i 1 eller 2 eller flera av dem tillsammans har en väsentlig ekonomisk gemenskap som grundas på andelsrätt eller därmed jämförligt ekonomiskt intresse.

Ansvar

32 § Den som uppsåtligen bryter mot förbud enligt 24 § eller mot 31 § döms till böter eller fängelse i högst ett år.

33 § Den som uppsåtligen eller av oaktsamhet bedriver optionsbörsverksamhet eller clearingverksamhet utan att villkoren för handeln blivit godkända enligt denna lag döms till böter eller fängelse i högst ett år.

34 § Styrelseledamot eller befattningshavare hos en optionsbörs eller en clearingorganisation som uppsåtligen eller av oaktsamhet genom ej rättvisande redovisning eller på annat sätt lämnar bankinspektionen felaktiga upplysningar om verksamheten döms till böter eller fängelse i högst ett år. I ringa fall döms ej till ansvar.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1989.

Den som vid ikraftträdandet driver optionsbörsverksamhet eller clearingverksamhet och som senast en månad därefter, till bankinspektionen inkommer med begäran om godkännande av villkoren för handeln enligt denna lag får fortsätta med verksamheten medan villkoren för handeln prövas.

2 Förslag till

Lag om ändring i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden

Härigenom föreskrivs att 17 § lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden skall ha nedan angivna lydelse.

Nuvarande lydelse

17 §

Vid köp eller byte av fondpapper skall avräkningsnota upprättas samma dag som avtal därom slutits.

Föreslagen lydelse

Vid köp eller byte av fondpapper och vid köp av standardiserade optioner och terminer enligt lagen (1988:) om börshandel med standardiserade optioner och terminer skall avräkningsnota upprättas samma dag som avtal därom slutits.

Har avtalet avslutats i kommission skall en särskild avräkningsnota upprättas beträffande uppgörelsen mellan kommissionären och den för vars räkning kommissionären handlat (kommittenten).

Avräkningsnota skall upprättas på särskild blankett. Formulär till sådan blankett skall fastställas av bankinspektionen.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1989.

3 Förslag till

Lag om ändring i fondkommissionslagen (1979:748)

Härigenom föreskrivs att 1 och 15 §§ fondkommissionslagen (1979:748) skall ha nedan angivna lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

1 §

I denna lag förstås med

I denna lag förstås med

1. fondkommissionsrörelse:
yrkesmässigt utövad verksamhet
som avser handel med värdepapper för annans räkning
i eget namn,

1. fondkommissionsrörelse:
yrkesmässigt utövad verksamhet
som avser handel med värdepapper eller med standardiserade optioner och terminer enligt lagen (1988:) om börshandel med standardiserade optioner och terminer
för annans räkning i eget namn,

2. fondkommissionär: den som har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse,

3. fondkommissionsbolag: aktiebolag som har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse,

4. bankinstitut: bankaktiebolag, sparbank och centralkassa för jordbrukskredit,

5. fondpapper: aktie, annat bevis om delaktighet i bolag, obligation, förlagsbevis och liknande skuldebrev avsett för allmän omsättning samt andel i aktiefond.

Nuvarande lydelseFöreslagen lydelse

15 §

Fondkommissionsbolag får för egen räkning förvärva

1. fast egendom, tomträtt eller bostadsrätt för att bereda bolaget lokaler för rörelsen eller tillgodose därmed sammanhängande behov,
2. inventarier för rörelsen eller till fastighet som fondkommissionsbolaget äger eller till lokaler som bolaget i övrigt innehar,
3. obligation, förlagsbevis eller andra för den allmänna rörelsen avsedda förskrivningar,
4. aktie, emissionsbevis, andel i aktiefond och i ekonomisk förening med de begränsningar som anges i andra och tredje styckena samt 16 §,

5. standardiserade optioner
och terminer enligt lagen
(1988:) om börshandel
med standardiserade optioner
och terminer.

Aktie eller andel i ekonomisk förening får fondkommissionsbolag ej förvärva utan tillstånd av bankinspektionen, om förvärvet ingår som ett led i organisationen av bolagets verksamhet.

Fondkommissionsbolag, som har lämnat garanti enligt 13 § första stycket 4, får ej heller utan tillstånd av bankinspektionen förvärva aktie på grund av garantiåtagandet. Sådan aktie skall bolaget avyttra så snart det lämpligen kan ske och senast ett år efter förvärvet. Om synnerliga skäl föreligger, kan bankinspektionen förlänga denna frist.

Om synnerliga skäl föreligger, kan bankinspektionen medge att fondkommissionsbolag får förvärva annan egendom än som avses i första stycket.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1989.

4 Förslag till

Lag om ändring i lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs

Härigenom föreskrivs att 25 § lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs skall ha nedan angivna lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

25 §

Om särskilda skäl föreligger, får börsstyrelsen besluta att handel och notering vid fondbörsen skall avbrytas i fråga om fondpapper av visst slag. Sådant beslut får ej gälla längre än som oundgängligen behövs.

Börsstyrelsen skall omedelbart offentliggöra beslut enligt första stycket och beslut om återupptagande av handel och notering. Om sådant beslut skall styrelsen samtidigt underrätta dem som har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse.

Börsstyrelsen skall omedelbart offentliggöra beslut enligt första stycket och beslut om återupptagande av handel och notering. Om sådant beslut skall styrelsen samtidigt underrätta dem som har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse. Avser sådant beslut enskilt fondpapper som är föremål för options- eller terminshandel enligt lagen (1988:) om börs-handel med standardiserade optioner och terminer skall styrelsen samtidigt även underrätta den som bedriver optionsbörsverksamhet enligt nyssnämnda lag om beslutet.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1989.

5 Förslag till

Lag om ändring i bankrörelselagen (1987:617)

Härigenom föreskrivs att 2 kap. 2 § bankrörelselagen (1987:617) skall ha nedan angivna lydelse.

Nuvarande lydelse

2 kap.

2 §

En bank får för egen räkning förvärva och driva handel med endast mynt, sedlar, växlar, checkar och anvisningar samt obligationer, förlagsbevis, förlagsandelsbevis och andra fordringsbevis som är avsedda för den allmänna marknaden. Därutöver får en bank för egen räkning förvärva egendom som anges i 3-8 §§.

Föreslagen lydelse

En bank får för egen räkning förvärva och driva handel med endast mynt, sedlar, växlar, checkar och anvisningar samt obligationer, förlagsbevis, förlagsandelsbevis och andra fordringsbevis som är avsedda för den allmänna marknaden. En bank får också förvärva standardiserade optioner och terminer enligt lagen (1988:) om börshandel med standardiserade optioner och terminer. Därutöver får en bank för egen räkning förvärva egendom som anges i 3-8 §§.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1989.

1 INLEDNING

1.1 Utredningsuppdraget

Genom beslut den 15 januari 1987 tillkallade regeringen en särskild utredare med uppdrag att utreda frågor som rör optioner avseende bl.a. aktier samt andra finansiella instrument. Enligt direktiven (1987:01), se bilaga 1, bör utredaren kartlägga och beskriva handeln med optioner och liknande finansiella instrument samt sätta in denna form av handel i ett samhällsekonomiskt perspektiv. Dessutom bör utredaren lämna förslag till hur marknaden för optioner m.m. i Sverige skall vara organiserad och vilka regler som bör gälla för denna handel.

Enligt i direktiven angivna riktlinjer för arbetet utgör frågan om marknadens organisation en av utredarens viktigaste uppgifter. I den delen anför föredragande statsrådet, att utredaren i första hand bör undersöka förutsättningarna för att på något sätt knyta handeln till Stockholms fondbörs. Vidare bör utredaren överväga bl.a. vilka olika aktörer som skall få uppträda på marknaden som market maker och vilka krav som bör ställas på dessa.

Vid sina överväganden vad gäller handelsreglerna bör utredaren enligt direktiven särskilt gå in på vissa frågor. Föredraganden framhåller därvid att utredaren bör undersöka i vad mån nuvarande regler om handel med värdepapper kan göras tillämpliga också på handeln med optioner och liknande instrument och om så inte är fallet eller om kompletterande regler behövs lägga fram förslag till sådana regler.

Föredraganden anför vidare bl.a. följande.

"Reglerna bör enligt min mening bygga på den grundsats som kommit till uttryck i 2 § lagen om värdepappersmarknaden: Handel med och förvaltning av fondpapper skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras.

I samband med handelsreglerna bör utredaren också överväga det säkerhetssystem, som erfordras för att en optionsmarknad skall fungera. En given utgångspunkt är att garantier skapas för en betryggande offentlig tillsyn över verksamheten. Säkerhetsfrågorna kan kräva särskilda överväganden av finansiell natur. Speciellt viktigt är detta i fråga om clearingfunktionen. Hur dessa ekonomiska problem skall lösas utan att handeln tyngs av alltför höga transaktionskostnader torde kräva särskilda överväganden.

Utredaren bör också överväga vilka andra frågor än de som här särskilt har angetts som bör tas upp och redovisas i utredningsarbetet. Exempel härpå är fondkommissionslagens bestämmelser om fondkommissionärs handelslager av värdepapper och kapitaltäckning."

Som nämnts ligger i utredningens uppdrag att överväga frågor som rör optioner och andra liknande, finansiella instrument. Vad som avses härmed är dock inte helt klart. I frågan om vilka instrument som skall omfattas av uppdraget gör utredningen följande bedömning.

Med uttrycket "andra liknande instrument" kan knappast avses annat än andra derivatinstrument, dvs. instrument vars prisutveckling är beroende av en underliggande vara eller annat. Till den gruppen hör de s.k. terminerna och kombinationer av optioner och terminer.

Det skall vidare enligt direktiven vara frågan om finansiella instrument. Det underliggande värdet för optioner och terminer kan avse råvaror, värdepapper, valutor, olika typer av index baserade på kursutvecklingen hos värdepapper, eller prisutvecklingen hos råvaror eller annat. Oavsett vilken underliggande tillgång som derivatinstrumentet är

relaterat till avslutas kontrakten ofta med kontant-avräkning i stället för med leverans, dvs. kostnadsutvecklingen på t.ex. den underliggande råvaran är väsentligare än råvaran som sådan. Mot bakgrund härav bör alla optioner och terminer anses vara s.k. finansiella instrument.

Man måste emellertid också diskutera om uppdraget är begränsat till vissa typer av optioner och terminer. Handeln med optioner och terminer har fått stor omfattning och tilldragit sig betydande uppmärksamhet i de fall då fråga är om standardiserade instrument. Handel med optioner och terminer förekommer emellertid också i form av individuellt utformade avtal skapade utifrån de enskilda parternas specifika behov. Denna handel riktar sig i regel inte till allmänheten och har inte den snabbhet och rörlighet som är typisk för handeln med de standardiserade instrumenten. Direktiven tar upp och behandlar frågor med utgångspunkt i de standardiserade avtalen. Uppdraget bör därför endast anses omfatta de standardiserade optionerna och terminerna och kombinationer av dessa.

Organiserad handel med standardiserade optioner och terminer och kombinationer av dessa kan ske på olika sätt. Ett alternativ är att handeln är knuten till en central marknadsplats som är kopplad till en central clearing. När handeln är organiserad på detta sätt har den karaktär av börshandel. Handeln kan också upprätthållas av aktiva market makers. En mellanform utgörs av en marknad där handeln upprätthålls av aktiva market makers och där det finns en central clearing. På en market makermarknad tar alla deltagare egna positioner och någon neutral marknadsplats finns inte. Den handel som förekommer på en market makermarknad kan därför inte anses ha karaktär av börshandel.

I direktiven behandlas dock endast börshandel med optioner m.m. Utredningsuppdraget torde därför endast avse den marknadsform som innehåller både marknadsplats och clearing.

Övriga marknadsformer omfattas således inte av utredningens mandat.

Vad gäller frågan om vilka instrument som arbetet skall inrikta sig på anser utredningen således sammanfattningsvis att utredningsuppdraget endast omfattar standardiserade optioner och terminer samt kombinationer av sådana instrument som blir föremål för börshandel i en marknadsform omfattande marknadsplats och clearing.

1.2 Utredningsarbetet

Uppdraget omfattar fyra delar. För det första skall utredningen kartlägga och beskriva handeln med optioner och liknande finansiella instrument. För det andra skall utredningen sätta in handeln i ett samhällsekonomiskt perspektiv. Dessutom skall utredningen lämna förslag på dels hur marknaden för optioner m.m. skall vara organiserad, dels vilka regler som skall gälla för handeln där.

När det gäller kartläggningen och beskrivningen av handeln har utredningen införskaffat och studerat material från de i Sverige verksamma options- och terminsmarknaderna Stockholms Optionsmarknad OM Fondkommission Aktiebolag (OM) och Sweden's Options and Futures Exchange (SOFE)/Stockholms Clearinghus Aktiebolag (Clearingbolaget). Utredningsmannen och sekreteraren har också gjort studiebesök på OM och SOFE.

Utredningen har även studerat förhållandena utomlands. Material har införskaffats rörande främst options- och terminsmarknaderna i USA, Storbritannien, Frankrike och Nederländerna. Under tiden den 11-21 oktober 1987 besökte utredningsmannen och sekreteraren USA för att studera options- och terminsmarknader. Härvid besöktes i Washington tillsynsmyndigheterna Commodity Futures Trading Commission (CFTC) och Securities and Exchange Commission (SEC). Vidare besöktes senatens jordbruksutskott, som handhar frågor som

rör lagstiftning om terminer (futures). I Chicago besöktes bl.a. optionsbörsen Chicago Board Options Exchange (CBOE) och clearingorganisationen Options Clearing Corporation (OCC). I New York besöktes bl.a. American Stock Exchange (AMEX), som är en börs där man handlar såväl med aktier som optioner.

Kontakt har även tagits med de arbetsgrupper som satts upp inom det finländska justitieministeriet och det norska finansdepartementet för att överväga den närmare utformningen av optionsmarknaderna i Finland och Norge.

På utredningens uppdrag har en av utredningens experter utarbetat ett underlag om det samhällsekonomiska perspektivet när det gäller handeln med optioner och liknande finansiella instrument.

Såvitt avser frågan om marknadens organisation och vilka regler som skall gälla för handeln har utredningen haft överläggningar - hearings - med företrädare för slutkunder (bl.a. allmänna pensionsfondens fjärde fondstyrelse, försäkringsbolag och Sveriges aktiesparares riksförbund), banker och fondkommissionsbolag samt för optionsmarknaderna OM och SOFE/Stockholms Clearinghus AB. Hearings har också ägt rum med ledningen för Stockholms fondbörs och med ledningen för bankinspektionen.

Den 18 december 1987 har utredningen avgett remissyttrande till finansdepartementet över promemorian (Ds Fi 1987:9) Översyn av skatten på omsättning av värdepapper.

Samråd har skett med värdepappersmarknadskommittén (Fi 1987:03). Detta har i regel skett genom informella överläggningar mellan utredningsmannen och/eller sekreteraren samt företrädare för kommittén.

2

ALLMÄN BESKRIVNING

2.1

Inledning

Den svenska kapitalmarknaden har under de senaste åren genomgått betydande förändringar både när det gäller handeln med aktier och när det gäller handeln med obligationer och liknande räntebärande papper. De mest påtagliga förändringarna har dock skett genom uppkomsten av den s.k. penningmarknaden där en rad nya instrument introducerats.

Förutom att nya instrument introducerats har också den totala omsättningen ökat kraftigt. Denna expansiva utveckling har lett till ett behov av att kunna omfördela de risker som ett värdepappersinnehav innebär. I en mer fullständig kapitalmarknad bör det finnas möjligheter för aktörerna att omfördela nämnda risker från dem som inte önskar bära dessa till dem som vill och kan utsätta sig för en större riskexponering. Strävan mot en mer komplett kapitalmarknad har fört utvecklingen mot introduktionen av riskavledande finansiella instrument. Till denna grupp av instrument hör optioner och terminer. Genom att begagna sig av sådana instrument kan någon gardera sig mot en negativ prisutveckling medan någon annan får betalt för att utsätta sig för en ökad risk. Förefintligheten av en fungerande options- och terminsmarknad innebär således att en mer fullständig kapitalmarknad uppkommit.

I detta kapitel redogörs översiktligt för kapitalmarknadens utveckling under 1980-talet. Tyngdpunkten i framställningen är lagd på att ge en allmän beskrivning av hur den börsliknande handeln med optioner och terminer funktionellt är organiserad och av dessa instrument som sådana. Vidare beskrivs några otillbörliga affärsmetoder som kan förekomma inom denna handel. Slutligen redovisas hur handeln är organiserad och hur den går till på några utländska marknader.

2.2 Kapitalmarknaden

Kapitalmarknaden kan indelas i två huvudområden nämligen kreditmarknaden (marknaden för lånat kapital) och aktiemarknaden (riskkapitalmarknaden eller marknaden för eget kapital). Kreditmarknaden indelas i sin tur i obligationsmarknaden, som innefattar den långfristiga upplåningen och penningmarknaden som innefattar den kortfristiga upplåningen.

2.2.1 Kreditmarknaden

2.2.1.1 Allmänt

Fram till slutet av 1970-talet skedde den dominerande delen av kreditförmedlingen via banksystemet. Någon upplåning mot utgivande av värdepapper med kort löptid förekom i praktiken inte. På obligationsmarknaden var staten och bostadssektorn de dominerande låntagarna men upplåningen skedde nästan uteslutande inom ramen för det s.k. prioriteringssystemet. Detta innebar att AP-fonden, bankerna och försäkringsbolagen ålades att placera en betydande del av sina tillgångar i s.k. prioriterade obligationer. Någon andrahandsmarknad förekom därför inte i dessa papper och inte heller vad gäller övriga obligationer, främst industriobligationer, fanns någon egentlig andrahandsmarknad.

Under början av 1980-talet påbörjades en långtgående omdaning av den inhemska kreditmarknaden. En penningmarknad växte fram och andrahandsmarknaden för obligationer vitaliserades samtidigt som kreditpolitiken avreglerades. En allt större del av kreditflödena kanaliserades nu genom köp och försäljning av värdepapper.

Upplåningen på kreditmarknaden sker med hjälp av olika typer av värdepapper. På obligationsmarknaden sker den långsiktiga upplåningen genom utgivande av obligationer, och därmed närbesläktade instrument. På penningmarknaden sker den

kortfristiga upplåningen genom utgivande av statsskuldväxlar, företagscertifikat och liknande värdepapper.

2.2.1.2 Obligationsmarknaden

Den dominerande ställningen som låntagare på obligationsmarknaden intas av staten och bostadsfinansieringsinstitutet. Marknaden har dock stor betydelse även för industri- och kraftföretag och för de största kommunerna. De största långivarna, om man bortser från sparobligations- och premieobligationsmarknaderna, utgörs av AP-fonden, bankerna och försäkringsbolagen.

Obligationer kan vara registrerade vid Stockholms fondbörs. Det är dock bortsett från premieobligationerna en mycket liten del av omsättningen på obligationsmarknaden som sker på Stockholms fondbörs. Den helt dominerande handeln med obligationer sker i stället på en telefonmarknad där 20-30 banker och fondkommissionsbolag uppträder som market maker. Omsättningen på denna marknad uppgår till 5 miljarder kr. varje dag vardera på avista- och terminsmarknaden.

Den totala omsättningen av stats- och bostadsobligationer på obligationsmarknaden uppgick 1987 till 1 500 miljarder kr.

Obligationer

Begreppet obligation finns inte särskilt definierat i svensk lagstiftning. Kapitalmarknadsutredningen (SOU 1978:11 s.675) angav att enligt vedertagen uppfattning en obligation skall vara ett skuldebrev som utfärdats för en del av ett skuldebett. En obligation skall vidare vara ett s.k. masspapper, dvs. det skall ges ut i ett stort antal för den allmänna rörelsen.

Statens och bostadssektorns upplåning mot obligationer skedde tidigare med s.k. prioriterande obligationer. Utmärkande för dessa var att räntan var fastställd av riksbanken och att räntesatsen normalt understeg marknadsräntan. AP-fonden, banker och försäkringsbolag var enligt den kreditpolitiska lagstiftningen tvungna att köpa och ursprungligen även att inneha sådana obligationer. Detta system upphörde 1986. Det totala utelöpande beloppet avseende prioriterade statsobligationer uppgick i februari 1988 till ca 180,4 miljarder kr. Statens upplåning med obligationer sker numera endast via s.k. riksobligationer, se nedan.

Kupongräntan för de obligationer som i dag emitteras av andra än staten fastställs vid emissionstillfället och är i de flesta fall fast under hela löptiden. Den ränta till vilken obligationen handlas bestäms då affären genomförs.

Obligationernas löptid varierar normalt mellan 3 och 10 år. Även längre löptider kan förekomma.

Riksobligationer

Riksobligationer är statliga skuldförbindelser där räntan är fast under hela löptiden. Räntan, som betalas ut en gång per år, fastställs av riksgäldskontoret. Löptiden varierar för närvarande mellan 3 och 10 år. Det nominella beloppet uppgår till minst en milj.kr. Emissionsvolymen bestäms långsiktigt av statens lånebehov. Emissionsplanen fastställs och publiceras halvårsvis.

Vad en placerare skall betala för en riksobligation bestäms genom ett anbudsförfarande. Anbud kan bara lämnas av en bank eller ett fondkommissionsbolag, som är auktoriserad återförsäljare för statspapper. Andra kan delta vid anbudsförfarandet men måste då lämna sina bud via en auktoriserad återförsäljare. Anbudsgivaren anger därvid vilken effektiv

ränta han kräver för att placera pengar i riksobligationer. Anbudens rangordnas av riksgäldskontoret från den lägsta effektiva räntan till den högsta till dess emissionsvolymen är fylld. De anbudsgivare vars bud faller inom ramen för emissionen får betala ett pris som beräknas med utgångspunkt i den av placeraren angivna effektiva årsräntan. Angående hur det placerade beloppet beräknas, se bilaga 3.

Andrahandsmarknaden i riksobligationer upprätthålls av banker och fondkommissionsbolag. Riksobligationerna omsätts hos samma kategori av placerare som de kortfristiga instrumenten på penningmarknaden. Avgörande för handeln är att likviditeten är hög, dvs. att obligationerna utan större kostnad kan köpas och säljas på marknaden. Det bedrivs även en omfattande handel med riksobligationer på termin. En beskrivning av hur den handeln går till ges i avsnitten 3.2.1 och 3.2.5.2.

Det första riksobligationslånet utgavs 1983. Den 29 februari 1988 var det för samtliga riksobligationslån totala utelöpande beloppet 86,5 miljarder kr.

Premieobligationer

Premieobligationer utges av staten och löper utan ränta. I stället fördelas avkastningen genom utlottning två eller tre gånger per år. Nyemitterade premieobligationer säljs till allmänheten via bl.a. bankerna, finansbolagen och postverket.

Handeln med premieobligationer på andrahandsmarknaden sker till övervägande del på Stockholms fondbörs.

Omsättningen på Stockholms fondbörs avseende premieobligationer har ökat kraftigt de senaste åren. Den varierade under åren 1980-1984 mellan 5,7 och 9,2 miljarder kr. för att under 1985 öka till 13,6 miljarder kr., 1986 till 29,2 miljarder kr. och 1987 till 20,5 miljarder kr..

Det finns också en rätt betydande handel med premieobligationer på termin. Handeln omfattar endast ett par av de större premieobligationslånen och den upprätthålls av några banker och fondkommissionsbolag.

Ränteoptioner och ränteterminer

Till obligationsmarknaden hör också handeln med standardiserade ränteoptioner och ränteterminer. En beskrivning av hur den handeln går till lämnas i avsnitten 3.2.1 och 3.2.5.2.

2.2.1.3 Penningmarknaden

Fram till år 1980 fanns i Sverige inte någon egentlig penningmarknad. Någon handel i värdepapper med kort löptid förekom i princip inte. Denna del av kreditmarknaden utgjordes då endast av kortfristigt sparande och kortfristiga krediter i allmänhet. Den viktigaste finansieringsformen som bankerna då hade var specialinlåning som hade expanderat kraftigt under 1970-talet. I det följande lämnas först en allmän beskrivning av penningmarknadens framväxt. Därefter beskrivs de där vanligast förekommande instrumenten mer ingående.

Ett viktigt steg mot en pennigmarknad togs år 1980 då bankcertifikaten introducerades. Genom dessa certifikat kunde bankerna finansiera sig genom ett instrument med kort löptid som kunde omsättas på marknaden. Redan första året uppgick den utestående volymen till ca 20 miljarder kr. Någon större andrahandsmarknad i detta instrument har dock aldrig uppkommit. Detta torde i första hand bero på att bankcertifikatens löptid dels generellt är kort, dels ofta är anpassad efter placerarens önskemål, varför behovet av en andrahandsmarknad i dessa papper är begränsat. En fungerande andrahandsmarknad utvecklades först i och med att stasskuldväxlarna introducerades. Detta skedde i juli 1982 och redan första året emitterades ca 40 miljarder kr. vilket då motsvarade hälften

av statens lånebehov. Statsskuldväxeln har alltsedan dess utvecklats till att bli det helt dominerande värdepapperet på penningmarknaden.

De löpande emissionerna av statsskuldväxlar ledde till att marknaden hela tiden försågs med nya papper vilket är en förutsättning för att en andrahandsmarknad skall fungera. Till andrahandsmarknadens uppkomst bidrog även att en effektiv försäljningsorganisation började utvecklas. Ett viktigt led i denna organisation var tillkomsten av specialiserade fondkommissionsbolag som var beredda att handla med alla slags kortfristiga marknadsinstrument. Dessa fondkommissionärer verkar både som återförsäljare och som handlare på sekundärmarknaden. Aktiva på penningmarknaden är förutom nämnda företag, banker och andra fondkommissionsbolag, vars traditionella verksamhet ligger inom aktiehandeln. En annan viktig del i andrahandsmarknadens framväxt var det datasystem för spridning av information om kurser och räntor på olika värdepapper som under 1981 introducerades av Reuter.

De flesta penningmarknadsinstrumenten löper med fast ränta under hela löptiden. Detta gäller t.ex. för statsskuldväxlar och bankcertifikat. Det finns dock instrument som kan löpa med rörlig ränta, t.ex. marknads- och finansbevis.

Penningmarknadsinstrumenten handlas i regel på diskonteringsbasis och de kallas därför ofta för diskonteringsinstrument. Innebörden av att man handlar på diskonteringsbasis är att avkastningen erhålls som värdestegring. Angående hur det placerade beloppet beräknas för diskonteringsinstrument, se bilaga 4.

Statsskuldväxlar

Statens instrument för kortfristig upplåning utgörs av statsskuldväxlar. Värdepappersrättsligt är dessa löpande skuldebrev ställda till innehavaren. Statsskuldväxlarna

introducerades första gången i juli 1982. Den 29 februari 1988 uppgick det utelöpande beloppet till ca 76,5 miljarder kr. Nya statsskuldväxlar emitteras normalt varannan vecka genom riksgäldskontorets försorg. Löptiden är i regel ett halvt eller ett år. Det nominella beloppet uppgår till minst en och högst 100 milj. kr. Riksgäldskontoret säljer statsskuldväxlar efter ett anbudsförfarande. De som är intresserade att delta vid emissionen lämnar sina bud med avseende på ränta och volym via ett antal auktoriserade banker och fondkommissionsbolag. Anbuden rangordnas från den lägsta till den högsta räntan till dess emissionsvolymen är fylld. Det nominella beloppet är det belopp som riksgäldskontoret betalar när statsskuldväxeln förfaller. Vad placeraren betalar när han köper växeln beror på vilken avkastning som avtalats. Priset beräknas på sätt som anges i bilaga 4.

Sedan hösten 1985 bedrivs även en livlig handel med statsskuldväxlar på termin. Hur denna handel går till redovisas i avsnitt 3.2.5.2.

Bankcertifikat

Bankcertifikat utges av bankerna och var under en tid ett av de viktigaste instrumenten för bankernas upplåning. Bankcertifikaten utgörs av ett löpande skuldebrev ställt till innehavaren. Löptiden är högst 360 dagar. Normalt uppgår löptiden till 90 dagar eller mindre. Bankcertifikaten löper med fast ränta och handlas med på diskonteringsbasis på samma sätt som gäller för statsskuldväxlarna. Bankcertifikaten nådde vid mitten av 1980-talet en kulmen och den utestående stocken uppgick då till ca 30 miljarder kr. Som jämförelse kan nämnas att den utestående stocken bankcertifikat 1988 uppgår till ca 10 miljarder kr. Likviditeten i papperet garanteras av den bank som utgivit certifikatet genom att banken kontinuerligt ställer de köpräntor till vilka banken är villig att köpa tillbaka papperet. Det

krävs formellt inte tillstånd från riksbanken för att få ge ut bankcertifikat.

Övriga certifikat

Förutom bankerna lånar även bostadsfinansieringsinstituten, kommuner och företag upp pengar via certifikat på penningmarknaden. Dessa låntagares instrument har fått en rad olika namn (kommuncertifikat, caissecertifikat, telecertifikat osv.) men de skiljer sig inte åt till sin konstruktion. Dessa certifikat liknar bankcertifikaten med den skillnaden att de ibland ges ut med längre löptider. Normalt varierar dock löptiden mellan en månad och ett år men löptider upp till två år förekommer. Det nominella beloppet uppgår till lägst en milj.kr. och den vanligaste handelsposten är 10 milj.kr.

För att få låna via certifikat krävs enligt en frivillig överenskommelse riksbankens godkännande. Den som fått sådant tillstånd tar sedan kontakt med en fondkommissionär som är aktiv som återförsäljare på penningmarknaden. Denne åtar sig att placera lånet på marknaden och förbinder sig även att ställa en marknad i certifikaten genom att alltid ställa köpräntor.

Marknads- och finansbevis

Marknads- och finansbevis utges av finansbolagen. Till skillnad från statsskuldväxlarna och certifikaten är marknads- och finansbevisen enkla skuldebrev. Marknads- och finansbevisen placeras på marknaden på samma sätt som certifikaten. Bevisen emitteras utan riksbankens kontroll.

2.2.2 Aktiemarknaden

2.2.2.1 Allmänt

Fram till slutet av 1970-talet var omsättningen på Stockholms fondbörs liten och aktiekurserna över lag låga. Under

1980-talet har bilden förändrats. Omsättningen har mångdubblats och kurserna har stigit kraftigt. Nya värdepapper som konvertibla skuldebrev, teckningsoptioner, och konvertibla vinstandelsbevis har tillkommit och många nya aktier har registrerats vid fondbörsen, nya grupper av placerare har börjat att agera på marknaden och det utländska intresset för svenska aktier har tidvis varit stort. Till detta kommer det betydande intresse som marknaden visat för standardiserade aktie- och indexoptioner.

Vid Stockholms fondbörs sker handel med aktier och andra värdepapper som är inregistrerade där (se vidare härom i avsnitt 3.1.4). Den registrerade aktieomsättningen vid Stockholms fondbörs var 1980, 7,5 miljarder kr., 1986, 141,6 miljarder kr. och 1987, 124,6 miljarder kr. Kursutvecklingen på aktierna visar en motsvarande ökning. Marknadsvärdet av de börsnoterade aktierna var vid utgången av 1980, 56 miljarder kr., 1986, 432,8 miljarder kr. och 1987, 412,1 miljarder kr. Antalet bolag med börsregistrerade aktier ökade under perioden från 103 till 157 st.

Under 1982 tillskapades vid sidan av Stockholms fondbörs den s.k. OTC-marknaden för aktier i små och medelstora företag. Även inom denna marknad har utvecklingen gått framåt. I september 1983 fanns 17 bolag på OTC-marknaden och vid utgången av 1987 var 73 bolag registrerade inom denna marknad. Omsättningen på OTC-marknaden var under 1986, 2,1 miljarder kr. och under 1987, 2,7 miljarder kr.

Aktier

En aktie utgör en andel i ett aktiebolag. Den handling som utvisar äganderätt till en sådan andel kallas aktiebrev. Aktier kan vara av olika slag. De kan vara preferens- eller stamaktier och de kan ha olika röstvärde. Preferensaktier har vanligen företräde till utdelning framför stamaktierna och de har även företräde vid bolagets likvidation. Om

aktierna har olika röstvärde särskiljs de åt genom en seriebeteckning A eller B. I regel har A-aktierna högre röstvärde än andra aktier. Aktier kan också vara bundna eller fria. Sådana aktier anses ej vara av olika slag. Bundna aktier innebär att det i bolagsordningen intagits ett förbehåll om att dessa ej får förvärvas av vissa rättssubjekt, t.ex. utlänningar. Fria aktier är aktier som inte är belagda med något sådant förbehåll.

Konvertibla skuldebrev

Konvertibla skuldebrev utges mot vederlag av bolaget. Ett sådant skuldebrev skall innehålla en utfästelse från bolaget om att borgenären har rätt att helt eller delvis byta ut sin fordran enligt skuldebrevet mot aktier i bolaget.

Teckningsoptioner

Ett aktiebolag kan mot vederlag utge skuldebrev med optionsrätt till nyteckning. Ett skuldebrev som är förenat med sådan optionsrätt skall ge borgenären rätt att teckna aktier i bolaget till ett bestämt pris. Optionsrätten kan vara sådan att den får avskiljas från skuldebrevet och kan då överlåtas utan samband med detta. Den kallas då för en teckningsoption.

Aktiefond

Aktiefondsverksamhet får endast bedrivas av svenskt aktiebolag, fondbolag, efter tillstånd av bankinspektionen. En aktiefond ägs av dem som förvärvat andelar i den. Fonderna får placera medel i aktier och vissa andra värdepapper.

Aktie- och indexoptioner samt indexterminer

Till aktiemarknaden hör även handeln med standardiserade aktie- och indexoptioner samt indexterminer. En beskrivning av dessa instrument lämnas i avsnitten 3.2.1 och 3.2.2.

2.3 Optionsmarknadens funktionella organisation

2.3.1 Allmänt

En option är ett avtal mellan två parter som ger den ena parten rätt att köpa eller sälja något. För den andra parten innebär avtalet en skyldighet att på anfordran sälja eller köpa det avtalet avser. Den part som erhåller rätten till prestation brukar kallas förvärvare eller optionsinnehavare medan hans motpart, dvs. den som kan bli skyldig prestera något, benämns utfärdare. Det specifika med ett optionsavtal är att det endast är optionsinnehavaren som kan påfordra att avtalet fullföljs. Utnyttjar innehavaren inte sin rättighet före avtalstidens utgång upphör avtalet att gälla. Begär däremot innehavaren att avtalet skall fullföljas har utfärdaren inget val. Han blir då förpliktad i enlighet med avtalets innehåll.

Ett optionsavtal måste alltid avse en viss sak, en viss vara, ett värdepapper eller något liknande. Man brukar av denna anledning tala om att optionen är ett derivat av en underliggande vara eller ett underliggande värde. Optioner och andra liknande avtalskonstruktioner brukar därför samlas under benämningen derivata instrument.

Optioner har funnits sedan lång tid och den underliggande varan har genom åren utgjorts av metaller, kött, säd osv. Den moderna optionen har dock uppstått i den finansiella marknaden och den underliggande varan utgörs vanligen av aktier, olika typer av aktieindex, obligationer eller andra räntebärande papper samt valutor.

En option kan innehålla vilka villkor som helst. Om var och en fritt fick utforma sin egen option skulle det måhända vara svårt att hitta en köpare till den. I vart fall skulle det aldrig bli frågan om någon mer omfattande handel. För att få till stånd en marknad har man låtit optionerna anta

vissa standardiserade villkor. Dessa villkor formuleras av de optionsbörser vid vilka handeln bedrivs.

2.3.2 Organisationen

Handel med standardiserade optioner och terminer sker i Sverige liksom utomlands på särskilda börser (optionsbörser).

En typisk optionsbörs består av två huvudfunktioner nämligen en marknadsplats och en clearing. Förebilden för världens optionsbörser är Chicago Board Options Exchange (CBOE) som startade sin verksamhet 1973 och nu är världens största optionsbörs. Hos CBOE tillhandahålles endast marknadsplats medan clearing utförs av ett särskilt bolag Options Clearing Coporation (OCC). Samtliga optionsbörser i världen utom Stockholms Optionsmarknad OM Fondkommission Aktiebolag (OM) synes för närvarande vara organiserade på detta sätt, dvs. marknadsplats och clearing är skilda från varandra. Hos OM däremot är de båda funktionerna integrerade i samma bolag.

Skälet till att en optionsmarknad måste innehålla dessa två funktioner är i korthet följande.

En option är som nämnts inget annat än ett avtal mellan två parter som ger den ene en rätt att köpa eller sälja något och den andre en skyldighet att på anfordran sälja eller köpa det avtalet avser. För att få till stånd en handel i optioner krävs, att marknaden organiseras så att den ena parten i optionsavtalet utan svårighet kan sälja sin rättighet och att den andre parten kan köpa sig fri från sin skyldighet. Utfärdaren och köparen måste därför kunna agera oberoende av varandra. Detta problem har lösts dels genom att villkoren i optionen standardiserats och dels genom att partsförhållandet mellan köpare och säljare bryts genom att en tredje part - clearing - träder in i avtalet mellan de ursprungliga parterna.

Standardiseringen innebär att det på marknaden endast bedrivs handel med optionsavtal som innehåller samma rättigheter resp. skyldigheter. Angående den närmare innebörden av standardisering av optioner hänvisas till avsnitt 2.4.

I och med att villkoren är standardiserade går det också att jämföra prissättningen på optionerna. Prisbildningen sker på marknadsplatsen där den egentliga börsverksamheten äger rum.

Standardiseringen möjliggör också att handeln kan ske i kontraktshalvor, dvs. att clearingen går in i avtalet mellan köpare och säljare.

På marknadsplatsen läggs bud från dem som vill köpa eller sälja en option. När man på marknadsplatsen funnit en köpare och en säljare som är överens om priset på optionen (premien) sänds deras avslutsförslag till clearingen. Om förslaget godkänns bryts partförhållandet mellan köpare och säljare och clearingen uppträder som säljare gentemot köparen och som köpare gentemot säljaren.

Börsverksamheten på marknadsplatsen kan ske på olika sätt. De varianter som förekommer är följande

- ren terminalhandel
- telefonstödd terminalhandel (telehandel)
- telehandel kompletterad med neutrala mäklare (kompletterad telehandel)
- öppen auktion (open outcry)
- terminalstödd auktionshandel

Vid en ren terminalhandel sker all handel via datorer. Köp- och säljbud anges på dataskärmarna och när buden stämmer överens sker avslut automatiskt.

Telehandel innebär en kombination av terminalhandel och telefonhandel. Vid sådan handel görs i regel stora och mer komplicerade order upp per telefon medan enklare order kan klaras av direkt i datasystemet. Sedan en affär gjorts upp via telefon matas den in i datasystemet.

Kompletterad telehandel innebär att neutrala mäklare är anställda vid marknadsplatsen. Dessa arbetar aktivt med de intressebud, dvs. ej bindande anbud, som kommer in. Bindande bud anges i dataterminalerna medan intressebuden lämnas per telefon till de neutrala mäklarna. Detta system är närmast jämförligt med det handelssystem som tillämpas av OM såvitt avser aktieoptioner och indexinstrument. Handeln med räntepoptioner är i princip en ren telefonhandel.

Öppen auktion innebär att medlemmarna finns på marknadsplatsen och där ropar ut sina bud. Denna handelsform begagnas allmänt utomlands.

Terminalstödd auktionshandel innebär en kombination av öppen auktion och en terminalhandel. Detta system tillämpas av Sweden's Options and Futures Exchange Aktiebolag (SOFE).

Marknadsplatsen anger de regler som gäller för handeln. I dessa regler beskrivs även vilka som äger rätt att bedriva handel på marknadsplatsen. För att bedriva handel på marknadsplatsen krävs att vederbörande är ansluten till optionsbörsen. Anslutningen kan ske i olika former. Hos European Options Exchange (EOE) i Amsterdam finns det mest komplicerade systemet där medlemskap kan sökas i sex olika former och ges till såväl juridiska som fysiska personer. Endast två av dessa former ger en medlem rätt att direkt delta i handeln på marknadsplatsen. Av de övriga kategorierna får två såväl förmedla order från allmänheten som handla för egen räkning medan en medlemsform endast berättigar till handel för egen räkning. Slutligen finns ett slags medlemsskap som endast avser anslutning till clearing. En sådan medlem

avslutar de affärer som görs av de övriga medlemmarna. En utförligare beskrivning av förhållandena vid EOE ges i avsnitt 2.8.6.1.

I Sverige sker hos både OM och SOFE anslutningen till marknadsplatsen och clearingen i tre olika former.

Mäklaren, vilken skall vara fondkommissionär, har tillgång till marknadsplatsen och kan där handla både för allmänhetens och för egen räkning.

Market makern har också tillgång till marknadsplatsen men får endast handla för egen räkning. Han åtar sig att ställa köp- och säljkurser i vissa optionsklasser.

Clearingmedlemmen avslutar transaktionerna gentemot clearingen.

En medlem kan uppträda i alla dessa tre skepnader. Hos SOFE kan även en annan typ av mäklare (broker) ansluta sig. Denne äger endast rätt att göra affärer för annans räkning och i annans namn.

Som nämnts träder clearingen in i alla affärer som den godkänt. Därigenom klipps banden av mellan den ursprunglige köparen och säljaren. Detta får till följd att clearingens position alltid är neutral, dvs. en innehavd option motsvaras alltid av en exakt likadan utfärdad option och en köpt termin motsvaras av en likadan termin som sålts. Det antal kontrakt som registreras i clearingen kallas den öppna balansen och den ger således en uppfattning om marknadens likviditet.

När clearingen trätt in som part i avtalet registrerar clearingens affären. Genom registrering kan clearingens övervaka sina motparter positioner och räkna ut hur stora säkerheter som måste ställas för varje konto. Såsom förhållandena är både här i landet och internationellt kan clearingens emellertid inte identifiera vem som står bakom de

enskilda kontona och clearingen saknar möjlighet att kontrollera om en kund agerar via flera konton. Det går därför inte i dag att hos clearingen få en säker uppfattning om en kunds totala position.

Att clearingen går in i varje affär motiveras, som tidigare nämnts, också av att de ursprungliga parterna skall ges möjlighet att, sedan affären genomförts, kunna agera helt oberoende av varandra. De skall alltså fritt kunna avyttra sina rättigheter resp. skyldigheter. Således kan den som utfärdat en option när positionen går med förlust ha ett intresse av att snabbt avsluta affären för att slippa ytterligare förluster. Om den som utfärdat optionen gör en förlust så innebär det att den som befinner sig på den andra sidan, innehavaren av optionen, gör en vinst. Den sistnämnde kan då ha en önskan att behålla sin option. Hade dessa ursprungliga parter alltså varit bundna till varandra kunde det ha varit svårt för utfärdaren att komma ur affären. För clearingen är det däremot utan betydelse om den är innehavare eller utfärdare av en option. Skälet härtill är att dess position alltid är neutral och den vare sig vinner eller förlorar på kursuppgångar eller kursfall. Det gäller därför för utfärdaren att på marknadsplatsen hitta någon som är villig att överta den skyldighet utfärdandet innebär. När detta väl skett lägger clearingens inget hinder i vägen och utfärdaren kan då avsluta sin position. Med clearingens som motpart kan de båda ursprungliga parterna förfara som de vill med sina rättigheter resp. skyldigheter oberoende av varandra.

I clearingens uppgifter ligger emellertid inte att fullgöra den skyldighet som en optionsutfärdare har. När en innehavare av en option vill utnyttja den rättighet som optionen avser återskapar clearingens i stället det partsförhållande som man tidigare skurit av. Detta innebär dock inte att man söker upp den ursprunglige utfärdaren av just den option vari lösen begärts. I stället utses den utfärdare som

får stå för sitt åtagande genom ett slumpmässigt val bland alla utfärdare i den aktuella optionsserien. Det slumpmässiga urvalet kan ske på kundnivå eller på mäklarnivå. Om clearingen endast utser vilken mäklare som skall fullgöra optionsåtagandet ankommer det sedan på mäklaren att bestämma vilken kund som slutligen skall stå för sitt åtagande. På den svenska marknaden utses utfärdaren på kundnivå.

För att innehavaren av en option skall kunna vara säker på att han kan utnyttja sina rättigheter enligt optionen har på optionsmarknaden införts ett omfattande säkerhetssystem. Det är clearingen som kontrollerar att säkerhetskraven är uppfyllda.

Detta sker i första hand genom att den som utfärdar en option i princip är skyldig att ställa säkerhet för sitt åtagande. När man i Sverige talar om att ställa säkerhet måste man hålla isär två begrepp, nämligen leveranskapacitet och marginalsäkerhet.

Leveranskapacitet innebär att man när positionen intas måste förfoga över den underliggande varan. Krav på leveranskapacitet uppställs i Sverige när någon utfärdar köpaktieoptioner och när någon köper säljaktieoptioner. Ett sådant krav uppställs också på den som säljer aktier på termin. Den som intar en sådan position måste enligt huvudregeln deponera de underliggande aktierna i särskild depå (en utförligare beskrivning av leveranskapacitetskravet finns i avsnitt 6.3.3.12). Krav på leveranskapacitet förekommer inte utomlands såvitt är känt för utredningen.

Marginalsäkerhetskravet innebär i princip att utfärdaren av en option måste ställa säkerhet som täcker optionens realvärde och tidvärde samt även prisrörligheten i den underliggande egendomen. Storleken på marginalsäkerheten kan förändras under löptiden. Det sker därför en daglig beräkning av en placerares åtagande varefter säkerhets-

beloppet kan höjas eller sänkas vilket leder till att ytterligare säkerheter måste ställas eller säkerheter kan frisläppas.

Mäklaren ansvarar enligt huvudregeln gentemot clearingens för att erforderliga säkerheter ställts. Det gäller sedan för mäklaren att se till att kunden i sin tur gentemot mäklaren ställer säkerhet i den utsträckning som clearingens angivit.

I sista hand är det clearingens som garanterar att optionsinnehavaren kan utnyttja optionen.

Detta system tillämpas både i Sverige och utomlands. I utlandet t.ex. vid OCC i USA finns emellertid dessutom en clearingfond inrättad. För det fall mäklaren inte kan fullgöra sina egna eller kundernas åtaganden träder clearingfonden in. Clearingfondens kapital tillskjuts av clearingmedlemmarna.

Som framgått av denna redogörelse upprätthåller clearingens en central och mycket viktig roll i en options- och terminsmarknad. Från det att en affär blivit registrerad hos clearingens ansvarar clearingens för att aktörerna kan utnyttja sina rättigheter enligt options- eller terminsavtalet. I och med registreringen av alla affärer har clearingens också kontroll över riskexponeringen och säkerhetsbehovet för varje kundkonto.

Utomlands är optionsbörserna i organisatoriskt hänseende i de flesta fall fristående i förhållande till de traditionella fondbörserna där man handlar med aktier och andra värdepapper. Detta gäller även för de svenska börserna OM och SOFE. Det finns dock exempel på börser där man kan handla med både optioner och aktier. Exempel härpå är American Stock Exchange (AMEX) och New York Stock Exchange (NYSE) och London Stock Exchange.

2.4 Standardiserade optioner

2.4.1 Allmänt

Generellt gäller att standardiseringen avser den underliggande varan och mängden därav, lösenpriset, dvs. det pris man skall betala för den underliggande varan, löptiden, dvs. den tid avtalet skall gälla samt huruvida det är frågan om en köp- eller säljoption.

En standardiserad option kan utfärdas av vem som helst. Avser optionen aktier behöver det bolag som gett ut de underliggande aktierna inte tillfrågas. Inte heller behöver det lånegivande institutet tillfrågas om man vill utfärda en option avseende något räntebärande papper. Det finns därmed inget som begränsar det antal optioner som utfärdas. Teoretiskt kan man tänka sig att det utfärdas optioner som t.ex. avser fler aktier i ett bolag än vad bolaget givit ut.

En option kan vara av amerikansk eller europeisk typ. Den amerikanska ger innehavaren rätt att när som helst under avtalstiden påkalla sin rättighet. En europeisk option däremot kan bara utnyttjas för lösen vid avtalstidens slut. På den svenska marknaden förekommer båda dessa options-typer.

Av de optioner vilka i Sverige är föremål för organiserad handel är aktieoptionerna av amerikansk typ medan ränteoptionerna och indexoptionerna är av europeisk typ.

2.4.2 Köp- och säljoptioner

Som tidigare framgått kan en option antingen vara en köpoption eller en säljoption. Skillnaden mellan dessa kan beskrivas på följande sätt.

1. Den som utfärdar en köpoption förbinder sig att på anfordran sälja den underliggande varan till lösenpriset.
2. Den som innehar en köpoption äger rätt men är inte skyldig att köpa den underliggande varan till lösenpriset.
3. Den som utfärdar en säljoption förbinder sig att på anfordran köpa den underliggande varan till lösenpriset.
4. Den som innehar en säljoption äger rätt men är inte skyldig att sälja den underliggande varan till lösenpriset.

2.4.3 Upptagande av optioner för handel

När man vid en optionsbörs påbörjar handel med en option av visst slag fastställs minst två lösenpriser för optionen, varvid ett lösenpris sätts under och ett över det då gällande marknadspriset för den underliggande varan. Om vi antar att den underliggande varan utgörs av aktier och att aktiekursen den dag optionen upptas för handel är 300 kr. så bestäms lösenpriset för den ena optionsserien till t.ex. 280 kr. och för den andra till t.ex. 310 kr. Lösenpriserna väljs ur ett antal i förväg fastställda priser. Dessa lösenpriser är bestämda efter vad som bedömts vara ett lagom stort intervall mellan varje lösenpris.

Detta innebär att det för handel upptas en köpoption och en säljoption med lösenpriset 280 kr. och en köpoption och en säljoption med lösenpriset 310 kr. Samtidigt fastställs hur lång tid optionsavtalet skall gälla och hur många aktier som varje optionskontrakt avser. I och med att optionsbörsen angivit villkoren erbjuds marknaden att utfärda eller köpa optioner med angivet innehåll.

Den köpoption som innebär att innehavaren äger rätt att köpa aktier för 280 kr./st. trots att marknadsvärdet är 300 kr./st. sägs vara en plusoption (in the money) medan

den köpoption vars lösenpris är 310 kr. är en minusooption (out of the money).

På motsvarande sätt är den säljoption som innebär en rätt för innehavaren att sälja aktier för 310 kr., oaktat marknadspriset är 300 kr., en plusoption och den säljoption vars lösenpris är 280 kr. är en minusooption.

Om marknadspriset på aktierna under optionens löptid stiger eller sjunker så att det kommer att överensstämma med lösenpriset sägs optionen vara en parioption.

2.4.4 Optionsslag, optionsklass och optionsserie

Köp och säljoptioner är optionsslag. Med optionsklass avses optioner som avser samma aktie, index, obligation osv. En optionsserie är optioner i samma slag och klass och med samma lösenpris och slutmånad.

2.4.5 Premien

Den som vill förvärva en option måste betala en summa pengar. Denna summa som utgör priset på optionen kallas premien. Premiens storlek är det enda villkor som är föremål för förhandlingar mellan parterna. Premien är alltså det pris en köpare är villig att betala för att erhålla den rättighet som optionen innebär eller annorlunda uttryckt det pris för vilket en optionsutfärdare är villig att ikläda sig den skyldighet som optionen medför för honom.

Premiens storlek är beroende av optionens realvärde och dess tidsvärde. Plusoptioner har både realvärde och tidsvärde medan minus- och parioptioner bara har ett tidsvärde.

Realvärdet för en köpoption utgörs av skillnaden mellan marknadsvärdet på den underliggande varan och lösenpriset.

Realvärdet för en säljoption utgörs av skillnaden mellan lösenpriset och marknadsvärdet på den underliggande varan.

Tidsvärdet utgörs av skillnaden mellan premien och realvärdet. Det kan sägas vara det förväntningsvärde som marknaden har på optionen. Tidsvärdet påverkas av prISRörligheten i den underliggande varan, optionens återstående löptid, den riskfria räntan samt eventuell utdelning på den underliggande egendomen under löptiden.

Om prISRörligheten på den underliggande varan är stor finns för optionsinnehavaren möjligheter till vinst då sannolikheten för att optionen får ett positivt realvärde någon gång under löptiden ökar. Denna vinstmöjlighet leder till en högre premie. Är däremot prISRörligheten liten kan han å andra sidan inte förvänta sig några särskilda vinstmöjligheter vilket leder till en lägre premie.

Optioner med kort återstående löptid har lägre tidsvärde än motsvarande optioner med längre löptid. Anledningen härtill är att en längre löptid innebär större sannolikhet för att realvärdet ökar någon gång under löptiden.

Den riskfria räntan påverkar tidsvärdet genom att ett förvärv av en option kan ses som ett alternativ till att placera pengar på något annat sätt. Att förvärva en köpoption är ett alternativ till att placera pengar direkt i den underliggande varan. Genom optionsköpet skjuts investeringen upp och pengar frigörs för att placeras på alternativa sätt. Ju högre avkastning man kan få på den alternativa placeringen desto större alternativ intäkt för optionsinnehavaren. Om räntan på en riskfri placering ökar så stiger premiens tidsvärde.

Premiens tidsvärde avseende en säljoption stiger enligt motsvarande resonemang vid fallande ränta.

Om det t.ex. för aktieoptioner förekommer utdelning på de underliggande aktierna under optionens löptid så leder det till en lägre premie på köpoptioner och en högre premie på säljoptioner eftersom marknadsvärdet på aktierna brukar sjunka strax efter utdelningstillfället. Utdelningen tillfaller den som innehar aktierna inte aktieoptionsinnehavaren.

2.4.6 Handlingsalternativen

Innehavaren av en option kan avveckla sin optionsaffär genom kvittning, lösen, stängning eller förfall. Utfärdaren kan för sin del kvitta sig ur sin position eller invänta förfall.

Kvittning är den vanligaste metoden. För innehavarens del innebär kvittning att han återförsäljer optionen till den kurs som för tillfället råder på marknaden. För utfärdaren innebär kvittning att han återköper optionen till den kurs som för tillfället råder på marknaden.

Lösen innebär att innehavaren utnyttjar sin rätt enligt optionsavtalet och förvärvar eller säljer den underliggande egendomen till lösenpriset. För optionsutfärdaren innebär lösen att han blir skyldig att leverera eller köpa den underliggande egendomen till lösenpriset.

Stängning är en kontantavräkning som sker på slutdagen och som innebär att optionsinnehavaren tillgodogör sig optionens realvärde utan att leverans av den underliggande egendomen sker.

Förfall innebär att optionen inte utnyttjas. Optionsinnehavaren har därmed förlorat den premie han betalt för optionen. Optionsutfärdaren behåller den premie han fått.

2.4.7 Utfallet av en optionsaffär

Den som utfärdar en köpoption förväntar sig i regel en oförändrad eller något sjunkande prisutveckling för den underliggande varan.

Skälen till utfärdandet kan vara att öka avkastningen eller att försäkra sig mot ett mindre kursfall eller att fixera en acceptabel säljkurs. I det följande beskrivs närmare vad som händer i olika situationer.

Om värdet på den underliggande varan stiger något kommer optionsinnehavaren att utnyttja sin rättighet och utfärdaren tvingas att sälja egendomen till lösenpriset. Detta innebär en utebliven vinst men den kompenseras helt eller delvis av den erhållna premien.

Optionen innebär t.ex. att utfärdaren utfäster sig att sälja 100 st. aktier i ett bolag för 300 kr./st. För denna utfästelse erhåller utfärdaren en premie på 1000 kr. Stiger aktiekursen till 305 kr. kommer optionen att utnyttjas och utfärdaren tvingas att sälja aktierna till lösenpriset. Den utblivna vinst som uppstår för utfärdaren kompenseras av erhållen premie.

Stiger aktiekursen till 310 kr. kommer affären för båda parter att ha gått jämnt upp (break even). Kommer aktiekursen att överstiga 310 kr. gör optionsinnehavaren en vinst. Optionsutfärdaren har så att säga av sagt sig alla kursvinster över 310 kr.

Sjunker aktiekursen under 300 kr. får utfärdaren behålla aktierna.

Genom att han erhållit en premie på 10 kr. per aktie har han genom optionen försäkrat sig mot kursfall ned till 290 kr.

Utfallet för en utfärdad köpoption kan illustreras grafiskt.

Risken exponeringen är dock beroende av om utfärdaren innehar den underliggande varan (täcktt option) eller ej. Utfärdar man en option utan att inneha den underliggande varan kallas det att utfärda en naken option. Fig. 2 i bilaga 5 illustrerar utfallet av en "naken" köpoption.

I ett sådant fall måste utfärdaren skaffa sig den underliggande egendomen på öppna marknaden vid den tidpunkt då lösen begärs och förlusten kan då teoretiskt bli oändligt stor.

Innehar man i stället den underliggande egendomen när man utfärdar köpoptioner så slipper man att skaffa den på öppna marknaden när lösen begärs. Lösenförfarandet innebär i sådant fall endast att optionsutfärdaren går miste om värdestegringen. Den maximala förlusten uppkommer i en fallande marknad men begränsas av att den underliggande egendomens värde inte kan sjunka mer än till 0 kr.

Den som köper en köpoption förväntar sig i regel en kursuppgång på den underliggande varan. Skälet till att man förvärvar en köpoption kan vara att man vill utnyttja den s.k. hävstångseffekten. Därmed förstås det förhållandet att man kan få högre avkastning på satsat kapital genom optionen än genom att köpa den underliggande varan. Genom att förvärva en köpoption kan man tillgodogöra sig värdeförändringar för 100 st. aktier i ett bolag. Det satsade kapitalet utgörs av erlagd premie. Låt säga att den uppgår till 1000 kr. och att lösenpriset enligt optionen är 300 kr./aktie och att aktiekursen är 290 kr. Om aktiekursen går upp till 310 kr. kommer premien att stiga till minst 2000 kr. På det sättet har man fördubblat det insatta kapitalet. Skulle han i stället ha förvärvat 100 st. aktier för totalt 29 000 kr. och dessa sedan på ett år steg i

värde till 31 000 kr. så skulle avkastningen på insatt kapital bara bli ca sju procent.

Om man köpt aktierna och dessa sjunker i värde riskerar man att förlora avsevärt mycket mer pengar än om man köpt en köption. Den premie man betalt för optionen kan i ett sådant fall ses som en försäkringspremie som man betalar för att slippa ta den risk som ett köp av aktierna skulle innebära.

När man förvärvar en köption är risken således alltid känd. Förlusten kan aldrig bli större än erlagd premie.

Utfallet av en innehavd köption framgår av fig. 1 i bilaga 5.

Den som utfärdar en säljoption förväntar sig i regel ett stillastående eller ett stigande pris på den underliggande varan. Skälet till att man utfärdar en säljoption är att man vill öka sin avkastning.

Genom att utfärda en säljaktieoption förbinder sig utfärdaren att köpa 100 st. aktier i ett bolag till lösenpriset. Låt oss anta att lösenpriset är 300 kr./aktie och att premien är 1000 kr. Om aktiekursen under optionens löptid kommer att ligga över lösenpriset kommer optionen inte att utnyttjas och utfärdaren tjänar premien.

Faller aktiekursen under lösenpriset kommer utfärdaren att tvingas köpa aktierna för 300 kr./st. även om aktierna skulle bli värdelösa. Den maximala förlusten är alltså begränsad till lösenpriset minskat med erhållen premie. Utfallet av en utfärdad säljoption framgår av fig. 4 i bilaga 5.

Den som förvärvar en säljoption förväntar sig i regel att priset på den underliggande varan skall sjunka. Skälet

till förvärvet kan vara att han vill försäkra sig mot prisfall i den underliggande varan.

Om priset på den underliggande varan stiger ovanför lösenpriset kommer optionen inte att utnyttjas och innehavaren förlorar den erlagda premien. Sjunker priset i stället under lösenpriset kan innehavaren utnyttja optionen.

Utfallet av en innehavd säljoption framgår av fig. 3 i bilaga 5.

2.4.8 Aktieoptioner

Handeln med aktieoptioner har i USA expanderat kraftigt. Den bedrivs där på fyra optionsbörser och avser aktier i ca 400 bolag. Den mest omfattande handeln förekommer vid Chicago Board Options Exchange (CBOE). Under 1986 omsattes över 64 milj. aktieoptionskontrakt vid CBOE. När handeln startade 1973 noterades endast köpoptioner. Det dröjde till år 1977 innan säljoptionerna introducerades. Aktieoptionerna i USA är av amerikansk typ. Lösen kan alltså begäras när som helst under löptiden.

I Europa förekommer en omfattande handel med aktieoptioner vid European Options Exchange (EOE) i Amsterdam. Under 1985 omsattes där nästan 6 milj. aktieoptionskontrakt.

På den svenska marknaden introducerades köpoptionerna i juni 1985 och säljoptionerna i juni 1987. Aktieoptionerna är av amerikansk typ. Under 1986 omsattes det hos OM ca 2 milj. och under 1987 ca 2,2 milj. aktieoptionskontrakt. Aktieoptionerna avser aktier i ca tio aktiebolag. Sedan augusti 1987 bedrivs handel med aktieoptioner även vid SOFE. Omsättningen var under 1987 blygsam. OM:s och SOFE:s regler om aktieoptioner redovisas i avsnitten 3.2.1.2 och 3.2.2.2.

2.4.9 Indexoptioner

Utländska indexoptioner är oftast baserade på något aktieindex. Vid CBOE omsattes under 1986 nästan 115 milj. aktieindexoptionskontrakt. Motsvarande siffra för London International Financial Futures Exchange (LIFFE) i London var knappt 3 milj. kontrakt.

I Sverige startade OM handel med aktieindexoptioner i december 1986. Under 1987 omsattes ca 6,7 milj. kontrakt. SOFE startade handel med aktieindexoptioner i mars 1987. Under det året uppgick omsättningen vad gäller indexoptionerna till 1,9 milj. kontrakt.

Till skillnad mot vad som gäller för indexoptioner utomlands har man i Sverige konstruerat en underliggande tillgång för indexoptionerna. Den underliggande tillgången utgörs av andelar i någon aktiefond. Hittills har dock ingen optionsinnehavare begärt lösen och någon leverans av aktiefondsandelar har alltså inte förekommit. OM:s och SOFE:s regelsystem avseende indexoptioner redovisas i avsnitten 3.2.1.2 och 3.2.2.2.

Bakgrunden till att man i Sverige använder sig av aktiefondsandelar som underliggande vara för indexoptionerna torde vara att det i bankrörelselagen och i fondkommissionslagen inte finns någon bestämmelse som anger att banker och fondkommissionsbolag får bedriva handel med ett aktieindex medan däremot handel med andelar i aktiefonder är tillåten.

Det förekommer att man utomlands använder sig av andra typer av index än aktieindex. Vid American Stock Exchange (AMEX) handlar man med optioner baserade på bl.a. ett oljeprisindex.

2.4.10 Ränteoptioner

Den underliggande varan för ränteoptioner avser obligationer eller andra räntebärande papper. Det förekommer t.ex. en omfattande handel med optioner där den underliggande varan utgörs av amerikanska statsobligationer s.k. Treasury Bond options. Vid the Chicago Board of Trade (CBOT) omsattes under 1986 över 17 milj. sådana kontrakt. Motsvarande siffra för LIFFE var knappt 52 000 kontrakt.

I Sverige introducerades ränteoptioner av OM på svenska statens riksobligationer i mars 1986. Det nominella beloppet på en kontraktsoption är en milj. kr. Under 1986 uppgick omsättningen till ca 376 000 kontrakt och 1987 ökade omsättningen till ca 763 000 kontrakt. OM:s regler om ränteoptioner redovisas i avsnitt 3.2.1.2.

2.4.11 Valutaoptioner

Valutamarknaden skiljer sig från andra marknader genom att många centralbanker strävar efter att stabilisera kursrörelserna genom påverkan av utbud och efterfrågan. På valutamarknaden förekommer liksom på kapitalmarknaden i övrigt avista-, termins- och optionsaffärer. Med en avistaaffär avseende valuta avses ett avtal mellan två parter om köp eller försäljning av en valuta mot betalning i en annan valuta för leverans senast andra bankdagen efter det att affären gjordes upp. En valutaterminsaffär är en motsvarande valutaaffär med leverans vid en senare tidpunkt än vad som nu sagts. En valutaoptionsaffär skiljer sig från en motsvarande terminsaffär endast genom att innehavaren av optionen har rätten men ej skyldigheten att fullfölja affären.

Affärsbank, sparbank och postverket äger rätt att efter tillstånd av riksbanken, för egen eller riksbankens räkning, driva handel med utländska betalningsmedel och utländska fordringar. Den som fått sådant tillstånd kallas för valuta-

bank. I valutatillståndet regleras valutabankernas utlandsrörelse. Föreskrifterna i valutatillståndet syftar till att begränsa valutabankernas kurs-, ränte- och likviditetsrisk samt att begränsa deras möjligheter att genom kraftiga ändringar i sina valutapositioner påverka valutamarknaden eller valutareserven på ett störande sätt.

Valutabankerna får köpa och sälja valutaoptioner från/till svenska företag i alla de fall då bankerna får göra en terminsaffär med motparten. De får även köpa och sälja valutaoptioner från/till andra svenska och utländska banker eller utländska optionsbörser. Standardiserade valutaoptioner förekommer endast på utländska optionsbörser. I övrigt är valutaoptionerna individuellt utformade. På samma sätt som för valutabankernas avista- och terminspositioner sätter valutahandelstillstånden en gräns för deras positioner i fråga om valutaoptioner.

För att ett svenskt företag skall kunna göra en valutaoptionsaffär utan tillstånd krävs att den avser kurssäkring av en förutsedd betalning till eller från utlandet.

Behov av valutaoptioner uppstår t.ex. när ett exportföretag lämnar en bindande offert på varuleverans till ett givet pris i utländsk valuta. I och med att offerten ges löper företaget en valutarisk eftersom offerten har baserats på en viss valutakurs. Risken finns att kursen kan falla och passera den gräns där affärens lönsamhet kan komma i fara.

För att gardera sig mot den uppkomna risken kan företaget förvärva en säljoption som innebär att företaget får sälja den utländska valutan till den kurs man kalkylerade med i offerten. Om företaget inte erhåller ordern kan företaget sälja optionen. Har valutakursen på den utländska valutan stigit under tiden innebär det att optionens värde sjunkit och företaget har på det sättet tagit en kursrisk

under optionsperioden, dock inskränkt till den betalda premien.

Världens enda renodlade börs för standardiserade valutaoptioner och valutafutures finns sedan 1982 i Philadelphia. Den heter Philadelphia Stock Exchange (PHLX). Där handlas det med optioner på engelska pund, kanadensiska dollar, västtyska D-mark, schweiziska franc, japanska yen och franska franc. Det totala antalet omsatta optionskontrakt under 1986 uppgick till knappt 7,9 milj. Handel med standardiserade valutaoptioner sker dock även vid andra optionsbörser. Det totala antalet omsatta optionskontrakt under 1986 uppgick vid CBOE till ca 458 000 kontrakt och vid LIFFE till ca 151 000 kontrakt. Vid EOE uppgick antalet omsatta valutaoptionskontrakt år 1985 till ca 510 000. kontrakt.

2.5 Standardiserade terminer

2.5.1 Allmänt

Ett terminskontrakt är liksom ett optionskontrakt ett avtal i vilket parterna överenskommer om överlåtelse av en viss vara vid en bestämd tidpunkt i framtiden och till ett pris som bestäms vid avtalets ingående. Ett terminskontrakt innefattar i princip en skyldighet för både köpare och säljare att fullgöra sina åtaganden enligt avtalet vid den överenskomna tidpunkten. Huvudregeln är alltså att köparen är skyldig att förvärva varan vid i kontraktet angiven tidpunkt och till angivet pris medan säljaren på motsvarande sätt är skyldig att leverera varan. En terminsaffär skiljer sig därmed från en optionsaffär genom att innehavaren av en option har rätt men inte skyldighet att begära att avtalet fullföljs. Han har med andra ord en valfrihet. Kräver optionsinnehavaren lösen är dock optionsutfärdaren skyldig att fullfölja avtalet. En ytterligare skillnad är att ett terminskontrakt inte ger upphov till någon penningtransaktion mellan parterna när avtalet ingås medan den som förvärvar en option då måste erlägga premien.

Ett terminskontrakt måste i likhet med vad som gäller för ett optionsavtal alltid avse en viss vara, ett värdepapper, ett index eller något liknande. Liksom optioner sägs terminskontrakt vara ett derivat av en underliggande vara.

Terminsavtal har begagnats under lång tid inom råvarumarknaden. Terminsavtalets villkor kan vara standardiserade eller individuellt utformade. Standardiserade terminskontrakt har tillkommit för att få till stånd en likvid marknad beträffande dessa.

De moderna standardiserade terminskontrakten har liksom de moderna standardiserade optionerna sitt ursprung i den finansiella marknaden och den underliggande varan utgörs av aktier, olika typer av index, obligationer eller andra räntebärande papper samt valutor.

Standardiseringen avser kontraktsskyltet och dess kvantitet samt kontraktets förfallodag. Det parterna förhandlar om är priset på kontraktsskyltet.

2.5.2 Terminspriset

Priset på ett terminskontrakt bestäms av utbud och efterfrågan. I regel ligger det något högre än avistapriset på den underliggande varan. Att köpa en vara på termin innebär ett alternativ till att köpa den underliggande varan i dag. I jämförelse med avistaköparen behöver terminsköparen inte lägga ut några pengar omedelbart. Betalning sker först då terminskontraktet fullföljs. Under tiden fram till dess är kapitalet tillgängligt för andra investeringar. Skillnaden mellan de båda investeringsalternativen är således skillnaden i den avkastning som kan erhållas från avistaköpet och den avkastning som kan erhållas från en alternativ placering. Normalt ger sistnämnda investering en högre direkt avkastning. Den riskfria räntan brukar därvid användas som norm på den alternativa placeringen. Följden härav

blir att terminspriset normalt fastställs utifrån avistapriset på den underliggande varan med tillägg av en räntefaktor.

2.5.3 **Forwards och futures**

Terminskontrakten kan uppdelas i två typer av kontrakt, nämligen forwards och futures. Ett forwardkontrakt kan vara både standardiserat och individuellt utformat medan ett futurekontrakt alltid är standardiserat. Ett futurekontrakt omsätts alltid på därför särskilt avsedda börser medan handeln med forwards även kan vara organiserad på annat sätt. Den viktigaste skillnaden mellan forward- och futurekontrakt är att det beträffande sistnämnda kontraktstyp sker en daglig avräkning av vinster och förluster. Detta innebär att det efter varje affärsdags slut görs en beräkning av uppkomna vinster eller förluster utifrån hur kursen på futurekontraktet förändrats från en dag till nästa. Därmed kan vinster disponeras omedelbart och förluster realiseras löpande.

En annan skillnad mellan dessa kontraktstyper är att ett futurekontrakt kan avslutas före löptidens slut medan ett forwardkontrakt alltid regleras på slutdagen.

2.5.4 **Handlingsalternativen**

Ett forwardkontrakt kan som tidigare nämnts endast slutregleras på slutdagen. Slutregleringen kan ske genom lösen eller stängning (kontantavräkning). Den som sålt eller köpt ett forwardkontrakt kan inte avveckla sin position under kontraktets löptid genom s.k. kvittning (angående innebörden av begreppen lösen, stängning och kvittning, se avsnitt 2.4.6). Samma resultat kan dock uppnås genom s.k. netting. Netting innebär att den som tidigare köpt ett forwardkontrakt säljer ett forwardkontrakt i samma serie som det köpta till rådande marknadspris eller att den som

tidigare sålt ett forwardkontrakt köper ett kontrakt i samma serie till rådande marknadspris. På detta sätt kan man genom netting försäkra sig om en vid en viss tidpunkt uppkommen vinst eller begränsa en förlust.

Ett futurekontrakt kan avvecklas på slutdagen genom lösen eller kontantavräkning och under löptiden genom kvittning.

2.5.5 Utfallet av en terminsaffär

Den som köper något på termin förväntar sig att värdet på det köpta skall stiga. Genom terminsavtalet kan köparen försäkra sig mot prisstegringar.

Om man t.ex. köper aktier på termin till kursen 100 kr. och kursen för aktien på kontraktets slutdag är 110 kr. så innebär det en vinst på 10 kr./aktie. Om aktiekursen sjunker till 90 kr. gör man i stället en förlust på 10 kr./aktie. Utfallet vid köp på termin kan i ytterlighetsfallen teoretiskt bli antingen en oändligt stor vinst eller en förlust som endast begränsas av att värdet på den underliggande varan inte kan bli lägre än 0 kr. Utfallet illustreras grafiskt i fig. 1 i bilaga 6.

Den som säljer något på termin förväntar sig att värdet på det sålda skall sjunka. Genom terminsavtalet kan säljaren försäkra sig mot sjunkande priser. Ett annat skäl kan vara att han inte är i behov av pengar förrän vid ett senare tillfälle.

Riskexponeringen vid en försäljning på termin är beroende av om säljaren förfogar över den sålda egendomen redan vid avtalets ingående eller om han måste anskaffa egendomen när avtalet skall fullföljas. Säljer man något på termin som man inte förfogar över kan en blankningssituation uppkomma. Säljaren måste i det fallet senast då avtalet skall fullföljas anskaffa den underliggande varan på den öppna

marknaden till då rådande priser och förlusten kan teoretiskt bli oändligt stor. Innehar säljaren däremot den sålda egendomen vid avtalets ingående bör en prisstegring ses som en utebliven vinst. Vid sjunkande priser uppkommer i blankningsituationen en vinst vars storlek begränsas av att den sålda egendomens värde inte kan bli lägre än 0 kr. Innehade man egendomen när avtalet ingicks är vinsten beroende av anskaffningskostnaden. Utfallet illustreras grafiskt i fig. 2 i bilaga 6.

2.5.6 Aktieterminer

Såvitt bekant finns det inte någonstans marknadsplatser där handel med aktieforwards eller aktiefutures förekommer. I Sverige upprätthöll dock Handelsbanken under en del av 1987 en handel med standardiserade aktieforwards, se vidare härom i avsnitt 3.2.6.

2.5.7 Indexterminer

2.5.7.1 Indexfutures

Liksom vad gäller för utländska indexoptioner är det utländska indexfuturekontraktet oftast baserat på ett aktieindex. De största börserna för handel med indexfutures finns i USA. Vid Chicago Mercantile Exchange (CME) var omsättningen under 1986 för det mest likvida aktieindexkontraktet ca 19,5 milj. kontrakt. Vid London International Financial Futures Exchange (LIFFE) var omsättningen under samma år för deras aktieindexfuturekontrakt över 121 000 kontrakt.

Under våren 1987 introducerade SOFE ett indexfuturekontrakt baserat på aktieindexet SX 16. Den underliggande varan utgjordes av andelar i en aktiefond. Handeln blev mycket blygsam. I anledning härav upphörde SOFE med denna produkt.

2.5.7.2 Indexforwards

Internationellt förekommer såvitt är känt inte någon handel med indexforwards. I Sverige introducerade OM under april månad 1987 standardiserade indexforwards baserade på aktieindexet OMX. Den underliggande varan utgörs av andelar i en aktiefond. Omsättningen uppgick under 1987 till ca 159 000 kontrakt.

Under senhösten 1987 introducerade SOFE i stället för det i föregående avsnitt nämnda indexfuturekontraktet ett indexforwardkontrakt baserat på SX 16. Omsättningen uppgick under 1987 totalt för dessa instrument till 10 000 kontrakt. Hur denna handel går till beskrivs i avsnitt 3.2.2.2.

2.5.8 Ränteterminer

2.5.8.1 Räntefutures

På den internationella futuresmarknaden utgör räntefutures de mest omsatta kontrakten. I USA är räntefutures baserade på ett flertal olika räntebärande instrument. De största kontrakten är skrivna i amerikanska statsskuldväxlar (T-bills) och statsobligationer (T-bonds). Andra underliggande värden kan utgöras av certifikat på inteckningslån och bankcertifikat. Vid Chicago Board of Trade (CBOT) omsattes under 1986 över 57 milj. räntefutureskontrakt. För LIFFES:s del var motsvarande siffra över 6 milj. kontrakt.

I Sverige finns för närvarande ingen organiserad handel med räntefutures.

2.5.8.2 Ränteforwards

Ett exempel på en ränteforwardmarknad är den i Sverige förekommande handeln med statsskuldväxlar och obligationer på termin. Handeln upprätthålls av banker och fondkommis-

sionsbolag. Hur denna handel går till beskrivs i avsnitt 3.2.5.2.

Terminshandel förekommer också med premieobligationer och den upprätthålls av några banker och fondkommissionsbolag.

I februari 1988 startade OM en handel med ränteforwardkontrakt avseende riksobligationer. Hur den handeln går till beskrivs i avsnitt 3.2.1.

2.5.9 Valutaterminer

2.5.9.1 Valutafutures

Handeln med valutafutures är internationellt av betydligt mindre omfattning än handeln med standardiserade valutaoptioner. Valutafutures saluförs vid LIFFE (under 1986 ca 72 000 kontrakt), vid MidAmerica Commodity Exchange (under 1986 ca 247 000 kontrakt), vid Singapore International Monetary Exchange (under 1986 ca 800 000 kontrakt) samt sedan augusti 1986 vid Philadelphia Stock Exchange (från starten till 1986 års utgång ca 17 000 kontrakt).

I Sverige finns ingen organiserad valutafuturesmarknad.

2.5.9.2 Valutaforwards

I Sverige bedrivs handel med valutaforwards i enlighet med vad som gäller för valutaoptioner, se avsnitt 2.4.11.

2.5.10 Standardiserade optioner på finansiella futures

Optioner på futures är optioner vars underliggande vara utgörs av ett futurekontrakt. Handel med standardiserade sådana optioner förekommer såvitt är känt bara i USA vid börserna CBOT och CME samt i England vid LIFFE. Det under-

liggande kontraktet utgörs av olika slag av ränte-, aktie- index- resp. valutfutureskontrakt.

2.6 Optionsmarknadens aktörer

2.6.1 Inledning

Inom options- och terminshandeln finns förutom marknadsplats och clearing tre olika aktörer nämligen kunden, mäklaren och market makern. Kunden är den slutlige köparen (innehavaren) eller säljaren (utfärdaren) av en option eller ett terminskontrakt. Mäklaren förmedlar kundens order till marknaden. Market makerns uppgift består i att underlätta omsättningen i handeln.

2.6.2 Kunden

Inom options- och terminshandeln finns en rad olika typer av kunder alltifrån privatpersoner som utfärdat eller förvärvat en enstaka option eller termin till professionella placerare med ett mycket stort engagemang i handeln.

Marknadsplatsen kan sätta upp regler för vem som har tillträde dit. I Sverige är handeln organiserad så att det endast är mäklare och market makers som har direkt tillgång till marknadsplatsen. Eftersom market makers endast handlar i egen räkning har kunden att anlita en mäklare för att genom denne kunna delta i handeln. Kunden ansluter sig till marknaden genom att hos mäklaren öppna ett särskilt konto och att i samband därmed godkänna de regler som marknadsplatsen satt upp för handeln.

2.6.3 Mäklaren

Mäklaren upprätthåller i första hand funktionen som förmedlare av kundens order till marknadsplatsen. Mäklaren ansvarar därvid gentemot kunden för att dennes intressen

tillvaratas på marknadsplatsen men även gentemot clearing-funktionen för att kunden uppfyller sina åtaganden.

Mäklaren fungerar även som rådgivare åt kunden. Denna roll kan dock vara mer eller mindre framträdande beroende på vilket uppdrag mäklaren fått av kunden. En kund kan ha givit mäklaren i uppdrag att på bästa sätt förvalta visst kapital medan en annan kund endast låter mäklaren agera efter uttryckliga order.

I Sverige är det endast fondkommissionärerna som - i handeln med värdepapper - får göra kommissionsaffärer. Optioner och terminer är inte att anse som värdepapper i formell mening eftersom något fysiskt papper inte förekommer i handeln. Både OM och SOFE har emellertid i sina villkor ställt krav på att handel i kommission endast får ske genom fondkommissionär.

En fondkommissionär kan också handla i egen räkning. Vissa fondkommissionärer fungerar även som market maker i enstaka instrument.

Hos SOFE uppträder en särskild typ av mäklare, en s.k. broker, som enbart har till uppgift att fungera som mellanhand för sin uppdragsgivare. En sådan broker får inte göra affärer i egen räkning. Denna funktion upprätthålls av bolag som inte har fondkommissionstillstånd. En något utförligare beskrivning om dessa brokers finns i det avsnitt som beskriver handeln vid SOFE, se avsnitt 3.2.2.1.

Vid OM upprätthåller hos OM anställd personal en sorts brokerfunktion i handeln i det att de mäklar ihop de order som lämnas av de till handeln direkt anslutna kunderna via telefon. Dessa mäklares uppgift är i princip att passivt konstatera om avslut kan göras beträffande dessa telefonorder, dvs. om lämnade köp- och säljbud motsvarar varandra.

En närmare beskrivning om OM:s brokerverksamhet finns i det avsnitt som beskriver handeln vid OM, se avsnitt 3.2.1.1.

2.6.4 Market maker

En market maker handlar i det renodlade fallet endast i egen räkning. På den svenska marknaden finns det endast ett fåtal aktörer som uppträder i denna renodlade roll. De flesta market makers är nämligen även mäklare.

Syftet med market maker-organisationen är att få en effektiv prisbildning på marknaden och att skapa garantier för att det alltid finns köp- och säljpriser på de olika instrumenten. För att uppnå detta åtar sig market makern att på anfordran köpa eller sälja de instrument som åtagandet avser. Detta sker genom att han kontinuerligt anger de köp- och säljkurser till vilka han är beredd att göra affärer. På detta sätt garanteras att instrumentet alltid kan bli föremål för omsättning och därmed upprätthålls en marknad i instrumentet.

Ett market maker-system finns inte bara inom options- och terminsmarknaderna utan också t.ex. inom den aktiehandel som bedrivs på OTC-marknaden. Skälet härtill är att antalet utelöpande aktier i ett OTC-bolag är så begränsat och omsättningen så låg att det krävs en market maker för att säkerställa att aktierna kan realiseras till kontanter. Varje OTC-bolag kan ha fler än en market maker och en market maker kan sluta market maker-avtal med mer än ett företag. Som market maker inom OTC-handeln fungerar vanligen en bank eller ett fondkommissionsbolag.

En market maker inom options- och terminsmarknaden inriktar sig främst på att i varje enskild affär ta hem små men riskfria vinster. För att det hela skall löna sig handlar han med stora volymer.

En market maker har i utbyte mot det åtagande han gjort gentemot marknaden betydligt lägre transaktionskostnader än vad kunden har.

Hos OM och SOFE ställs inte några krav på att en market maker skall vara fondkommissionär. De flesta market makers är dock fondkommissionärer men det finns också andra bolag samt även privatpersoner som åtagit sig denna syssla. Såväl OM som SOFE har särskilda prislistor för market maker-transaktioner.

2.6.5 Aktörernas roller i marknaden

2.6.5.1 Inledning

Aktörerna utnyttjar options- och terminsmarknaden för olika syften. De agerar därför på olika sätt i marknaden. Man brukar i detta sammanhang skilja mellan tre olika typer av placerare nämligen arbitragören, försäkraren och risktagaren. Arbitragören kombinerar finansiella instrument på ett sådant sätt att han riskfritt kan få en högre avkastning på sitt kapital än vad som motsvarar den riskfria räntan, dvs. den ränta man kan få på en riskfri placering t.ex. genom att sätta in pengarna på banken. Försäkraren företar olika transaktioner i syfte att minska sin riskexponering. Risktagaren är spekulativ och påtar sig frivilligt risker. I det följande kommer dessa tre aktörers olika roller att redovisas. Avsikten är inte att uttömmande beskriva alla tänkbara strategier som kan läggas upp. Syftet är endast att genom några exempel åskådliggöra hur optionsmarknaden kan utnyttjas. Exempelen avser handeln med optioner men motsvarande verksamheter förekommer även i handeln med terminer.

2.6.5.2 Arbitragören

Arbitragören utnyttjar tillfälliga skevheter i prissättningen. Han handlar därvid ofta med små vinstmarginaler men

i gengäld är handelsvolymen stor. Målet är att få en högre avkastning än vad som motsvarar den riskfria räntan. Verksamheten förutsätter att transaktionskostnaderna är relativt små. Arbitrageverksamhet utförs därför ofta av market makers.

För marknaden i stort innebär arbitragörens agerande att skevheter i prissättningen på olika instrument rättas till och att likviditeten förbättras.

Skevheter i prissättningen på optioner kan uppstå av olika orsaker. De kan t.ex. uppkomma när en options förfallodag närmar sig och många optionsinnehavare vill kvitta sig ur sin position i stället för att genomföra ett lösenförfarande. Premiens storlek kan då komma att sjunka till ett värde som understiger skillnaden mellan marknadsvärdet på den underliggande egendomen och optionens lösenpris. I ett sådant läge kan en arbitragesituation uppstå. Ett exempel kan illustrera detta. I exemplet bortses från transaktionskostnaderna.

Antag att kursen för ett visst bolags aktier är 300 kr. samtidigt som det finns en mängd köpoptioner avseende samma aktier med ett lösenpris på 270 kr. i marknaden. När slutdagen för dessa optioner närmar sig sjunker premien för dessa till 20 kr. I en balanserad marknad borde premien vara lika stor som skillnaden mellan aktiekursen och lösenpriset, alltså 30 kr. Som tidigare nämnts innehåller varje optionskontrakt 100 aktier och premien för varje sådant kontrakt blir alltså i vårt exempel 2000 kr. Arbitragören agerar nu enligt följande.

Han förvärvar en köpoption för en premie på	- 2 000
--	---------

Han utnyttjar optionen, dvs. han förvärvar de underliggande aktierna till lösenpriset	- <u>27 000</u>
---	-----------------

Hans sammanlagda utlägg blir då	- 29 000
---------------------------------	----------

Han säljer aktierna på börsen till marknadspriset	+ <u>30 000</u>
--	-----------------

Överskott (30 000 ./ 29 000)	+ 1 000
------------------------------	---------

En arbitragesituation kan också uppkomma om t.ex. en köpoption kan utfärdas till ett relativt högt pris samtidigt som den underliggande egendomen förvärvas och en säljoption anskaffas till ett relativt lågt pris.

I följande exempel har inte hänsyn tagits till hur transaktionskostnader och andra kostnader, exempelvis räntekostnader och eventuella utdelningar kan påverka kalkylen.

Antag att en köpoption med förfall i september kan utfärdas till premien 3 000 kr. och med ett lösenpris för den underliggande egendomen som motsvarar marknadspriset 50 000 kr. Antag vidare att en säljoption med samma underliggande egendom, lösenpris och slutmånad kan förvärvas för en premie på 2 500 kr. Om arbitragören samtidigt förvärvar den underliggande egendomen för 50 000 kr., utfärdar en köpoption samt köper en säljoption så uppkommer en riskfri vinst på 500 kr., dvs. skillnaden mellan erhållen och utgiven premie. Transaktionen kallas på engelska för conversion.

Om marknadspriset på den underliggande egendomen på slutdagen överstiger lösenpriset så kommer innehavaren av köpoptionen

att utnyttja denna och arbitragören får finna sig i att sälja egendomen till lösenpriset. Någon direkt förlust gör inte arbitragören eftersom han förvärvat egendomen till samma pris. Säljoptionen kommer att i denna situation förfalla värdelös.

Om marknadspriset i stället understiger lösenpriset kommer arbitragören att utnyttja säljoptionen och sälja den underliggande egendomen till lösenpriset, dvs. samma pris som han själv betalat. Köpoptionen kommer i denna situation att förfalla värdelös.

Arbitragören kan agera även i en situation där förhållandena är de motsatta nämligen då det finns relativt billiga köpoptioner och relativt dyra säljoptioner. Han köper då en köpoption samtidigt som han säljer den underliggande egendomen och utfärdar en säljoption. Förfarandet kallas på engelska reversal. Om exemplet förses med siffror kan det se ut enligt följande.

Arbitragören säljer den underliggande egendomen till marknadspriset 50 000

Han utfärdar en säljoption med lösenpriset 50 000	
för premien	3 000
Han förvärvar en köpoption med lösenpriset 50 000	
för premien	<u>2 000</u>
Överskott (3 000 - 2 000)	1 000

Om den underliggande egendomens marknadsvärde vid lösentillfället understiger 50 000 kr. kommer den utfärdade säljoptionen att utnyttjas, dvs. arbitragören måste köpa den underliggande egendomen för 50 000 kr. Någon förlust i anledning av förvärvet uppkommer inte eftersom han tidigare sålt egendomen till samma pris. Köpoptionen kommer att förfalla värdelös.

Om marknadsvärdet vid lösentillfället i stället överstiger lösenpriset kan arbitragören utnyttja köptionen och återköpa den underliggande egendomen för 50 000 kr. och göra en vinst på förvärvet. Säljoptionen kommer att i denna situation förfalla värdelös.

Som framgår av exemplen saknar det vid conversion och reversal betydelse hur kursen på den underliggande egendomen förändras. Den vinst arbitragören kan hämta hem på grund av prisdifferenserna mellan köp- och säljoptionerna är därför riskfri.

En skev prissättning på optionerna upptäcks i regel samtidigt av flera aktörer. Detta leder till att priserna ganska snart kommer att uppnå balans.

2.6.5.3 Försäkraren

Försäkrare vill av skilda anledningar minska den riskexponering som de är utsatta för. De är därför villiga att betala ett pris för att minska eller eliminera förluster som uppkommer på grund av prISRörelser i redan intagna positioner. Den verksamhet en försäkrare utför kan liknas vid att teckna en försäkring för att eliminera förlusterna om ett skadefall inträffar.

Försäkraren kan vara en market maker som utsatts för en alltför stor riskexponering genom att innehavda och utfärdade optioner i en viss serie inte motsvarar varandra. Det kan också vara en kapitalförvaltare som vill skydda de aktier han har i sin portfölj mot kursfall eller ett företag som i sin verksamhet utsätts för valutarisker.

Olika försäkrarestrategier har utvecklats utifrån teoretiska modeller vilka t.ex. ger besked om hur mycket optionspriset förändras vid en enhets förändring av priset på den underliggande egendomen. Det skulle föra för långt att här beskriva dessa värderingsmetoder. Utan att gå in på dessa

metoder skall ändå ett försök göras att genom något exempel visa hur en försäkrare kan gå till väga.

En förvaltare av en aktieportfölj, som innehåller aktier i några stora börsbolag, förväntar sig en kraftig nedgång på börsen. Han är dock inte så säker på sin sak att han i nuläget vill sälja aktierna. För att skydda sig mot snabbt fallande kurser kan han förvärva ett antal säljoptioner relaterade till ett aktieindex. Optionerna kan vara av typ OM:s eller SOFE:s indexoptioner. För att få en uppfattning om hur många indexoptioner förvaltaren skall köpa bör han begagna sig av någon teoretisk modell. Vid förvärvet av optionerna får förvaltaren betala premien. Om kurserna på aktierna faller så stiger säljoptionerna i värde vilket kompenserar värdeminskningen på aktierna. Hur stor kompensationen blir är beroende av hur väl förändringen i aktievärdet följer optionernas aktieindex. Vid total följsamhet erhålls full kompensation.

Stiger kurserna på aktierna kommer säljoptionerna att under löptiden sjunka i värde och om optionerna behålls till slutdagen förfalla värdelösa. Förvaltaren har då i och för sig förlorat erlagda premier men i gengäld har han haft sin portfölj försäkrad mot en negativ kursutveckling. Dessutom har aktierna ökat i värde.

För den som vill neutralisera sin riskexponering genom olika kombinationer av options- eller terminsaffärer krävs att han ständigt följer med i de prisförändringar som sker på marknaden och att han genom förändringar i sina positioner anpassar sig till den rådande och förväntade marknadsutvecklingen.

2.6.5.4 Risktagaren

Rishtagaren är villig att ta på sig risk. Han handlar utifrån sin förväntan om marknadens utveckling. Eftersom

han är villig att göra affärer som är mer spekulativa är vinstmöjligheterna men även förlustriskerna stora. Det går knappast att peka ut någon speciell kategori av placerare som enbart sysslar med sådan verksamhet. De flesta torde dock endast använda en mindre del av kapitalet för ren spekulatation.

De enklaste risktagningspositionerna är att förvärva eller utfärda köp- eller säljoptioner. Tror man att värdet på den underliggande egendomen skall stiga kan man antingen utfärda säljoptioner eller förvärva köpoptioner. Vid utfärdande av säljoptioner erhåller man premien. Visar det sig att man hade rätt i sitt antagande och värdet på den underliggande egendomen överstiger lösenpriset så kommer säljoptionen att förfalla värdelös och risktagaren har tjänat premien och har kvar den underliggande egendomen. Sjunker värdet under lösenpriset kommer optionen att utnyttjas och risktagaren tvingas förvärva egendomen till en oförmånlig kurs. I värsta fall kan han få betala lösenpriset för en egendom vars värde fallit till noll.

Har risktagaren förvärvat köpoptioner så gör han en vinst då optionen utnyttjas om den underliggande egendomen stiger så mycket i värde att det kompenserar den premie han betalat. Sjunker värdet kommer optionen att förfalla värdelös. Förlusten begränsas då till den erlagda premien.

Om risktagaren är osäker på om värdet på den underliggande egendomen skall gå upp eller ned men han är övertygad om att värdet kommer att ändras åt något håll så kan han köpa en s.k. straddle. Han förvärvar då både en köp- och en säljoption med samma lösenpris och förfallodatum. Lösenpriset bör överensstämma med rådande marknadspris. Antag att lösenpriset är 20 000 kr. och att premien för vardera köp- och säljoptionen är 2 000 kr. För förvärvet av de båda optionerna får han alltså betala 4 000 kr.

Om marknadspriset på den underliggande egendomen vid lösen-tillfället ligger över lösenpriset låt säga vid 30 000 kr. inträffar följande. Risktagaren utnyttjar den innehavda köptionen och kan förvärva egendom för 20 000 kr. som är värd 30 000 kr. Han gör då en vinst på affären. Den innehavda säljoptionen förfaller i denna situation värdelös.

Om marknadspriset i stället sjunkit till 10 000 kr. kan risktagaren utnyttja den innehavda säljoptionen genom att sälja den. Värdet på optionen uppgår till 10 000 kr. Köpoptionen förfaller i denna situation värdelös.

I båda exemplen blir vinsten 6 000 kr., dvs. skillnanden mellan vinsten vid köpet/försäljningen och vad som betalats i premie (10 000 - 4 000).

Om marknadsvärdet inte förändras alls eller om det ändras i endast mindre mån gör risktagaren en förlust som uppgår till högst det belopp han betalt som premie.

Även i en marknad där risktagaren förväntar sig ett stabilt kursläge finns vinster att hämta. Han kan då sälja en straddle, dvs. utfärda både köp- och säljoptioner med samma lösenpris och förfallodatum. Visar det sig att kursen på den underliggande varan ligger i stort sett stilla kommer optionerna att förfalla och risktagaren tjänar premien. Blir utvecklingen däremot sådan att kursen faller eller stiger kraftigt kan avsevärda förluster uppkomma för optionsutfärdaren.

För risktagaren liksom för försäkraren gäller att han är aktiv och förändrar sina positioner i förhållande till hur marknaden utvecklas. Därigenom kan redan uppnådda vinster tillgodogöras samtidigt som en anpassning av positionerna kan ske till den förväntade utvecklingen.

2.7 **Prismanipulationer på derivata instrument**

2.7.1 **Inledning**

I andra länder där en organiserad börshandel med standardiserade optioner och terminer vuxit fram har i regel åtgärder vidtagits för att motverka risken för prismanipulationer. Detta har skett genom införandet av positions- och lösenbegränsningsregler. En positionsbegränsning innebär att det sätts ett tak för hur många optioner eller terminer någon får förfoga över. En sådan regel kan innehålla ett förbud mot att inneha eller utfärda mer än t.ex. 5 000 aktieoptioner avseende en viss aktie. Med lösenbegränsning förstås att ingen får begära leverans avseende fler optioner eller terminer än vad som är särskilt föreskrivet. Sådana begränsningsregler leder också till att ett omfattande kontrollsystem måste organiseras för att reglerna skall få åsyftad effekt.

I detta avsnitt lämnas en kortfattad beskrivning av några metoder som skulle kunna användas för att skapa ett artificiellt pris på derivata instrument. Med ett artificiellt pris avses ett pris som inte på ett normalt sätt motsvaras av tillgång och efterfrågan. Metoderna går ut på att man genom manipulation påverkar priset på den underliggande varan i syfte att skapa ett artificiellt pris på det derivata instrumentet. Risken för manipulationer är särskilt stor då den underliggande egendomen utgörs av en specifik vara som endast finns i en begränsad mängd.

När det gäller finansiella optioner och terminer är risken för manipulationer störst då den underliggande egendomen utgörs av aktier. Detta gäller särskilt i fråga om aktier i ett bolag med få eller en dominerande ägare. Baseras handeln på ett aktieindex i vilket flera likvärdiga aktieslag ingår är risken för manipulationer relativt liten. Insatserna för att kunna påverka indexet genom att göra trans-

aktioner i de i indexet ingående aktierna blir alltför stora och är förenade med betydande risker. Om däremot indexet domineras av en eller ett par aktier kan man inte bortse från möjligheten av prismanipulationer på dessa. Sådana manipulationer skulle omedelbart ge utslag på indexvärdet. Inom ränte- och valutamarknaderna torde det krävas stora kapitalinsatser och vara förenat med avsevärda risker att försöka påverka räntenivåer eller valutakurser. Risken för manipulationer inom dessa marknader bedöms därför vara liten.

2.7.2 Corner

En corner innebär att någon tar kontrollen eller herraväldet över en särskild vara i syfte att påverka varans marknadspris eller priserna på options- eller terminskontrakt relaterade till varan. Manipulation av priserna på en options- eller terminsmarknad genom en corner kan uppkomma t.ex. när någon förvärvar köpoptioner eller köper på termin samtidigt som han kontrollerar den underliggande varan i syfte att göra den oåtkomlig för leverans för den som utfärdat köpoptioner avseende denna vara eller sålt varan på termin. Den som utför en corner ser alltså till att det uppstår brist på leveransbara kvantiteter av varan. Den som utfärdat köpoptioner eller sålt på termin tvingas i detta läge att reglera sina kontrakt genom att köpa köpoptioner eller genom att göra täckningsköp av den underliggande varan till priser som kan dikteras av den som utfört cornern.

2.7.3 Squeeze

En squeeze skiljer sig från en corner endast på det sättet att det inte är den som utför manipulationen som kontrollerar den underliggande varan. I stället är det andra faktorer, t.ex. att stora investerare av någon anledning hamstrar en viss aktie, som påverkar att det uppstår en brist på leveransbara kvantiteter. Denna bristsituation utnyttjas genom att

den som genomför en squeeze förvärvar köpoptioner avseende bristvaran eller köper den på termin i sådan mängd att han kontrollerar en större mängd av den underliggande varan än vad som är möjligt att leverera för den som utfärdat köpoptioner eller sålt varan på termin. I likhet med vad som gäller vid en corner kommer i denna situation premien på köpoptionerna liksom varans pris att stiga.

2.7.4 Minimanipulationer

Genom hävstångseffekten på optioner och terminer får en gynnsam utveckling på priset på den underliggande varan till resultat att väsentliga vinster på de överliggande derivata instrumenten uppkommer. En typisk minimanipulation inom aktieoptionshandeln innefattar följande åtgärder. Först köps ett stort antal köp- eller säljoptioner och därefter utförs en omfattande handel i den underliggande aktien i syfte att påverka kursen på aktien i gynnsam riktning. När så aktiekursen och därmed även optionskursen ändrats på önskat sätt avslutas de intagna optionspositionerna och därefter avslutas aktieaffärerna - i bästa fall även dessa till förmånliga priser.

2.7.5 Capping och pegging

Capping och pegging är termer som används på manipulations-tekniker som går ut på att kort tid innan optionens löptid går ut påverka priset på den underliggande varan så att det sjunker (cap) eller stiger (peg); allt för att skydda options-utfärdaren från att bli löst.

Om någon utfärdar en säljaktieoption med lösenpriset 100 kr. och det finns tecken som tyder på att aktiekursen håller på att sjunka under 100 kr. så innebär pegging att man genom att köpa aktier försöker att hålla kursen över 100 kr. till dess att optionen förfallit.

2.7.6 Manipulationer på den svenska marknaden

När det gäller aktieoptioner måste enligt de regler som finns på den svenska marknaden den som utfärdar en köpaktieoption eller säljer aktier på termin alltid ha kapacitet att leverera aktierna redan vid avtalets tillkomst. Någon möjlighet att utföra en corner eller en squeeze torde därför inte finnas här.

Vidare gäller att de svenska aktieoptionerna avser de mest omsatta aktierna på Stockholms fondbörs' A:1-lista. Detta medför att det torde vara relativt svårt för en aktör eller en grupp av aktörer att - även om kravet på leveranskapacitet inte fanns - genomföra en corner eller en squeeze avseende dessa optioner. Att aktieoptionerna endast avser nämnda aktier medför även att risken för s.k. mini-manipulationer är liten.

I en uppsats författad av Per-Morten Karlsen och Peter Jeansen från företagsekonomiska institutionen vid Uppsala universitet, våren 1987, redovisas en undersökning av avistakurserna och aktieoptionskurserna för aktier som varit föremål för handel med standardiserade aktieoptioner under perioden juni 1985 - april 1987. Undersökningens syfte var att observera om kurserna uppförde sig omormalt under de veckor då optionernas slutdag inföll. Av undersökningsresultatet drog uppsatsförfattarna slutsatsen att capping kan ha förekommit men att detta inte kunde vetenskapligt bevisas.

I de båda aktieindex som används inom den svenska options- och terminsmarknaden ingår 16 resp. 30 av de mest omsatta aktierna på Stockholms fondbörs. Mot bakgrund härav torde det vara svårt för en enskild aktör eller grupp av aktörer att genom köp eller försäljning av de aktier som ingår i de båda indexen påverka indexets storlek. Möjligheterna

till manipulationer beträffande indexinstrumenten torde därför vara små.

Det torde även vara svårt för en enskild aktör eller grupp av aktörer att annat än för en kortare tid genom otillbörliga åtgärder skapa en artificiell räntenivå. Stängningsräntan för ränteooptioner fastställs vid ett visst klockslag en viss dag. Man kan därför inte utesluta möjligheten av manipulationer strax före detta klockslag. Vissa möjligheter till capping och pegging torde därför finnas beträffande nämnda instrument.

2.8 Utländska marknader

2.8.1 Inledning

I detta avsnitt ges en allmän översikt över hur börshandeln med standardiserade optioner och terminer är organiserad och hur handeln går till i några andra länder. Inledningsvis görs en utblick över ett antal options- och terminsbörser runt om i världen med i vissa fall angivande av omsättnings-siffror. Framställningen är koncentrerad kring förhållandena i USA där de största options- och terminsbörserna finns. Även när det gäller options- och terminshandeln i Storbritannien, Frankrike och Nederländerna ges också en relativt detaljerad redogörelse.

2.8.2 Översikt

I USA finns sex renodlade optionsbörser och elva terminsbörser där det även i vissa fall förekommer handel med optioner. Den största optionsbörsen Chicago Board Options Exchange (CBOE) omsatte ca 180 milj. kontrakt under 1986. I Kanada finns i vart fall tre börser varav Toronto Futures Exchange (TFE) är störst. Där omsattes under 1986 ca 2,6 milj. kontrakt.

De dominerande börserna i Europa finns, bortsett från de svenska börserna, i Storbritannien, Nederländerna och Frankrike. I Storbritannien finns i vart fall sju options- eller terminsbörser. London International Financial Futures Exchange (LIFFE) är störst med en omsättning på ca 7 milj. kontrakt under 1986. Även London Option Market (LOM), vilken är en del av London Stock Exchange, har en betydande omsättning, ca 6 milj. kontrakt under 1986. I Amsterdam ligger European Options Exchange (EOE). Där omsattes ca 9,8 milj. kontrakt under 1986. I Paris finns en optionsbörs och en terminsbörs. Vid Marché à Terme des Instruments Financiers (MATIF) omsattes under 1986 ca 1,9 milj. terminskontrakt. Optionshandeln i Frankrike äger rum på Marché des Options Négociables (MONEP). MONEP är en del av aktiebörsen i Paris. Planer finns också på att öppna ytterligare en optionsbörs i Paris. En av initiativtagarna till denna är OM. Optionsbörser finns också på andra håll i världen, bl.a. i Hong Kong, Nya Zeeland, Australien, Singapore och Japan. Av dessa är Tokyo Stock Exchange (TSE) störst. Där omsattes ca 9,4 milj. terminskontrakt under 1986.

Ytterligare marknader tillkommer ständigt. Inom den närmaste tiden kommer options- och terminsbörser att starta verksamhet i bl.a. Schweiz, Västtyskland, Finland, Danmark och Norge.

Internationellt pekar utvecklingen mot ett utökat samarbete mellan de olika options- och terminsbörserna. Denna utveckling kan komma att innebära att det inom en snar framtid går att göra en options- eller terminsaffär i t.ex. Chicago och avsluta den i London.

2.8.3 USA

2.8.3.1 Tillsyn

I USA övervakas options- och terminsmarknaderna av två statliga myndigheter, Securities and Exchange Commission (SEC)

och Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Ramarna för SEC:s och CFTC:s verksamhet finns angivna i lag, Securities Exchange Act (SEA) resp. Commodity Exchange Act (CEA).

SEC tillskapades redan 1934. Dess uppgift är bl.a. att reglera och utöva tillsyn över den handel med standardiserade optioner som bedrivs vid de sex renodlade optionsbörserna i USA. För dessa optionsbörser finns en gemensam clearingorganisation, Options Clearing Corporation (OCC). Även OCC ligger under SEC:s ansvarsområde.

CFTC tillskapades 1974. Dess uppgift är att reglera och utöva tillsyn över den handel med standardiserade optioner, terminer och optioner på terminer som förekommer på elva terminsbörser. Varje sådan börs är knuten till en clearingorganisation. Även dessa clearingorganisationer står under CFTC:s tillsyn.

SEC:s och CFTC:s befogenheter i marknaden är likartade. En stor del av deras arbete går åt att övervaka resp. marknader i syfte att upptäcka och förhindra prismanipulationer och att skydda enskilda kunder från att göra förluster till följd av otillbärliga förfaranden.

För att få starta en optionsbörs eller terminsbörs, i fortsättningen endast benämnd börs, eller en clearingorganisation krävs tillstånd av SEC resp. CFTC. I samband med ansökan om tillstånd måste börsen resp. clearingorganisationen presentera ett regelsystem för hur handeln resp. clearingens ska gå till. Huvudsyftet med SEC:s och CFTC:s granskning är att se till att regelsystemet förhindrar prismanipulationer och att det främjar en rättvis handel. Börserna och clearingorganisationerna är därvid skyldiga att ange regler för marknadens aktörer och administrera ett kontrollsystem för att övervaka att dessa följer reglerna. Börserna har ansvaret för den dagliga tillsynen och kontrollen av handeln. Dessa skall i sin tur rapportera till

SEC resp. CFTC om någon inte följer reglerna eller om man misstänker att någon försöker att manipulera marknaden. Börserna är över huvud taget skyldiga att rapportera till SEC resp. CFTC om det händer något ovanligt på marknaden.

SEC och CFTC genomför inspektioner av börser, clearing-organisationer och mäklare för att förvissa sig om att regelsystemet följs. Över utförda inspektioner upprättas rapporter som är offentliga. Finner SEC eller CFTC att någon regel behöver ändras eller någon ny regel behöver läggas till har de möjlighet att framtvinga en sådan ändring. I undantagsfall äger SEC och CFTC rätt att beordra en börs att vidta åtgärder för att upprätthålla eller återställa en ordnad marknad.

För det fall SEC eller CFTC finner att någon brutit mot reglerna äger de rätt att stämma denne vid domstol. Det kan t.ex. förekomma då någon manipulerat marknaden. Enligt lag är det nämligen förbjudet att manipulera marknaden. Det finns dock ingen i lag angiven definition på vad en manipulation är. För att t.ex. en prismanipulation skall anses föreligga uppställs i praxis följande förutsättningar:

1. att någon intar en så stor position i ett termins- eller optionskontrakt att han dominerar marknaden,
2. att vederbörande har uppsåt att manipulera marknaden,
3. att det finns ett samband mellan den manipulativa handlingen och att priset ändras,
4. att ett artificiellt pris skapas, dvs. ett pris som inte motsvaras av normal tillgång och efterfrågan.

För att kunna upptäcka om någon söker manipulera marknaden har införts vissa rapporteringsrutiner för börserna och mäklarna. Dessa är skyldiga att till SEC resp. CFTC inrapportera alla affärer över en viss volym. SEC resp. CFTC äger rätt att från mäklarna få uppgifter om en kunds position.

Om mäklaren vägrar att svara kan han avstängas från handeln. Detta har dock aldrig gjorts.

För att minska riskerna för manipulationer har börserna infört begränsningar i det antal positioner en aktör får inneha. Börserna har också infört lösenbegränsningsregler för aktieoptioner. Kontrollen av att ingen överskrider stadgad begränsning sker genom ovan angivna rapporterings-system. Börserna har också i ett särskilt datasystem byggt in en rad automatiska kontrollstationer för att kunna upptäcka om någon försöker manipulera priserna. Om en kund handlar genom flera mäklare kan SEC resp. CFTC upptäcka detta genom att summera inrapporterade volymer för varje kund.

CFTC följer också den handel som sker på avistamarknaden för att även på detta sätt kunna spåra eventuella manipulationer. Inom SEC:s ansvarsområde utförs den uppgiften av en privat organisation kallad Intermarket Surveillance Group (ISG). Det är de renodlade optionsbörserna som bildat ISG.

Innan en börs får introducera en ny produkt måste den godkännas av SEC resp. CFTC. Därvid kontrolleras att det nya instrumentet fyller ett ekonomiskt ändamål och att handeln inte skadar allmänna intressen.

De juridiska eller fysiska personer som vill uppträda på börsgolvet vid en renodlad optionsbörs måste först registreras hos SEC. Därefter kan vederbörande antas som medlem av optionsbörsen. Förutom registreringen krävs att vederbörande inte gjort sig skyldig till förmögenhetsbrott, att han inte tidigare blivit avstängd från handeln, att han har god finansiell styrka samt att vederbörande klarar ett kunskapsprov.

Inom CFTC:s ansvarsområde har registrering och prövning av den som vill uppträda på börsgolvet överlåtits åt en organisa-

tion kallad National Futures Association (NFA). I samband med ansökan om registrering kontrollerar NFA bl.a. om sökanden tidigare brutit mot någon lag som gör honom olämplig.

2.8.3.2 Börserna

Börserna i USA är medlemsägda. Den vinst som uppkommer vid en börs återinvesteras i börsen och någon utdelning till medlemmarna sker inte.

Samtliga börser använder sig av handelssystemet open outcry. Det finns dock ingen definition av börsverksamhet varför andra typer av handelssystem är tänkbara.

Alla affärer måste ske på börsen. Inga avslut får registreras hos clearingorganisationen som inte gjorts på börsen.

Sedan man blivit antagen som medlem måste man för att komma in på börsgolvet köpa eller leasa en plats, s.k. seat.

På vissa börser, t.ex. CBOE, agerar medlemmarna som

- a) floor broker vilken genomför order från enskilda kunder, medlemsfirmor eller oberoende medlemmar,
- b) market maker eller
- c) oberoende medlemmar som endast handlar för egen räkning utan att ha de skyldigheter som en market maker har.

Enklare limiterade order från allmänheten kan t.ex. vid CBOE lämnas till en av börsen anställd person (en Order Book Official, OBO) som genomför ordern till angivet pris.

Sedan 1985 finns också hos CBOE ett automatiskt datoriserat avslutssystem vad gäller order från allmänheten på högst 10 optionskontrakt. Systemet kallas för Retail Monitory

Execution System. Systemet kan för närvarande endast användas inom handeln med indexoptioner.

Hos t.ex. American Stock Exchange (AMEX) kan en medlem uppträda på golvet som floor broker, specialist, trader eller assistant broker. En floor broker företräder en mäklarfirma. Den som upprätthåller specialistfunktionen måste kontinuerligt ange de köp- och säljkurser till vilka han är villig köpa eller sälja ett värdepapper. Han har således samma skyldighet som en market maker. Till skillnad från en market maker kan han dock även handla i kommission. En trader handlar enbart i egen räkning och en assistant broker handlar alltid för någon annans räkning på uppdrag av en floor broker.

Som nämnts använder CBOE ett market maker system i stället för ett system med s.k. specialister. Enligt uppgift från CBOE fungerar detta bra i produkter med hög likviditet. Man överväger nu att när det gäller optioner med låg omsättning använda sig av ett specialistsystem. När och om handeln efter en tid kommer upp i en viss volym är det meningen att man skall övergå till ett market maker system.

Inom terminsmarknaderna finns inga market makers. Det finns i stället mäklare - locals - som agerar i marknaden på samma sätt som en market maker gör. De har dock ingen skyldighet att alltid ställa kurser. För att en mäklare skall få uppträda som local krävs tillstånd. Prövningen sker vid den börs han avser att verka. Därvid ställs bl.a. krav på eget kapital.

I USA ställs inga krav på leveranskapacitet, dvs. att t.ex. den som utfärdar en köpoption avseende aktier måste deponera aktierna i samband med att affären görs upp. Säkerhetssystemet är i stället uppbyggt som ett marginalsäkerhetssystem över hela linjen. Några s.k. nollriskkunder accepteras inte. Alla kunder ska således enligt reglerna ställa säkerhet.

Säkerhetskravet för optioner är likformigt vid USA:s optionsbörser. Det anges som summan av premien på optionen dag för dag och en procentsats av värdet av den underliggande tillgången. För aktieoptioner är säkerhetskravet premien plus 15 procent av de underliggande aktiernas värde, för indexoptioner där indexet är baserat på ett fåtal aktieslag, premien plus 15 procent av det underliggande värdet medan procenttalet för ett index som är baserat på många aktieslag är 10 procent (före kursfallet i oktober 1987, 5 procent) och för statsobligationer premien plus 0,5-3 procent av det underliggande värdet.

På terminsmarknader skall säkerhetsbeloppet täcka ackumulerad förlust och upp till 10 procent av värdet av den underliggande tillgången.

Börserna i USA har infört positions- och lösenbegränsningar. Begränsningarna avser antalet optioner "på samma sida". Om man utfärdar en option och köper en option i samma optionsklass kvittas dessa mot varandra och en sådan position påverkar inte begränsningsregeln. Innehar man däremot en köpoption och utfärdar en säljoption i samma optionsklass läggs dessa ihop när begränsningsregeln skall tillämpas. Detsamma gäller om man innehar en säljoption och utfärdar en köpoption i samma optionsklass.

När det gäller aktieoptioner finns tre gränser 3 000, 5 500 och 8 000 kontrakt.

- a) Gränsen 3 000 kontrakt gäller då kraven för 5 500 eller 8 000 inte är uppfyllda.
- b) Gränsen 5 500 kontrakt avser aktier i ett bolag där omsättningen under det senaste halvåret uppgått till minst 20 milj. aktier eller omsättningen under nämnda period varit minst 15 milj. aktier och bolagets utestående aktiestock uppgår till minst 40 milj. aktier.
- c) För 8 000-kontraktsgränsen är motsvarande siffror 40 milj. aktier i omsättning under det senaste halvåret eller en omsättning på minst 30 milj. aktier och minst 120 milj. aktier utestående.

För indexoptionerna varierar det maximala antal kontrakt någon får inneha beroende på hur många aktier som indexet är baserat på. För ett brett index, dvs. ett index som baseras på ett större antal aktier, går den övre gränsen vid 25 000 kontrakt. För ett smalt index, dvs. ett index som baseras på ett fåtal aktier, varierar det maximala antalet mellan 4 000-8 000 kontrakt.

För optioner på obligationer och andra räntebärande papper sätts det maximala antalet optioner någon får ha genom att det anges att ingen får via optioner kontrollera mer än en viss del av det underliggande lånet.

Lösenbegränsningsregeln innebär att en aktör inte får lösa fler kontrakt än vad som anges i positionsbegränsningsreglerna under fem på varandra följande dagar.

För att kunna kontrollera att begränsningsreglerna inte kringgås har man infört vissa rapporteringsrutiner. Dessa innebär att börsmedlemmarna efter varje börsdag till börsen rapporterar vilka kunder som intagit 200 eller fler positioner på samma sida i en optionsklass.

Vid New York Stock Exchange (NYSE) och AMEX kan man på samma golv handla både med aktier och med olika optioner. De underliggande aktierna för AMEX-aktieoptioner utgörs emellertid av aktier som är registrerade vid NYSE och vid NYSE finns optioner på aktier som är inregistrerade vid AMEX. Anledningen härtill är att möjligheterna för enskilda aktörer att manipulera marknaden anses vara alltför stora om de har möjlighet agera i både det underliggande värdepapperet och i optioner avseende samma värdepapper i samma lokal. Något förbud för NYSE eller AMEX att för handel uppta optioner på aktier som är registrerade vid den egna börsen finns inte. Kravet från SEC är dock att handeln i så fall sker i skilda lokaler.

2.8.3.3 Clearingorganisationerna

Options Clearing Corporation (OCC) grundades 1973 och var då clearinghus endast åt CBOE. Sedan 1975 utför OCC clearing åt flera börser, för närvarande sex stycken. Dessa sex optionsbörser äger OCC till lika delar. OCC står under tillsyn av SEC.

För att få bli clearingmedlem hos OCC krävs ett eget kapital på minst 150 000 dollar (USD). Clearingmedlemmen måste gentemot OCC ställa säkerhet för de kontrakt som clearas genom hans försorg. Clearingmedlemmen tar i sin tur in säkerhet från sina kunder. Hos OCC förs kontona på clearingmedlemsnivå och inte som i Sverige på kundnivå. Några nollriskkunder får inte finnas. Alla måste ställa säkerhet. Varje clearingmedlem måste dessutom deponera pengar i en clearingfond. Hur mycket pengar en medlem skall deponera beror på den totala risk han är utsatt för. Hur mycket medlemmen måste satsa i clearingfonden kan alltså variera från tid till annan. Om en clearingmedlem inte skulle klara av sina åtaganden och clearingfonden skulle behöva tas i anspråk, tas först det belopp clearingmedlemmen betalat in i anspråk och därefter övriga clearingmedlemmars andelar. De senares ansvar är solidariskt. Fondens tillgångar uppgår i dag till ca 500 milj. USD. OCC:s egna kapital uppgår till ca 3,5 milj. USD.

OCC drivs ej i vinstsyfte. Om ett överskott uppstår betalas det tillbaka till clearingmedlemmarna.

Inom CFTC:s ansvarsområde har varje börs en clearingorganisation knuten till sig. Clearingorganisationen ägs av börsen. Skälen till att det blivit så är delvis historiska. Termensmarknaden i USA uppstod före tillkomsten av CFTC och marknaden kunde därför utvecklas relativt fritt. Marknaden för standardiserade optioner tillkom inte förrän 1973 och SEC kunde redan från början ställa krav på marknaden. Bl.a. krävde SEC att marknaden organiserades med endast en clearing.

Till att börja med röntes detta krav stort motstånd från marknaden men sedan det väl blivit genomfört verkar alla anse att det är en bra lösning. Det finns dock intet förbud i lag mot flera clearingorganisationer inom optionsmarknaden.

2.8.4 Storbritannien

2.8.4.1 Tillsyn

Enligt lag, Financial Services Act, äger handels- och industriministern möjlighet att bl.a. genom auktorisation och reglering styra investeringsverksamheten i Storbritannien. Lagen ger dock möjlighet att delegera det dagliga arbetet till ett särskilt organ.

År 1985 etablerades en privat organisation Securities and Investment Board (SIB) och under 1987 delegerade handels- och industriministern uppgiften att sköta det dagliga arbetet med att övervaka investeringsverksamheten i Storbritannien till SIB. Genom delegationen och med stöd av Financial Services Act har SIB fått vissa regleringsmöjligheter vad avser finansmarknaden. SIB:s tillsynsområde täcker bl.a. options- och terminshandeln. En av SIB:s viktigaste uppgifter är att auktorisera de aktörer som förekommer på den finansiella marknaden. Avsikten är att det efter en övergångstid skall bli olagligt att bedriva investeringsverksamhet utan auktorisation.

Auktorisation kan sökas direkt hos SIB eller via en av SIB erkänd Self-Regulation Organisation (SRO). En sådan SRO som SIB räknar med skall ansöka om att bli erkänd är Association of Futures Brokers and Dealers (AFBD). Medlemsföretagen i AFBD bedriver bl.a. verksamhet inom handeln med optioner och terminer.

Det är också möjligt för börser och clearingorganisationer att ansöka om att bli erkända av SIB. För att bli erkänd ställs vissa krav på börsen vad gäller effektivitet och genomlysning av handeln. Sådan ansökan kommer sannolikt att ges in av London Stock Exchange (LSE) och av London International Financial Futures Exchange (LIFFE).

Även Bank of England utgör ett kontrollorgan inom obligations- och penningmarknaden. Under Bank of Englands ansvarsområde finns också LSE och LIFFE.

2.8.4.2 Börserna

I Storbritannien finns minst sju options- och terminsbörser. Det material utredningen tagit del av avser endast de två största börserna nämligen LSE och LIFFE. I det följande lämnas en kortfattad beskrivning över deras organisation och om hur handeln går till.

Både LSE och LIFFE är medlemsägda.

LSE är uppdelad i fyra avdelningar varav det på en, London Options Market (LOM), bedrivs handel med optioner avseende aktier, statspapper, valutor och index. På övriga avdelningar bedrivs avistahandel med brittiska och utländska aktier samt brittiska statspapper. LOM startade sin verksamhet 1978.

LIFFE, som startade sin verksamhet 1982, är en renodlad options- och terminsbörs. Handeln där omfattar terminer avseende aktieindex, räntebärande papper och valutor och optioner på valutor. Där bedrivs också handel med optioner på terminer avseende aktieindex, statspapper och valutor.

Handelssystemet hos dessa båda börser är open outcry. För att få bedriva handel på börsgolvet måste man vara antagen

som medlem av börsen. Medlemskapet innebär att man på marknadsplatsen uppehåller en eller flera s.k. seats.

För att få bli medlem av börsen ställs krav på eget kapital. Hos LIFFE skall detta uppgå till lägst 25 000 pund (GBP). Sådana medlemmar kallas Public Order Member (POM). Det finns emellertid en form av medlemskap som inte berättigar medlemmen att själv utföra affärer på börsgolvet. En sådan medlem måste anlita en POM för att kunna bedriva handel.

Övriga former av medlemskap vid LIFFE är Non Clearing Public Order Member (CPOM), Individual Clearing Member (ICM) och General Clearing Member (GCM). Samtliga dessa medlemmar har en seat på marknadsplatsen och kan handla både för egen och för allmänhetens räkning. En CPOM kan inte avsluta sina affärer mot clearingen utan måste därvid anlita en GCM. En ICM kan bara avsluta sina egna affärer mot clearingen medan en GCM även kan göra det för andras räkning.

För att få uppträda som CPOM krävs ett eget kapital på minst 100 000 GBP. En ICM måste ha ett eget kapital på minst 500 000 GBP och en GCM minst en milj. GBP.

Varken på LOM eller LIFFE uppställs något krav på leveranskapacitet. Marginalsäkerheten varierar beroende på kontrakts-typ. Vad gäller LOM:s aktieoptioner krävs säkerhet med ett belopp som motsvarar summan av ackumulerad förlust och 20 procent av de underliggande aktiernas värde. Går optionen med vinst skall säkerhet ställas med ett belopp som motsvarar skillnaden mellan 20 procent av det underliggande värdet och vinsten.

Säkerhetskraven hos LIFFE varierar beroende på vilken den underliggande tillgången är. Före kursfallet på aktier under oktober månad 1987 uppgick säkerhetsbeloppet för LIFFE:s indextermin till 1 000 GBP. Detta höjdes under perioden till 7 500 GBP. I övrigt varierar säkerhetskravet

för terminerna mellan 500-3 000 GBP. Vad gäller optioner och optioner på terminer beräknas säkerhetskravet utifrån en bedömning av den risk som investerarens totala position innebär.

2.8.4.3 Clearingorganisationerna

Clearingen vad gäller all handel, utom handeln med valutaoptioner på LOM, utförs av ett av LSE helägt bolag London Options Clearing House (LOCH). Valutaoptionerna clearas av International Commodities Clearing House (IOCH), som ägs av de sex största bankerna i England. All handel vid LIFFE clearas hos IOCH.

2.8.5 Frankrike

2.8.5.1 Tillsyn

I Frankrike finns en statlig organisation, Commission d'Operations de Bourse (COB), som tillsammans med Banque de France övervakar den finansiella marknaden. COB inrättades 1967. Dess ordförande utses av regeringen. Vidare ingår fyra medlemmar tillsatta av finansministern i COB:s högsta organ.

I januari 1988 tillkom en ny lag som medförde genomgripande förändringar för bl.a. de franska börserna. Lagen innebär bl.a. att COB:s befogenheter utvidgas och förstärks. Inom COB:s ansvarsområde ligger bl.a. Frankrikes sju fondbörser samt Frankrikes två börser för derivatinstrument, nämligen Marché à Terme d'Instruments Financiers (MATIF) och Marché d'Options Negociables de Paris (MONEP).

2.8.5.2 Börserna

MATIF startade sin verksamhet 1986. Den bedrev till att börja med endast handel med terminer avseende statsobligar-

tioner. Under 1987 introducerades också handel med optioner på de förutvarande terminskontrakten. Under första halvåret 1987 uppgick omsättningen till över 3,3 milj. kontrakt.

MONEP startade sin verksamhet 1987 och bedriver handel med aktieoptioner.

Enligt uppgift är MATIF ett aktiebolag medan MONEP är en del av Parisbörsen.

Vid både MATIF och MONEP sker handeln, liksom på de flesta andra håll i världen, genom open outcry.

Anslutningen till MONEP kan ske i två former - antingen som mäklare eller som market maker. Vem som helst kan dock inte uppträda som mäklare eller market maker. I och med den tidigare nämnda nya lagstiftningen skall nämligen all handel med värdepapper bedrivas av särskilt auktoriserade företag, sociétés de bourse. Dessa har alltså ensamrätt att handla med värdepapper inbegripet optioner och terminer. Auktorisationen skall ske av ett börsråd, Conseil des Bourses de valeurs. För att bli godkänd krävs bl.a. viss finansiell styrka. Vidare ställs krav på företagets organisation, företagsledningens bakgrund och erfarenhet m.m. Börsrådet är en privat organisation i vilken det dock ingår en statlig representant.

Den mäklare som genomför en kundorder på MONEP ansvarar för att kunden fullgör sina åtaganden. Inom MONEP finns också en garantifond som kan tas i anspråk om mäklaren inte klarar sina skyldigheter i handeln. Kunderna skall ställa säkerhet i handeln. Något leveranskapacitetskrav finns inte. Ställs inte säkerhet av en kund i den utsträckning som föreskrivs skall antingen clearingorganisationen eller den mäklare som genomfört affären avsluta kontot.

2.8.6 Nederländerna

2.8.6.1 European Options Exchange

European Options Exchange (EOE) är belägen i Amsterdam och startade sin verksamhet 1978. EOE är en förening som ägs av medlemmarna. Vid EOE tillhandahålls en marknadsplats för handel med optioner avseende aktier, aktieindex, obligationer, valutor samt guld och silver.

Tillsynen över EOE handhas av en av finansministeriet utsedd kommitté.

Handeln vid EOE sker genom open outcry. Anslutningen till EOE kan sökas i sex olika former och ges till såväl fysiska som juridiska personer. Följande typer av medlemskap finns.

En Public Order Member (POM) förmedlar order från allmänheten och från medlemmar som antagits som Public Order Correspondent Member (POCM). En POM äger också handla i egen räkning. Transaktionerna utförs genom en Floor Broker (FB). En POM har alltså inte rätt att själv handla på marknadsplatsen.

En POCM förmedlar också order från allmänheten eller handlar i egen räkning men transaktionerna måste utföras genom en POM.

En FB äger rätt att genomföra order på börsgolvet för egen eller för andra medlemmars räkning.

En Off-Floor Trader (OFT) får endast handla för egen räkning men måste därvid anlita en FB. Han har alltså inte själv tillträde till marknadsplatsen.

En Market Maker (MM) får endast handla i egen räkning och han har rätt att agera på börsgolvet. Han är skyldig att

på anfordran ange de köp- och säljkurser till vilka han är beredd att handla i de klasser av optioner han åtagit sig att vara MM.

En Clearing Member (CM) är endast ansluten till clearingen. Han avslutar affärerna åt de övriga medlemmarna gentemot clearingen.

En medlem kan samtidigt vara POM, FB och CM eller MM, FB och CM.

Den som söker medlemskap hos EOE måste bl.a. inneha ett eget kapital som uppgår till visst belopp. Beloppet varierar beroende på anslutningsform och på om det är fråga om en fysisk eller juridisk person. Kapitalkravet framgår av nedanstående tabell (NLG = nederländska gulden).

	NLG	ca SEK
POM eller MM	250 000	750 000
CM	1 000 000	3 000 000
FB eller MM		
Fysisk person ansluten till ESCC	25 000	75 000
Fysisk person ansluten till ESCC och IOCC	100 000	300 000
Juridisk person ansluten till ESCC	50 000	150 000
Juridisk person ansluten till ESCC och IOCC	250 000	750 000

2.8.6.2 Clearingorganisationerna

För optioner avseende aktier, aktieindex och obligationer utförs clearingen av bolaget European Stock Options Clearing Corporation (ESCC). ESCC ägs av ett av EOE helägt holdingbolag. När det gäller optioner avseende valutor samt guld och silver utförs clearingen av bolaget International Options

Clearing Corporation (IOCC). IOCC ägs dels av ett av EOE ägt holdingbolag, dels av Montreal Exchange, Vancouver Stock Exchange och Sydney Stock Exchange.

Både ESCC och IOCC har inrättat en clearingfond för att kunna täcka förluster hos någon clearingmedlem som överskrider ställd säkerhet. Clearingmedlemmarna tillskjuter medel till fonderna i förhållande till den risk de utsätter sig för i handeln.

2.8.7 Övriga Europa

Som nämnts finns planer på att starta optionsbörser i Schweiz, Västtyskland, Finland och Norge. Dessutom planeras en ny optionsbörns i Frankrike. Enligt de planer som finns kommer dessa börser att, i vart fall i ett inledningsskede, ha ett begränsat antal ägare. I Schweiz ägs det bolag som avser att starta verksamheten av fem banker och tre aktiebörsers. Planerna beträffande optionsbörsen i Västtyskland är inte så långt framskridna men enligt uppgift arbetar man där efter samma modell som i Schweiz.

Vad gäller de planerade optionsbörserna i Frankrike, Finland och Norge är OM en av initiativtagarna till dessa. Ägandet av de planerade börserna i Frankrike och Norge kommer inledningsvis att vara koncentrerat till ett fåtal större ägare. Tanken är att ägandet på sikt skall spridas till en större krets. Beträffande optionsbörsen i Finland kommer från starten antalet ägare att vara ca 30 stycken, där ingen äger mer än 12,64 procent av aktiekapitalet. Det är dock ännu oklart om den planerade optionsbörsen i Norge tillåts att starta sin verksamhet. Ett alternativ är enligt uppgift att optionsverksamheten läggs under Oslo börs. Frågan är fortfarande föremål för utredning.

I Danmark har Köpenhamns fondbörs fått tillstånd av industriministern att med ensamrätt driva börsverksamhet med

optioner och terminer. Köpenhamns fondbörs juridiska status är närmast jämförbar med Stockholms fondbörs.

3

KARTLÄGGNING

3.1 Lagstiftning

Det finns en relativt omfattande lagstiftning som rör handel med värdepapper. De centrala lagarna på området är lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden, fondkommissionslagen (1979:748) och lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs. Fondkommissionärerna och Stockholms fondbörs står under bankinspektionens tillsyn. Inspektionen har också hand om övervakningen enligt värdepappersmarknadslagen.

De nyss nämnda lagarna innehåller emellertid nästan inte alls några bestämmelser, som rör handel med optioner och terminer. Detsamma gäller, med undantag av skattelagstiftningen, lagstiftningen i övrigt. Börshandeln med standardiserade optioner och terminer har emellertid trots detta vuxit fram under påverkan av den lagstiftning, som reglerar värdepappershandeln. Detta har skett genom att banker och fondkommissionsbolag agerat som kommissionärer även i handeln med optioner och terminer och genom att bankinspektionen i praktiken kommit att utöva viss tillsyn över verksamheten.

I förevarande kapitel lämnas först en kortfattad beskrivning över ovan angivna lagstiftning inom värdepappershandelns område och om banklagstiftningen samt om bankinspektionens tillsynsverksamhet. Därefter ges en redovisning av hur börshandeln med optioner och terminer går till i Sverige samt hur handeln med bl.a. terminer på vissa andra marknader är organiserad.

3.1.2 Värdepappersmarknadslagen

Lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden (VPL) innehåller vissa bestämmelser om handel med och förvaltning av fondpapper samt förfaranden som har samband därmed. I lagen, som trädde i kraft den 1 oktober 1985, anges att handel med

och förvaltning av fondpapper skall bedrivas utifrån den grundsatsen att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och att enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras.

Med fondpapper förstås här liksom i lagen om Stockholms fondbörs och fondkommissionslagen aktie, annat bevis om delaktighet i bolag, obligation, förlagsbevis och liknande skuldebrev avsett för allmän omsättning samt andel i aktiefond. Med aktiemarknadsbolag avses enligt lagen börsbolag och OTC-bolag. Ett börsbolag är ett svenskt aktiebolag vars aktier är inregistrerade vid Stockholms fondbörs. Ett OTC-bolag är ett svenskt aktiebolag som träffat avtal med en fondkommissionär om att denne skall ange kurser på aktier i bolaget och till dessa kurser köpa och sälja aktier. Fondkommissionären skall alltså uppträda som market maker på marknaden för ifrågavarande aktier. Vad som i lagen föreskrivs om aktie i aktiemarknadsbolag skall också tillämpas på emissionsbevis, interimbevis, optionsbevis, konvertibelt skuldebrev, skuldebrev förenat med optionsrätt till nyteckning och vinstandelsbevis som utgivits av aktiemarknadsbolag eller av någon annan i vars ställe aktiemarknadsbolaget trätt. Genom en lagändring som trädde i kraft den 1 juli 1986 har vidare i värdepappersmarknadslagen aktieoptioner jämförts med aktier.

Lagens huvudinnehåll utgörs av straffsanktionerade bestämmelser om förbud mot obehörigt utnyttjande av förtrolig företagsinformation i vissa fall, dvs. insiderhandel. Förbuden avser handel grundad på viss ännu inte offentliggjord information om ett enskilt företag. Bestämmelserna gäller endast för fysiska personer som har viss anknytning till det aktiemarknadsbolag informationen avser. Till denna krets räknas bl.a., större aktieägare samt personer med insynställning, dvs. personer med särskild möjlighet till insyn i ett aktiemarknadsbolag. I vissa fall gäller förbuden dock varje arbets- eller uppdragstagare i företaget. För-

buden avser handel med aktier och de andra värdepapper, som enligt lagen skall behandlas som aktier, t.ex. aktieoptioner. Bankinspektionen har rätt att i utredningssyfte begära in uppgifter för att kontrollera om förbuden överträtts och åtal får endast väckas efter bankinspektionens medgivande.

Personer med insynsställning är enligt VPL skyldiga att anmäla innehav av aktier m.m och ändringar däri till VPC. Anmälningsskyldigheten avser även vissa närståendes aktieinnehav. Bankinspektionen för ett offentligt register över gjorda anmälningar.

Vid varje köp eller byte av fondpapper skall enligt VPL avräkningsnotor upprättas samma dag som avtalet slöts. Skyldigheten att upprätta avräkningsnotor gäller också för aktieoptioner. Avräkningsnotor skall upprättas på särskild, av bankinspektionen fastställd, blankett. En fondkommissionär är skyldig att förvara avräkningsnotorna i minst tio år och att, på begäran av bankinspektionen, lämna uppgift om innehållet i dessa.

3.1.3 Fondkommissionslagen

Fondkommissionslagen (1979:748) innehåller bestämmelser om fondkommissionsrörelse. Därmed förstås yrkesmässigt utövad handel med värdepapper för annans räkning i eget namn. Sådan rörelse får inte bedrivas utan tillstånd av bankinspektionen. Tillstånd får endast meddelas för svenskt aktiebolag (fondkommissionsbolag) och svenskt bankinstitut. Vilken verksamhet som bankerna får bedriva finns angiven i banklagstiftningen, se avsnitt 3.1.5. Den del av deras verksamhet som avser fondkommissionsrörelse regleras emellertid även av vissa bestämmelser i fondkommissionslagen. De bestämmelser som reglerar bankernas och fondkommissionsbolagens fondkommissionsrörelseverksamhet motsvarar - med undantag av reglerna om kapitaltäckning - varandra.

I fondkommissionslagen anges också vad som förstås med fondpapper. Uppräkningen av vad som hör till denna kategori är likalydande med vad som anges i lagen om Stockholms fondbörs och i värdepappersmarknadslagen. Detta innebär att inte heller i fondkommissionslagen optioner o.d. omfattas av fondpappersbegreppet.

Ett fondkommissionsbolags verksamhet får i princip endast avse fondkommissionshandel och annan verksamhet som har samband därmed, bl.a. lämna kredit. Fondkommissionsbolag som lämnar kredit måste se till att betryggande säkerhet ställs. Som säkerhet får enligt lagen endast godtas fondpapper som inregistrerats vid fondbörsen eller som sannolikt inom ett år kommer att inregistreras där eller aktier i OTC-bolag. Om säkerheten nedgår i värde får som tilläggsäkerhet även annan egendom eller borgen godtas.

Fondkommissionsbolagen får för egen räkning i princip förvärva bl.a. obligationer, förlagsbevis eller andra för den allmänna rörelsen avsedda förskrivningar, aktier, emissionsbevis samt andelar i aktiefonder och i ekonomiska föreningar. Deras rätt att inneha aktier, emissionsbevis samt andelar i aktiefonder och i ekonomiska föreningar har i lagen begränsats. Anskaffningsvärdet av angivna värdepapper får uppgå till högst fyra milj. kr. eller till fyra procent av den genomsnittliga årsomsättningen i bolagets kommissionshandel under de fem närmast föregående kalenderåren eller den kortare tid som bolaget varit verksamt, dock högst femtio milj.kr. Om synnerliga skäl föreligger kan bankinspektionen medge fondkommissionsbolagen att förvärva även annan egendom samt att inneha angivna värdepapper i större omfattning än vad som här nämnts. Tillstånd att förvärva annan egendom eller att inneha värdepapper i större omfattning än vad som angivits i lagen skall lämnas när ett klart dokumenterat och angeläget behov föreligger. Skäl att medge tillstånd att inneha ett större handelslager av värdepapper kan t.ex. föreligga när en nystartad fond-

kommissionsrörelse behöver tid på sig att avveckla det egna värdepappersinnehavet (prop. 1978/79:9 s. 179). Regeringen har i prop. 1987/88:123 föreslagit att taket för handelslagret höjs till 100 milj. kr. från och med den 1 juli 1988. När ett fondkommissionsbolag ingår i en finansiell koncern finns särskilda regler om handelslager.

Det finns inte för fondkommissionsbolagen någon i lagen omnämnd möjlighet att för egen del förvärva och inneha teckningsoptioner avseende aktier eller andra optioner avseende aktier, aktiefondsandelar eller obligationer. Lagen har dock tolkats så att handel med dessa instrument är tillåten. Den motivering som lämnats till denna tolkning är, att eftersom fondkommissionsbolagen får förvärva och inneha nämnda värdepapper kan det inte anses föreligga något hinder mot att förvärva eller utfärda optioner avseende dessa.

De optioner avseende aktier, aktiefondsandelar och obligationer som ett fondkommissionsbolag innehar skall enligt bankinspektionen emellertid redovisas i anslutning till bolagets handelslager av värdepapper. Optionsinnehavet påverkar dock inte handelslagrets storlek med avseende på ovan nämnda begränsningsregel.

Fondkommissionsbolagen är skyldiga att till uppdragsgivarnas skydd ha eget kapital till ett visst lägsta belopp. Beloppet skall vara betryggande i förhållande till bolagets tillgångar och till de garantiförbindelser som bolaget ingått. Det egna kapitalet anses betryggande om det uppgår till minst tjugo procent av värdet av innehavda aktier, emissionsbevis och andelar i aktiefonder med undantag av organisationsaktier samt sex procent av värdet av övriga placeringar med vissa i lagen uppräknade undantag. Från och med den 1 juli 1988 gäller särskilda bestämmelser om kapitaltäckning för bl.a. fondkommissionsbolagens åtaganden i options- och terminshandeln - se vidare i avsnitt 3.1.5.

I lagen har införts ett förbud för fondkommissionärer att för egen räkning sälja fondpapper som mottagits som lån (blankning) eller medverka vid blankning för annans räkning. Genom tillkomsten av options- och terminsmarknaderna har även öppnats möjligheter att sälja något som man vid avtalets ingående inte förfogar över. Ett sådant förfarande omfattas inte uttryckligen av lagen. En redogörelse för blankning och vissa närliggande frågor finns i avsnitt 4.1.1.

Vid börsstopp råder förbud för fondkommissionär att vid eller utanför fondbörsen medverka till köp eller försäljning av börsstoppat fondpapper. I prop. 1985/86:151 s.10 f. har uttalats, att det ligger nära till hands att tolka förbudet så att det även gäller handel med aktieoptioner trots att dessa enligt lagens definition inte är fondpapper.

Fondkommissionsbolag står under tillsyn av bankinspektionen. Inspektionen äger rätt att från bolagen erhålla information och handlingar som rör bolagens verksamhet. Styrelseledamot eller befattningshavare hos fondkommissionär som till inspektionen lämnar felaktiga upplysningar om verksamheten eller företer oriktig bokföring kan straffas med böter eller fängelse.

Bankinspektionen kan under i lagen angivna förutsättningar återkalla ett utfärdat tillstånd att driva fondkommissionsrörelse eller meddela ett fondkommissionsbolag en skriftlig erinran.

Den som genom sin anknytning till en fondkommissionär normalt har insyn i en uppdragsgivares fondpappersaffärer av sådan omfattning att det allmänna försäljningsvärdet kan påverkas får för egen räkning inte förvärva fondpapper annat än för långsiktig förmögenhetsförvaltning. Sådant person är skyldig att till fondkommissionären anmäla sitt innehav av fondpapper och ändring däri. Anmälningsskyldigheten omfattar

även honom närstående fysiska och juridiska personer. Den är inte straffsanktionerad.

På grund av regeringens bemyndigande (SFS 1984:437) äger bankinspektionen - om det behövs med hänsyn till allmänhetens intresse - meddela föreskrifter om det courtage som en fondkommissionär får uppbära i anledning av värdepappersaffärer om högst 10 000 kr.

3.1.4 Stockholms fondbörs

3.1.4.1 Inledning

Författningsbestämmelser som reglerar Stockholms fondbörs organisation och verksamhet finns i lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs och förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs. Därutöver regleras verksamheten av de av börsstyrelsen utfärdade ordningsreglerna.

3.1.4.2 Organisation

Med fondbörsverksamhet förstås att köp och säljanbud beträffande fondpapper regelbundet vid offentligt upprop eller på liknande sätt sammanförs för handel och notering av kurs. Lagen tillerkänner Stockholms fondbörs monopol på fondbörsverksamhet. Utan hinder härav förekommer dock, med stöd av lagen, i börsens lokaler, en organiserad handel med aktier i vissa små och medelstora företag som inte registrerats på fondbörsen - den s.k. OTC-marknaden. Optioner och terminer är inte fondpapper. Börshandel med sådana instrument omfattas därför inte av Stockholms fondbörs monopol. Inte heller kan handel och notering av kurs ske vid fondbörsen av optioner och terminer.

Stockholms fondbörs har från att varit en rent privaträttslig sammanslutning genom åren fått en alltmer offentlig-

rättslig karaktär (jfr prop. 1978/79:9 s. 283 ff. och 301 samt prop. 1983/84:164 s.13 ff.).

Fondbörsen står under bankinspektionens tillsyn.

Fondbörsen leds av börsstyrelsen, som också förvaltar börsens angelägenheter. Antalet ledamöter i styrelsen är elva. Av dessa utses sju ledamöter, bland dem ordförande och vice ordförande, av det allmänna. De övriga fyra utses av näringslivsorganisationer och av fondbörsens medlemmar. Den dagliga ledningen och förvaltningen handhas av börschefen, som tillsätts av börsstyrelsen. Börsstyrelsen skall se till att handeln vid börsen sker under förhållanden som överensstämmer med lagen och annan författning samt med god affärssed.

Handel vid fondbörsen får endast ske genom särskilt utsedda börsombud. De krav som ställs på den som vill uppträda som börsombud är att denne är fast anställd hos börsmedlem och i övrigt är lämplig för uppdraget. Till medlem av fondbörsen får antas den som har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse och i övrigt är lämplig som medlem. Ansökan om medlemskap och om godkännande av börsombud prövas av börsstyrelsen.

Börsmedlem eller börsombud som bryter mot de bestämmelser som gäller för fondbörsen eller på annat sätt visar sig olämplig kan efter beslut av börsstyrelsen uteslutas från börsen eller meddelas skriftlig erinran. Beslut om att medlemskapet skall upphöra måste biträdas av minst sju ledamöter.

Medlemskapet och godkännandet att vara börsombud förfaller automatiskt om börsmedlemmens tillstånd att driva fondkommissionsrörelse återkallas. Börsombudets godkännande förfaller även om hans anställning hos börsmedlemmen upphör.

Såväl utgivarna av börsregistrerade fondpapper som börsmedlemmarna och börsombuden, vilka är deras företrädare, är skyldiga att lämna börsstyrelsen de upplysningar som denna anser behövliga för att den skall kunna fullgöra sina uppgifter.

Om utgivare av fondpapper bryter mot bestämmelserna i börslagstiftningen står vissa sanktionsmöjligheter till buds för börsstyrelsen. Den kan besluta om avregistrering av fondpapper. Utgivaren av ett fondpapper kan vidare föreläggas att vidta viss åtgärd eller tilldelas varning. Om särskilda skäl föreligger får börsstyrelsen besluta om börsstopp, dvs. att handel och notering vid fondbörsen skall avbrytas i fråga om fondpapper av visst slag. Ytterligare sanktionsmöjligheter finns enligt inregistreringskontraktet. I stället för att tillämpa bestämmelser om börsstopp eller om avregistrering får börsstyrelsen enligt kontraktet utkräva vite av det berörda bolaget.

Börsens verksamhet finansieras genom uttagande av avgifter av medlemmarna och utgivarna av börsregistrerade fondpapper.

Information om den handel som sker vid fondbörsen sprids via dagspressen och fondbörsens datasystem för distribution av kurser på aktier m.m. Börsmonitorsystemet ger en kontinuerlig information om den pågående handeln vid börsen. Systemet är spritt genom ca 1 500 terminaler runt om i landet. Under hösten 1988 kommer fondbörsen att introducera ett nytt datasystem för börsinformation m.m., det s.k. SAX-systemet.

3.1.4.3 Handelsregler

Handel vid fondbörsen får endast avse fondpapper som är inregistrerade där. Med fondpapper förstås i lagen om Stockholms fondbörs liksom i fondkommissionslagen och värdepappersmarknadslagen aktie, annat bevis om delaktighet i bolag, obligation, förlagsbevis och liknande skuldebrev avsett

för allmän omsättning samt andel i aktiefond. Beslut om inregistrering meddelas av börsstyrelsen. Gällande ordning för inregistrering innebär en kombination av formella krav och en diskretionär prövning från börsstyrelsens sida.

Handel med vid fondbörsen inregistrerade fondpapper kan ske också utanför fondbörsen.

För aktier finns två uppropslistor, aktielista ett och två (A:I och A:II), och för övriga fondpapper tre listor, obligationslista ett - tre (O:I ,O:II och O:III). I varje inregistreringsärende prövas på vilken lista resp. fondpapper skall föras. Inregistrerat fondpapper benämns börspapper.

På A:I-listan uppförs bolag som har ett aktiekapital på minst 10 milj. kr. och ett eget kapital på minst 20 milj. kr. Motsvarande belopp för bolag som placeras på A:II-listan är två resp. fyra milj. kr. För att ett aktiebolag skall få bli inregistrerat på börsen finns dock ytterligare krav förutom nämnda beloppsgränser. Det kan gälla krav på spridning av aktierna bland allmänheten, att årsredovisning och revisionsberättelser för de fem senaste räkenskapsåren skall visas upp m.m.

På obligationslistorna förs förutom obligationer bl.a. andelar i aktiefonder, konvertibla skuldebrev och skuldebrev som är förenade med optionsrätt.

Handeln med börspapper sker genom förhandlingar mellan börsmedlemmarna vid offentliga upprop eller som efterbörs i form av fria förhandlingar. Allmänheten äger fritt tillträde till åhörarplatserna vid börsens offentliga upprop.

Över förhandlingarna förs protokoll. I protokollet anges förekommande betalkurser samt köp- och säljkurser till bedömning av marknadsläget (slutkurser). Där anges även köparens och säljarens namn och vid avslut dessutom vilket

börspapper som överlåtit. Avslut och kurser som noterats skall omedelbart anslås i fondbörsens lokaler samt tas in i den officiella kurslistan.

Börsstyrelsen anger det minsta antal eller det lägsta nominella belopp som får bli föremål för notering (börspost).

Det offentliga uppropet innebär att handel sker med utgångspunkt från de olika listorna och med ett börspapper i taget. Börspapper som återfinns i A:I-, A:II- och O:I-listorna ropas dagligen och de som finns på övriga listor en gång i veckan. Sedan upprop skett avger börsmedlemmarna köp- och säljanbud. Sammanfaller dessa eller överstiger köpkursen säljkursen äger avslut rum. När avslut inte kommer till stånd noteras i protokollet de kurser till vilka köpare och säljare finns.

Inbördes affär, dvs. när börsmedlem har köp- och säljorder i samma papper, är tillåten om uppdragsgivaren inte uttryckligen förbjudit detta. Vid det offentliga uppropet får inbördes affär avslutas endast till den betalkurs som noterats omedelbart före affären. Under efterbörsen får sådan affär genomföras endast om betalkursen ansluter till marknadsläget och betalkurs eller slutkurs har noterats vid samma dags upprop av börspapperet.

Börsmedlem är skyldig att senast 30 minuter före uppropets början påföljande börsdag till fondbörsen anmäla avslut om minst en börspost som han gjort i aktier eller konvertibla skuldebrev utanför fondbörsen.

Handeln vid fondbörsen får endast avse avista köp eller försäljning. Handel med fondpapper på termin får således inte förekomma vid börsen. Som huvudregel tillämpas att köparen senast femte börsdagen efter avslut skall betala köpeskillingen. Säljaren skall omedelbart ställa börspapperen till sin uppdragsgivares förfogande.

3.1.5 Banklagstiftningen

Den 1 juli 1987 trädde en ny banklagstiftning i kraft. Därigenom fick man inom detta område fyra nya lagar, nämligen bankrörelselagen (1987:617), bankaktiebolagslagen (1987:618), sparbankslagen (1987:619) och föreningsbankslagen (1987:620). I bankrörelselagen finns sådana bestämmelser om bankverksamheten som är gemensamma för bankaktiebolag, sparbanks- och föreningsbanker, medan de övriga banklagarna tar upp regler av huvudsakligen associationsrättslig karaktär som är specifika för de olika bankkategorierna.

I detta avsnitt redovisas företrädesvis endast de regler i bankrörelselagen som anger ramarna för bankernas verksamhet.

En bank får bedriva verksamhet som innebär in- och utlåning av pengar samt, med vissa inskränkningar, annan verksamhet som har samband därmed. Verksamhet som enligt praxis ansetts ha sådant samband med in- och utlåningsverksamheten är notariatrörelse, valutahandel, beviljande av bankgarantier och mottagande av värdehandlingar till förvaring och förvaltning, (prop. 1986/87:12 s. 214). Därutöver har bankerna rätt att, efter tillstånd av bankinspektionen, bedriva fondkommissionsrörelse enligt fondkommissionslagen.

En bank får bevilja kredit endast om låntagaren på goda grunder kan förväntas fullgöra låneförbindelsen och dessutom betryggande säkerhet ställs i fast eller lös egendom eller i form av borgen. Banken har dock rätt att avstå från säkerhet om den kan anses obehövlig eller om det annars föreligger särskilda skäl. Enligt uttalanden i motiven (prop. 1986/87:12 s. 241) är säkerhet obehövlig vid kreditgivning till staten, kommuner eller andra säkra låntagare. Särskilda skäl att avstå från säkerhet kan föreligga då banken på objektiva grunder hyser förtroende för en låne-

sökande eller då fråga är om mindre lån i form av s.k. masskrediter.

Bankernas rätt att för egen del förvärva och driva handel är begränsad till viss i lagen uppräknad egendom. Där anges bl.a. att bankerna har sådan rätt vad gäller obligationer, förlagsbevis, förlagsandelsbevis och vissa andra fordringsbevis. Liksom vad gäller för fondkommissionsbolagen får en bank som driver fondkommissionsrörelse, för att underlätta rörelsen, även förvärva aktier, emissionsbevis samt andelar i aktiefonder och ekonomiska föreningar.

Det finns inte heller för bankernas del någon i lagen omnämnd möjlighet att för egen del förvärva t.ex. optioner avseende aktier, aktiefondsandelar eller obligationer. Liksom när det gäller fondkommissionsbolagen har lagen dock tolkats så att handel med sådana optioner är tillåten. Motivet är även här att eftersom bankerna får förvärva nämnda värdepapper så har det inte heller ansetts föreligga något hinder att förvärva och utfärda optioner avseende dessa.

Anskaffningsvärdet av en banks handelslager i dess fondkommissionsrörelse får inte uppgå till ett högre belopp än vad som gäller för fondkommissionsbolagens del, se avsnitt 3.1.3. När en bank ingår i en finansiell koncern finns särskilda regler om handelslager. Enligt bankinspektionens anvisningar skall bankerna liksom fondkommissionsbolagen redovisa förvärvade optioner avseende aktier, aktiefondsandelar och obligationer i anslutning till handelslagret för aktier och andra värdepapper. Värdet av optionsinnehavet påverkar inte heller för bankernas del handelslagrets storlek med avseende på nämnda begränsningsregel.

Bankinspektionen kan, om synnerliga skäl föreligger, tillåta en bank att inneha ett större handelslager än vad lagen anger. Tillstånd skall lämnas endast när ett klart dokumen-

terat och angeläget behov föreligger (prop. 1978/79:9 s. 179).

Bankerna är skyldiga att till skydd för insättarnas medel inneha eget kapital eller egna fonder till ett visst lägsta belopp. Kapitalkravet, som endast skall täcka in kreditriskerna, bestäms i förhållande till bankens tillgångar och ingångna garantiförbindelser. Vid beräkningen av kapitalkravet delas gjorda placeringar in i fyra grupper med olika riskgrad. Vad gäller placeringar i den lägsta riskgraden krävs ingen kapitaltäckning. I de övriga tre grupperna krävs kapitaltäckning med en, fyra resp. åtta procent av placeringen. Kravet på kapitaltäckning för bankerna skiljer sig således från vad som gäller för fondkommissionsbolagen, jfr avsnitt 3.1.3.

En bank liksom ett fondkommissionsbolag som t.ex. gentemot OM eller SOFÉ förmedlar en terminsaffär eller låter en kund utfärda en option via sig tar på sig en kreditrisk. Banken eller fondkommissionsbolaget garanterar enligt villkoren för handeln att kunden kan betala eller leverera värdepapper i enlighet med avtalet. Den risk som fondkommissionären tar återspeglas inte i balansräkningen (off-balance-sheet-exposures) och påverkar därför inte kraven på kapitaltäckning.

Genom en lagändring som träder i kraft den 1 juli 1988 ändras kapitaltäckningsreglerna för bl.a. banker och fondkommissionsbolag så att vissa ytterligare åtaganden kommer att omfattas av bestämmelserna om kapitaltäckning (prop. 1987/88:45, NU 9, rskr. 80, SFS 1987:1327-1328).

Motivet till förslaget är att det med bl.a. penningmarknadens framväxt introducerats en rad olika instrument som innebär stora åtaganden utanför balansräkningarna och för vilka enligt nuvarande bestämmelser inga kapitaltäckningskrav ställs. De kreditrisker som åtagandena kan med-

föra måste beaktas i kapitaltäckningshänseende. Exempel på sådana åtaganden är öppna positioner vid terminshandel. Enligt de nya bestämmelserna ges regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, bankinspektionen rätt att utfärda föreskrifter som innebär att ett åtagande kan få tas upp till ett belopp som är lägre än det nominella.

Bankerna står liksom fondkommissionsbolagen och Stockholms fondbörs under tillsyn av bankinspektionen.

3.1.6 Bankinspektionen

Bankinspektionen är en central förvaltningsmyndighet. Ramarna för dess verksamhet anges i förordningen (1988:93) med instruktion för bankinspektionen. Där anges att inspektionen har till uppgift att utöva tillsyn över bl.a. banker, fondkommissionsbolag och Stockholms fondbörs samt enligt lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden.

Den närmare innebörden av tillsynsverksamheten och sättet för tillsynens utövande samt inspektionens möjligheter att ingripa mot felaktiga förfaranden m.m. framgår av de lagar och andra författningar som reglerar de olika institutgruppernas verksamhet.

Tillvägagångssättet för inspektionens tillsyn enligt de författningar vars efterlevnad den satts att övervaka följer väsentligen samma mönster.

Inspektionen skall i första hand övervaka att de institut eller personer som är föremål för tillsynen följer de lagregler som gäller för verksamheten och de beslut eller föreskrifter som meddelats med stöd av lag. Inspektionen skall vidare även i övrigt med uppmärksamhet följa de verksamheter som avses med vederbörande författningar i den mån det behövs för kännedom om förhållanden som kan inverka på t.ex. fondkommissionsbolagens och bankernas säker-

het eller eljest är av betydelse för en sund utveckling av verksamheten.

Den fortlöpande tillsynen sker med ledning av handlingar som instituten är skyldiga att lämna till inspektionen eller hålla tillgängliga för inspektionens räkning. Tillsynen sker även genom att inspektionen inhämtar upplysningar vid undersökningar eller på annat sätt. Inspektionens rätt att företa undersökningar av banker och fondkommissionsbolag finns särskilt angiven i lag. Någon motsvarande bestämmelse vad gäller Stockholms fondbörs föreligger dock inte. I praktiken fungerar dock tillsynen på samma sätt.

Inspektionen får närvara vid och delta i överläggningar vid bl.a. ett fondkommissionsbolags eller en banks bolagsstämma. Inspektionen får även i vissa fall sammankalla bl.a. styrelsen för ett fondkommissionsbolag, bank eller Stockholms fondbörs och vid sådant styrelsesammanträde närvara och delta i överläggningarna. Ytterligare gäller att inspektionen skall utse en revisor att med övriga revisorer delta i revisionen av fondkommissionsbolag. Motsvarande regler gäller även beträffande bankerna med den skillnaden att inspektionen kan utse fler än en revisor.

Inspektionen får vad gäller bl.a. fondkommissionsbolagen och bankerna utfärda bindande föreskrifter om förvaring och inventering av värdehandlingar samt om hur räkenskaperna skall föras. Inspektionen utfärdar även allmänna råd för värdepappershandeln och i banketiska frågor.

Beslut av bl.a. styrelsen för Stockholms fondbörs eller en bank kan inhiberas av inspektionen om beslutet strider mot lag eller andra författningar eller vad gäller bank mot dess stadgar. Har beslutet redan verkställts äger inspektionen utfärda föreläggande om rättelse där så kan ske.

Någon motsvarande bestämmelse avseende fondkommissionsbolagen finns inte. Om en lagöverträdelse innefattar ett uppenbart åsidosättande av en uppdragsgivares intresse eller annat förhållande visar att ett fondkommissionsbolag är olämpligt att driva fondkommissionsrörelse kan inspektionen emellertid återkalla tillståndet att utöva sådan rörelse. Återkallelse kan även ske om det egna kapitalet nedgått så att det understiger två tredjedelar av det registrerade aktiekapitalet och bristen inte är fylld inom tre månader efter det den blev känd för bolaget samt om rörelsen på annat sätt än som nu nämnts är till skada för det allmänna. Som alternativ till återkallelse kan skriftlig erinran förekomma. Sådan erinran får följas av föreskrifter om rättelse. Inspektionen har även möjlighet att reagera på mindre allvarliga missförhållanden. Enligt fondkommissionslagen ges sålunda inspektionen rätt att i ett särskilt beslut rikta anmärkning mot missförhållanden och enligt bankrörelselagen kan inspektionen meddela de erinringar i fråga om verksamheten som finnes påkallade. Någon motsvarande föreskrift finns inte i lagen om Stockholms fondbörs.

De förelägganden, föreskrifter eller förbud som inspektionen meddelar kan i allmänhet förenas med vite. Vissa förfaranden har även straffsanktionerats. Till sådana förfaranden hör företrädesvis att någon bedriver tillståndspliktig verksamhet utan tillstånd eller lämnar inspektionen felaktiga upplysningar.

3.2 Den svenska options- och terminsmarknadens organisation och regelverk

Den börshandel med standardiserade optioner och terminer som är organiserad i en marknadsform med en central marknadsplats och en clearingorganisation sker i dag vid två företag dels Stockholms Optionsmarknad OM Fondkommission Aktiebolag (OM), dels Sweden's Options and Futures Exchange Aktie-

bolag (SOFE)/Stockholms Clearinghus Aktiebolag (Clearingbolaget).

3.2.1 Stockholms Optionsmarknad OM Fondkommission Aktiebolag

3.2.1.1 OM:s organisation

OM bildades 1984. Handeln med optioner inleddes i juni 1985.

OM är ett fondkommissionsbolag och står därmed under tillsyn av bankinspektionen. I fondkommissionstillståndet angav bankinspektionen bl.a. att den omständigheten att inspektionen beviljade tillstånd inte innebär att inspektionen tagit ställning till frågan om hur optionshandeln och clearingens på sikt skall vara anordnad.

OM:s aktiekapital uppgår till 23,5 milj. kr. Bolaget ägs till 23 procent av Investment AB D Carnegie & Co, 19,4 procent av vardera AB Investor och Förvaltnings AB Providentia, 7,7 procent av OM:s grundare, 6,1 procent av AB Basen, i vilket bolag OM:s grundare har ett avgörande inflytande, 3,1 procent av AB Fortos. Återstoden av aktiekapitalet, 21,3 procent, är fördelad mellan till OM anslutna fondkommissionärer och mellan vissa institutionella placerare, vissa affärskontakter till och anställda i OM, medlemmar i Sveriges Aktiesparares Riksförbund och kunder i vissa fondkommissionsbolag och i S-E-Banken. OM:s aktier noteras på den inofficiella listan.

OM har etablerat handel med standardiserade aktie-, index- och ränteoptioner samt med standardiserade index- och ränteterminer. Handeln bedrivs i huvudsak på grundval av avtal mellan OM å ena sidan och banker, fondkommissionsbolag samt fristående företag och enskilda personer å andra sidan.

OM utför i egen regi i praktiken två huvudfunktioner dels tillhandahålls en marknadsplats, dels upprätthålls en clearingfunktion. Formellt kan OM även driva fondkommissionsrörelse.

Hos OM skiljer man mellan kunder som är direkt anslutna och sådana som inte är det. De direkt anslutna kunderna kan ta kontakt med OM och få en order utförd. Övriga kunder måste vända sig till en direktansluten kund för att kunna få en affär genomförd. De direkt anslutna kunderna är till att börja med banker och fondkommissionsbolag. Dessa äger rätt att göra affärer i kommission eller för egen räkning. De kan också uppträda som market makers i något eller några instrument. Övriga direkt anslutna kunder är fristående företag eller enskilda personer som uppträder som market makers i handeln.

OM:s marknadsplats består av tre handelsenheter; en för handel i aktieoptioner, en för indexinstrument och en för ränteinstrument. Handeln med aktieoptioner och med indexinstrument sker genom en telefonstödd terminalhandel kompletterad med neutrala mäklare vilka är anställda hos OM. Handeln med ränteinstrument är däremot en ren telefonmarknad. Den mäklarverksamhet som OM bedriver med avseende på telefonmarknaden brukar benämnas OM:s brokerfunktion. De typer av order som nedan benämns blockorder och kombinerade order tas om hand av brokerfunktionen. Någon möjlighet för de till OM direkt anslutna kunderna eller allmänheten att följa handeln genom att besöka marknadsplatsen finns inte. Handeln hos OM utförs på olika sätt beroende på om ordern är villkorad eller ej. I princip finns tre sätt att få en affär registrerad hos OM.

1. Orderbok: I orderboken som är datoriserad sker automatiska avslut avseende ej villkorade order utan medverkan av OM:s personal. I orderboken för de som är direkt anslutna till handeln själva in sina köp- resp. säljbud i data-

terminalen. I terminalen sammanförs (matchas) sedan automatiskt inkomna order efter kriterierna bästa pris och ankomsttid.

2. Blockorder: Blockorder är villkorade order på minst 10 kontrakt av typ allt eller intet. Handeln är en telefonmarknad. De order, som telefoneras in, noteras på en tavla med angivande av tid. Sälj- och köporder sammanförs sedan av hos OM anställda mäklare. Sammanföringen av order sker efter samma principer som för den elektroniska handeln. Någon aktiv mäklarverksamhet förekommer i princip inte. Mäklarna söker endast på sina tavlor upp ett motsatt intresse varefter avslut kan ske. Varje avslut registreras omedelbart i datasystemet och sprids till marknaden. Genom blockorder kan aktörerna anonymt genomföra större order.

3. Kombinerade order: Kombinerade order är en särskild typ av villkorade order såsom en conversion, straddle osv., se avsnitten 2.6.5.2 och 2.6.5.4. Handeln är en telefonmarknad. Inringda order noteras med angivande av tid på en tavla. Om de hos OM anställda mäklarna på sina tavlor kan sammanföras inkomna order görs avslut och avslutet registreras omedelbart i datasystemet. Så långt fungerar det på samma sätt som vid blockorder. Det kan emellertid inträffa att den villkorade ordern inte kan sammanföras med de order som finns antecknade på tavlorna. De av OM anställda mäklarna kan då ringa upp den som anmält ett intresse som kan kombineras med någon del av den villkorade ordern för att på så sätt försöka aktivt mäkla ihop affären. Vid valet av vem eller vilka som rings upp och i vilken turordning detta skall ske följer man den prioriteringsordning som gäller för den datoriserade orderboken, dvs. bästa pris följt av ankomsttid. Enligt OM har denna aktiva mäklarverksamhet använts i mycket begränsad omfattning.

Härutöver gäller att affärer som gjorts upp utanför OM kan anmälas till OM för registrering. Anmälan kan ske

under dagen eller som efteranmäld affär efter den ordinarie handelns slut.

OM:s verksamhet finansieras genom uttagande av avgifter. Information om handeln vid OM sprids via börsmonitorsystemet, Reuterssystemet m.fl. datasystem och i dagspressen.

Enligt en bestämmelse i anställningsavtalet är personalen vid OM förbjuden att göra egna affärer i de instrument som tillhandahålls av OM. De får inte heller göra affärer i instrument som tillhandahålls av SOFE. Inte heller får de i princip förvärva fondpapper som är föremål för options- eller terminshandel vid OM eller SOFE annat än för långsiktig förmögenhetsförvaltning. Förbuden gäller också närstående fysiska och juridiska personer.

OM omsatte under 1986 ca 2,4 milj. kontrakt och under 1987 ca 9,9 milj. kontrakt. Omsättningen uttryckt i antalet kontrakt fördelar sig enligt följande: aktieoptioner 2,2 milj., ränteoptioner 760 000, indexoptioner 6,7 milj. och indexterminer 160 000. Uttryckt i premie uppgick omsättningen på optionerna till ca 20 miljarder kr. Omsättningen vad gäller indexterminerna uttryckt i det underliggande värdet uppgick till ca 8 miljarder kr. På aktieoptionssidan var OM under 1987 helt dominerande. Andelen av indexmarknaden varierade under 1987 efter det att SOFE startade sin verksamhet mellan ca 60-90 procent. Under årets första månader hade OM ca 80 procent av indexoptionsmarknaden och 50-70 procent av indexterminsmarknaden. På ränteoptionsmarknaden finns ingen konkurrent till OM.

OM driver också verksamhet i två dotterbolag, OM Institutet AB och OM International AB. Det först nämnda dotterbolaget bedriver utbildningsverksamhet avseende options- och terminshandel och genom OM International planerar OM att etablera optionsbörser i Finland, Norge och Frankrike.

3.2.1.2 OM:s handelsregler för optioner

Allmänt

De bestämmelser som gäller för handeln vid OM regleras av de Allmänna villkor som OM fastställt efter samråd med bankinspektionen. Anslutningen till handeln sker genom att kunderna undertecknar ett avtal benämnt Öppnings- och pantförskrivningshandling. I detta avtal godkänner kunden bl.a. de Allmänna villkoren.

Standardiserade moment

I de Allmänna villkoren anges vilka moment som är givna för de standardiserade optionerna.

Aktieoptioner

Vad gäller aktieoptioner är följande villkor givna; vilka aktier optionen avser, antal aktier, pris (lösenpris) och avtalstid (löptid).

En aktieoption avser alltid 100 aktier. Under vissa omständigheter kan avvikelser därvidlag ske om förändring i ett bolags kapitalstruktur inträffar t.ex. på grund av fond- eller nyemission eller uppdelning eller sammanläggning av aktier. Hur och när omräkningen skall ske finns reglerat i de Allmänna villkoren.

Vilka bolags aktier som optionerna avser avgörs av OM. De aktier som kan komma i fråga är enligt de Allmänna villkoren endast sådana som är registrerade på Stockholms fondbörs.

Lösenpriset är det pris per aktie som optionsinnehavaren skall betala om optionen utnyttjas. OM bestämmer lösenpriset utifrån ett antal i villkoren fastställda standardiserade lösenpriser. Även lösenpriset kan under vissa omständig-

heter komma att räknas om. Hur och när omräkning skall ske framgår av de Allmänna villkoren.

Med en options löptid avses den tidsperiod under vilken optionen kan utnyttjas. Löptiden överstiger numera inte sex månader. Den börjar i och med avslut för optionsaffären och slutar tredje fredagen (slutdag) i den månad (slutmånaden) som angetts i optionen. Är nämnda fredag inte börsdag slutar löptiden närmast föregående börsdag.

Slutmånaden anges i optionens beteckning. Olika optionsklasser inplaceras i olika grupper. Inom varje grupp inträffar slutmånaden enligt ett rullande schema.

Indexoptioner

Vad gäller indexoptioner är följande moment givna; optionsklass, lösenindex och löptid. Det underliggande värdet för en indexoption hos OM utgörs av andelar i Aktiefonden Delta som förvaltas av Skandiainvest.

Med optionsklass avses optioner relaterade till samma index. OM:s indexoptioner är kopplade till aktieindexet OMX. OMX är baserat på börsvärdet av de 30 mest omsatta aktierna på Stockholms fondbörs A1-lista. Indexgivare, dvs. ansvarig för konstruktionen av indexet och den löpande beräkningen, är ett från OM fristående företag, Findata Finansiell Information AB.

Med lösenindex förstås det indexvärde som ingår i optionens beteckning.

Löptiden för indexoptioner överstiger inte sex månader.

Slutdagen infaller fjärde fredagen i slutmånaden om denna dag är en börsdag och i annat fall närmast föregående börsdag. Slutmånaden anges i optionen och är januari, mars,

maj, juli, september eller november. Löptiden är högst sex månader.

Ränteoptioner

Vad gäller ränteoptioner är följande moment givna; kontraktsinstrument, nominellt belopp, pris (lösenränta) och löptid.

OM utfärdar och förvärvar för närvarande optioner endast i av svenska staten utfärdade riksobligationer på nominellt en miljon kronor. Den obligation som optionen avser kallas kontraktsoption. Reglerna är utformade så att de även kan tillämpas på andra kreditmarknadsinstrument som omsätts på obligations- och penningmarknaden.

Lösenräntan är den effektiva årsränta enligt vilken priset på kontraktsoptionen skall beräknas om optionen utnyttjas. De av OM fastställda lösenräntorna sätts i princip med intervaller om 0,20 procent.

Löptiden för ränteoptioner överstiger inte sex månader. Slutdag och slutmånad anges i optionen. Slutmånad för ränteoptioner är mars, juni, september och december.

De olika typerna av optioner

I detta avsnitt klargörs närmare vad det innebär att förvärva en aktie-, index- och ränteoption.

En köption avseende aktier ger innehavaren rätt att till i optionen angivet pris per aktie (lösenpriset) och inom i optionen angiven tid (löptiden) köpa 100 aktier av i optionen angivet slag.

En säljoption avseende aktier ger innehavaren på motsvarande sätt en rätt att sälja 100 aktier av i optionen angivet slag.

Aktieoptioner betecknas genom att ifrågavarande aktieslag, slutmånad och lösenpris i kronor per aktie anges. Därutöver anges att det är fråga om en köp- eller säljoption (optionslag) samt köp- och säljkurs i kronor per aktie.

Den som förvärvar en köpoption med beteckningen: Volvo B bu OKT 200 köp 15.50-16, äger rätt att när som helst till och med tredje fredagen i oktober köpa 100 stycken bundna B aktier i Volvo för 200 kr. styck. För optionen betalar köparen bortsett från transaktionskostnader enligt exemplet 1 600 kr.

En köpindexoption berättigar innehavaren att på slutdagen mot erläggande av lösenbeloppet ($\text{lösenindex} \times 100$) förvärva det antal andelar i Aktiefonden Delta som erhålls genom att slutbeloppet ($\text{indexet OMX:s värde på slutdagen} \times 100$) divideras med utgivningspriset (fondandelsvärdet av en fondandel i aktiefonden plus transaktionskostnader) för en sådan andel på slutdagen.

På motsvarande sätt ger en säljindexoption innehavaren rätten att på slutdagen mot erhållande av lösenbeloppet sälja det antal andelar i Aktiefonden Delta som erhålls genom att slutbeloppet divideras med inlösenpriset (fondandelsvärdet av en fondandel i aktiefonden minus transaktionskostnader) för en sådan andel på slutdagen.

En indexoption betecknas genom angivande av optionsklass, slutmånad och lösenindex. Dessutom anges optionsslag samt köp- och säljkurs uttryckt i en 100-dels option.

Den som förvärvar en option med beteckningen: OMX Mars 550 Köp 10-12, äger rätt att fjärde fredagen i mars köpa andelar i Aktiefonden Delta för 55 000 kr. Antag att OMX på slutdagen stigit till 570 och att utgivningspriset på slutdagen för en andel i aktiefonden är 1 500 kr. Med dessa förutsättningar erhåller innehavaren, genom att erlægga

55 000 kr., 38 stycken (57 000/1 500) andelar i aktiefonden till ett värde motsvarande 57 000 kr. För optionen har köparen bortsett från transaktionskostnader enligt exemplet betalat 1 200 kr.

En köpränteoption ger innehavaren rätten att till i optionen angivet pris (lösenränta) och en bankdag före i optionen angivet datum (slutmånad, slutdag) köpa nominellt en miljon kr. av i optionen angiven obligation.

På motsvarande sätt ger en säljränteoption innehavaren rätten att till i optionen angivet pris och en bankdag före i optionen angivet datum sälja nominellt en miljon kr. av i optionen angiven obligation.

Utfärdaren av en ränteoption äger rätt att bestämma vilken av flera olika obligationer som han avser att leverera. Det är således inte nödvändigt att leverera en kontraktsoption. OM anger vilka obligationer som vid varje tid är leveransgilla.

Ränteoptioner betecknas genom angivande av kontraktsoption, slutmånad, slutdag, lösenränta samt optionsslag. Därutöver anges köp- och säljkurs uttryckt i en 100-dels option.

Den som förvärvar en köpoption med beteckningen: RO 1 006 Mars 6 13.50 % Köp 90-100, äger rätt att en bankdag före den 6 mars köpa en riksobligation med nummer 1006 å nominellt en miljon kr. Överlåtelsepriset för obligationen skall beräknas så att den fram till återbetalningstidpunkten ger en årlig effektiv förräntning motsvarande 13,5 procent. För optionen betalar köparen bortsett från transaktionskostnader, enligt exemplet 10 000 kr.

Optionsserier

Då OM upptar en ny optionsserie för handel anger OM för varje optionsslag minst två optioner med olika lösenpriser. För aktieoptionerna sätts ett lösenpris över och ett under börskursen för ifrågavarande aktie. Indexoptionerna upptas för handel med ett lösenindex som ligger över och ett som ligger under dagsindexet närmast föregående börsdag. På motsvarande sätt upptas ränteoptioner för handel med en lösenränta som ligger över och en som ligger under marknadsräntan på terminsmarknaden för ifrågavarande kontraktsobligation.

Nya optioner med samma slutmånad kan upptas för handel om börskursen på ifrågavarande aktier eller värdet på indexet eller marknadsräntan förändras på i de Allmänna villkoren angivet sätt.

Premien

När OM utfärdar en option till kunden skall kunden betala en premie för optionen till OM. När kunden utfärdar en option till OM skall kunden erhålla en premie för optionen av OM. Premien är alltså priset för optionen och detta bestäms när avslut träffas om optionsaffären.

Leveranskapacitet och säkerhet

Allmänt

OM:s position i optionshandeln skall alltid vara neutral, dvs. de av OM utfärdade och de av OM innehavda optionerna skall balansera varandra. I förening med de säkerhetskrav som OM ställer på sina kunder anses härigenom garantier ha skapats för att OM alltid skall kunna uppfylla vad som utlovats i optionsvillkoren. OM har dock dessutom avsatt medel

i en fond som skall utgöra den yttersta garantin för varje options eller termins uppfyllelse.

De krav som OM ställer på sina kunder vad gäller leveranskapacitet och säkerhet redovisas i sina huvuddrag nedan.

Aktieoptioner

För att en kund hos OM skall få utfärda en köption eller förvärva en säljoption avseende aktier krävs att han senast dagen efter det att avslut skedde visar att han har kapacitet att leverera de aktier som avses med optionen om lösen blir aktuell. Att kunden verkligen har sådan kapacitet säkerställs antingen genom deposition av aktierna eller genom att kunden presterar en s.k. motoption. Med motoption avses att kunden innehar en köption i samma optionsklass som den innehavda säljoptionen respektive utfärdade köptionen.

Om kravet uppfylls genom deposition av aktierna skall dessa när det är fråga om direktaffär deponeras hos bank eller annan fondkommissionär. Vid kommissionsaffär skall aktierna förvaras hos mäklaren i särskild depå i kundens namn. Aktierna skall vara pantförskrivna till OM. Avser affären en kommissionsaffär skall mäklaren av kunden ha erhållit ett oåterkalleligt uppdrag att leverera aktierna vid eventuell lösen. Det åligger därvid fondkommissionären att se till att bestämmelserna i de Allmänna villkoren följs.

Som nämnts kan en kund i stället för att deponera de aktier som avses med optionen anvisa en motoption. I de Allmänna villkoren anges inte hur man skall säkerställa att kunden inte förfogar över motoptionen under den tid då leveranskapacitetskravet kvarstår. Däremot framgår att fondkommissionären gentemot OM är ansvarig för att säkerhet för kundens leveranskapacitet ställts enligt de Allmänna vill-

koren. Det torde därför ankomma på den enskilde fondkommissionären att själv bestämma hur detta skall ske.

Förutom anvisande av motoption krävs enligt villkoren i visst fall ytterligare säkerhet. Tilläggssäkerhet skall ställas i det fall då motoptionens lösenpris överstiger börsvärdet på de underliggande aktierna. Tilläggssäkerhet skall då ställas med ett belopp som motsvarar skillnaden mellan lösenpriset och börsvärdet av ifrågavarande aktier.

Genom dessa regler anses sörjt för att den kund som utfärdar en köpaktieoption eller innehar en säljaktieoption alltid har kapacitet att leverera de aktier som optionen avser.

OM räknar efter varje börsdags slut fram ett s.k. säkerhetsaldo för varje kund. Blir saldot negativt måste säkerhet ställas. Blir det positivt föreligger inget behov av säkerhet.

Säkerhetsbeloppet är avsett att skapa garantier för att en optionsutfärdare skall kunna fullgöra den skyldighet som optionen innebär. Säkerhetsbeloppets storlek räknas fram enligt de principer som framgår nedan. Utgångspunkten är ett av OM fastställt schablonbelopp (grundbelopp) beräknat på börsvärdet av de aktier som optionen avser. För att täcka detta grundbelopp får optionsutfärdaren använda sig av plusvärdet på de optioner som han innehar.

Tillvägagångssättet för beräkandet av säkerhetsnettot är följande. Först beräknas det sammanlagda nettovärdet av innehavda optioner med positivt nettovärde. Med nettovärdet för en köpoption menas skillnaden mellan dagsvärdet, dvs. den sista noterade betalkursen på Stockholms fondbörs för de aktier som optionen avser, och lösenpriset för dessa aktier. Nettovärdet för en säljoption utgörs på

motsvarande sätt av skillnaden mellan lösenpriset och dagsvärdet.

Från det sålunda beräknade nettovärdet dras grundbeloppet.

Grundbeloppet utgör fem procent av dagsvärdet av de aktier som optionen avser eller det högre belopp som räknas ut på följande sätt. Till ett grundbelopp på 25 procent av nyss angivna dagsvärde adderas den utfärdade optionens positiva nettovärde. Föreligger i stället ett negativt nettovärde för den utfärdade optionen skall detta subtraheras från angivet grundbelopp.

Säkerhetsnettot beräknas för varje optionsklass. Härfter summeras säkerhetsnettot för samtliga optionsklasser ihop. Uppkommer negativt saldo måste säkerhet ställas.

Några exempel får illustrera hur reglerna fungerar. Exempen visar hur en utfärdad säljoption skall säkerställas.

1. Nettovärde för den utfärdade säljoptionen - 7 000 kr.
(dvs. optionen går med vinst). Dagsvärde 30 000 kr.

Säkerhet måste ställas med det högsta av följande belopp:

- a) $5\% \text{ av } 30\,000 = 1\,500 \text{ kr.}$
- b) $-7\,000 + 25\% \text{ av } 30\,000 = 500 \text{ kr.}$

2. Nettovärde för den utfärdade säljoptionen 0 kr. Dagsvärde 30 000 kr.

Säkerhet ställs med det högsta av följande belopp:

- a) $5\% \text{ av } 30\,000 = 1\,500 \text{ kr.}$
- b) $0 + 25\% \text{ av } 30\,000 = 7\,500 \text{ kr.}$

3. Nettovärde för den utfärdade säljoptionen + 2 000 kr.
(dvs. optionen går med förlust); dagsvärde 30 000 kr.

Säkerhet måste ställas med det högsta av följande belopp:

- a) 5 % av 30 000 = 1 500 kr.
- b) 2 000 + 25 % av 30 000 = 9 500 kr.

Säkerhet för utfärdade köpoptioner finns alltid på grund av leveranskapacitetskravet. Den överskottssäkerhet som uppstår på grund av leveranskapacitetskravet får tillgodo-räknas på t.ex. utfärdade säljoptioner.

Säkerheten skall ställas till fondkommissionären. Den fondkommissionär som inte är bank skall i sin tur ställa säkerhet till OM med samma belopp. Med fondkommissionärens medgivande kan kunden ställa säkerhet direkt till OM.

Den säkerhet som kunden skall ställa till fondkommissionären skall bestå av antingen pantförskrivning av ett belopp på särskilt konto hos en fondkommissionär eller hos en bank eller bankborgen såsom för egen skuld eller annan av OM godkänd säkerhet.

Den säkerhet som fondkommissionären skall ställa till OM skall bestå av antingen ett pantförskrivet belopp på särskilt konto hos en bank eller bankborgen såsom för egen skuld eller annan av OM godkänd säkerhet. Säkerhet som ställs till OM skall förvaltas av en av OM godkänd bank s.k. säkerhetshållande bank.

Säkerhet skall ställas under första börsdagen efter den dag säkerhetssaldot ändrats. Fondkommissionären och den säkerhetshållande banken är skyldiga att till OM bekräfta att kunden respektive fondkommissionären ställt erforderliga säkerheter.

I de Allmänna villkoren föreskrivs också att varje kund skall som generell säkerhet för sina affärer med OM hos fondkommissionären pantförskriva samtliga anspråk som kunden har mot OM och att OM i första hand skall ta i anspråk

denna säkerhet innan övriga säkerheter eller fondkommissionärens betalningsansvar utnyttjas.

Ansvarsfördelningen mellan kunden, fondkommissionären och OM är följande. De direkt anslutna kunderna svarar gentemot OM för de åtaganden som gjorts vad gäller affärer i egen räkning. Fondkommissionärerna svarar dessutom i kommissionsaffärerna för att kundens förpliktelser mot OM fullgörs och att leveranskapacitet finns samt att säkerhet ställs i enlighet med vad som föreskrivs i de Allmänna villkoren. Kunden är ersättningsskyldig mot fondkommissionären för det belopp som denne kan komma att utge till OM på grund av sitt nyssnämnda ansvar.

Indexoptioner

Något krav på leveranskapacitet uppställs inte för indexoptionerna.

Säkerheten skall bestå av ett av OM vid varje börsdags slut fastställt säkerhetsbelopp. För kund som inte är bank skall säkerheten utgöras av ett på särskilt konto hos bank pantförskrivet belopp eller av annan av OM godkänd säkerhet eller av bankgaranti.

Säkerhetsbeloppet utgörs av ett grundbelopp för varje utfärdad option som motsvarar 15 procent av dagsbeloppet. Med dagsbeloppet förstås produkten av dagsindex och indexmultiplikatorn. Dagsindex utgörs av indexvärdet vid slutet av viss börsdag och indexmultiplikatorn av en i kronor bestämd storhet; för OMX 100 kr. Grundbeloppet skall där efter ökas eller minskas med den utfärdade optionens nettovärde vilket för köption utgörs av skillnaden mellan dagsbelopp och lösenbelopp (produkten av lösenindex och indexmultiplikatorn) och för säljoption skillnaden mellan lösenbelopp och dagsbelopp. Det framräknade beloppet kallas för säkerhetsnetto. Detta får aldrig understiga 1 000 kr.

För utfärdare av OMX-optioner som även innehar sådana kan säkerhetsnettot minskas med de innehavda optionernas nettovärde.

För en kunds affärer med indexoptioner och indexterminer kan gemensam säkerhetsberäkning (crossclearing) ske.

Några exempel får illustrera hur reglerna fungerar. Exempelen visar hur en utfärdad säljoption skall säkerställas.

1. Nettovärde + 3 000 kr. (dvs. optionen går med förlust).
Dagsbelopp 50 000 kr.

Säkerhet skall ställas med det högsta av följande belopp:

- a) 1 000 kr.
- b) $15 \% \text{ av } 50\,000 + 3\,000 = 10\,500 \text{ kr.}$

2. Nettovärde 0 kr. Dagsbelopp 50 000 kr.

Säkerhet måste ställas med 7 500 kr. ($15 \% \text{ av } 50\,000 \text{ kr.}$).

3. Nettovärde - 10 000 kr. (dvs. optionen går med vinst).
Dagsvärde 50 000 kr.

Säkerhet måste ställas med det högsta av följande belopp:

- a) 1 000 kr.
- b) $15 \% \text{ av } 50\,000 - 10\,000 \text{ kr.} = -2\,500 \text{ kr.}$

Säkerhetshanteringen och ansvarsfördelningen mellan OM och övriga aktörer fungerar vad gäller indexoptionerna på i princip samma sätt som beskrivits i avsnittet om aktieoptioner.

Ränteoptioner

Inte heller för ränteoptionernas del uppställs något krav på leveranskapacitet.

Säkerhet kan ställas på ett av följande två sätt.

För det första kan säkerhetskravet uppfyllas genom att kunden anvisar en av honom innehavd ränteoption (motooption) med lika eller bättre villkor än den utfärdade. En motoption med sämre villkor kan accepteras om kunden dessutom deponerar ett kontantbelopp eller annan av OM godkänd säkerhet som täcker skillnaden.

För det andra kan säkerheten bestå av ett s.k. marginalbelopp. Marginalbeloppet utgörs av dels ett grundbelopp och dels ett rörligt belopp. Grundbeloppet är 42 000 kr. motsvarande en ränteförändring på 1,2 procent. Marginalbeloppet får ej, utom vid kombinerade affärer, understiga 10 000 kr. för varje utfärdad option. Det rörliga beloppet fastställs dagligen av OM. Om optionens lösenränta överensstämmer med marknadsräntan utgörs marginalbeloppet av grundbeloppet. Avviker marknadsräntan från lösenräntan till nackdel för kunden skall säkerhetsbeloppet höjas med skillnaden mellan värdet av en kontraktsobligation beräknat utifrån marknadsräntan och värdet av en kontraktsobligation beräknat utifrån lösenräntan. Om marknadsräntan är högre än lösenräntan så kan man skaffa sig riksobligationer billigare på andrahandsmarknaden än via optionen. Den som utfärdat en säljoption går då med förlust. Han kan tvingas att köpa en dyr obligation på grund av optionen i stället för att förvärva den billigt på andrahandsmarknaden. I detta fall måste alltså utfärdaren av en säljoption ställa ytterligare säkerhet. Är lösenräntan högre än marknadsräntan innebär det att den som utfärdat en köpoption går med förlust. Han kan tvingas att sälja en riksobligation på grund av optionen billigare än vad det kostar att förvärva den på andrahandsmarknaden. Mellanskillnaden måste han deponera som säkerhet.

OM fastställer varje dag den marknadsränta som utgör grund för beräkning av det rörliga beloppet. Räntan bestäms i

princip utifrån ett genomsnitt av den köpränta och den säljränta som dagligen vid handelns slut noteras av OM.

I princip gäller följande.

<u>Utfärdad option</u>	<u>Säkerhet</u>
Förlustoption	Förlust + grundbelopp
Parioption	Grundbelopp
Vinstoption	Grundbelopp - vinsten (dock lägst 10 000 kr. för varje utfärdad option)

Om optionerna ingår i en kombinerad affär gäller inte regeln att säkerhetsbeloppet skall uppgå till minst 10 000 kr. per utfärdad option.

För en kunds affärer med räntoptioner och ränteterminer kan gemensam säkerhetsberäkning (crossclearing) ske.

Säkerhetshanteringen fungerar i princip på samma sätt som beskrivits i ansnittet om aktieoptionerna.

De till handeln direkt anslutna kunderna svarar gentemot OM för de åtaganden som gjorts i egna affärer.

Den fondkommissionär som svarar för en kunds clearingkonto (kontohållaren) ansvarar för att kundens anslutning till handeln skett på ett sätt som överensstämmer med de Allmänna villkoren samt att kunden erlägger stipulerade avgifter till OM och att leverans eller betalning inte tillförs clearingkontot utan att OM erhåller kundens motprestation. Den fondkommissionär som genomför en kommissionsaffär ansvarar för att premien betalas och att säkerheter ställs i samband med att affären genomförs. Sedan detta gjorts upphör fondkommissionärens ansvar för kundens förpliktelser.

Undantag från bestämmelserna i de Allmänna villkoren om
ställande av säkerhet

QM äger enligt de Allmänna villkoren rätt att befria viss kategori av kunder från att ställa säkerhet. Dessa aktörer brukar benämnas nollriskkunder. Sådana finns också i ledet kund-fondkommissionär. Till denna kategori av kunder torde främst höra banker, försäkringsbolag och kommuner.

Optionskonto

Varje ansluten fondkommissionär har hos QM ett optionskonto för varje typ av aktiemarknadsinstrument. Som underkonton till detta förs dels ett konto för fondkommissionärens egna affärer bortsett från market makeraffärerna och dels ett konto för varje kund vad avser kommissionsaffärerna. En enskild kund kan hos samma fondkommissionär ha flera konton och inget hindrar att en kund gör affärer genom flera fondkommissionärer. Det ankommer på fondkommissionären att ange på vilket konto en affär skall bokföras. Kundkonto anges endast genom en nummerkombination varför QM inte kan identifiera en enskild kund. För market maker-affärer förs särskilda konton.

När det gäller ränteinstrumenten har QM infört en del särskilda begrepp som här endast kortfattat redovisas. En kund som önskar göra affärer med ränteoptioner måste genom en fondkommissionär öppna ett s.k. clearingkonto där kundens affärer skall bokföras. Affärer som registreras på clearingkontot måste vara knutna till en s.k. handelsidentitet, dvs. kunden får en nummerkombination som alltid skall anges för att affären skall registreras på rätt clearingkonto. En och samma handelsidentitet får knytas endast till ett och samma clearingkonto. En kund kan ha flera clearingkonton och till varje clearingkonto kan kopplas flera handelsidentiteter. Genom att en kund kan samla alla sina affärer på ett clearingkonto trots att han gör affärer

via flera fondkommissionärer kan en sammanräkning av säkerhetskravet ske.

Avgifter

OM tar ut avgifter av både optionsutfärdare och optionsköpare. Avgifterna tas ut för varje genomförd transaktion. Transaktionskostnaderna debiteras fondkommissionärerna. Det står sedan fondkommissionärerna fritt att bestämma de avgifter de i sin tur tar ut av sina kunder. För aktie- och indexoptionerna fördelar sig transaktionskostnaderna på en rörlig och en fast del. Den rörliga delen är 0,6 procent av premien. Den fasta delen som kallas clearingavgift är en procent av premien dock högst 15 kr. och lägst 6 kr. För market makers uppgår avgiften till 0,6 procent av premien dock högst 10 kr. och lägst 3 kr. En marker maker betalar hälften av nämnda belopp.

För ränteoptionerna utgörs transaktionskostnaden endast av en fast avgift som uppgår till 3 procent av premien dock högst 45 kr. och lägst 15 kr. En market maker betalar 1 procent av premien dock högst 15 kr. och lägst 6 kr.

Övrigt

Handel i en aktieoptionsklass får enligt de Allmänna villkoren inte äga rum under den tid som börsstopp råder för ifrågavarande aktie.

OM äger rätt att avbryta handeln med indexoptioner om kursinformationen avseende någon aktie som ingår i indexet saknas eller är felaktig eller om indexvärden inte enligt OM:s bedömande fastställs med erforderlig frekvens.

OM äger generellt eller för viss kund införa begränsningar vad gäller antalet utfärdade och innehavda optioner.

Fullgör kund inte sina förpliktelser enligt de Allmänna villkoren äger OM - om inte rättelse sker inom viss tid - utestänga kunden från att göra optionsaffärer.

3.2.1.3 OM:s handelsregler för terminer

Inledning

Hos OM förekommer, förutom i föregående avsnitt beskrivna handel med optioner, även handel med indexterminer och ränteterminer. De bestämmelser som reglerar handel med terminskontrakt vid OM finns i av bolaget utfärdade Allmänna villkor för affärer i standardiserade indexterminer relaterade till aktieindex samt Allmänna villkor för optioner och terminer avseende kreditmarknadsinstrument. Det aktieindex som avses när det gäller indexterminerna är detsamma som används för OM:s indexoptioner, nämligen indexet OMX och den underliggande tillgången utgörs av andelar i aktiefonden Delta. Den underliggande tillgången vad gäller ränteterminerna är densamma som för ränteoptionerna.

Under hösten 1987 erbjöd OM marknaden clearing av standardiserade terminskontrakt avseende femåriga riksobligationer där avslut skett på obligationsmarknaden. I denna verksamhet tillhandahåller alltså OM inte marknadsplats utan endast clearing. Omsättningen har hittills varit relativt blygsam. I februari 1988 introducerade OM i stället ett eget ränteterminskontrakt avseende riksobligationer å nominellt en miljon kr. När det gäller detta ränteterminskontrakt tillhandahåller OM, liksom vad gäller för optionsaffärerna och för indexterminerna, både marknadsplats och clearing.

Även i handeln med terminer är OM:s roll neutral, vilket innebär att varje terminskontrakt med en kund som köpare och OM som säljare skall motsvaras av ett likalydande kontrakt med en kund som säljare och OM som köpare. Även i övrigt är handeln med terminer organiserad på samma sätt som handeln

med optioner. I det följande redovisas därför huvudsakligen endast de bestämmelser som är särskiljande för handeln med terminer.

Indexterminer

Allmänt

OM:s indexterminshandel avser köp eller försäljning av andelar i aktiefonden Delta eller annan fond som OM anvisar. Hur mycket köparen skall betala för andelarna, alltså priset för terminen, fastställs när affären görs upp. Däremot bestäms inte hur många andelar som detta pris berättigar till utan detta är beroende av indexets utveckling. Löptiden för terminskontrakten är högst sex månader. Slutdag är fjärde fredagen i slutmånaden om denna är en börsdag; i annat fall närmast föregående börsdag. Slutmånaden anges i terminens beteckning. Kontraktet skall fullföljas femte börsdagen efter slutdagen (likviddag).

Då en ny terminsserie upptas för handel anger OM tillämpligt aktieindex och slutmånad. När handeln kommit i gång anges förutom aktieindex och slutmånad även aktuella köp- och säljkurser i OM:s informationssystem. Kurserna anges i en hundraedels termin.

Exempel: OMX MARS 550-560.

Ett terminskontrakt med denna beteckning innebär att terminen är relaterad till indexet OMX och har mars som slutmånad. Fjärde fredagen i mars är slutdag och parterna är skyldiga att femte börsdagen härefter fullfölja avtalet. Är kunden köpare i förhållande till OM skall denne då betala 56 000 kr. (560x100) mot att han av OM erhåller andelar i aktiefonden Delta. Är kunden säljare skall han leverera fondandelar till OM och OM skall för dessa betala 55 000 kr. (550x100). Det antal fondandelar som skall levereras beräknas på samma

sätt som gäller vid lösen av aktiefondsoptioner. Hur beräkningen går till har beskrivits i avsnitt 3.2.1.2 under rubriken De olika typerna av optioner.

Alternativen till att begära leverans är att genomföra stängning eller s.k. netting. Stängning innebär en kontant-avräkning och sker på slutdagen. Vid avräkningen fastställs det s.k. slutbeloppet. Detta utgörs av värdet av indexet OMX dagen före slutdagen multiplicerat med 100. Från slutbeloppet dras terminspriset. Uppkommer ett positivt värde skall kunden om denne är köpare av OM erhålla mellanskillnaden och vid negativt värde skall han till OM betala mellanskillnaden. Är kunden säljare är förhållandet det motsatta.

Den som köpt eller sålt en termin kan inte återförsälja eller återköpa den under löptiden. Samma resultat kan dock uppnås om den som tidigare köpt en OMX-termin med viss slutmånad senare säljer en OMX-termin med samma slutmånad. Den som tidigare sålt en termin kan på motsvarande sätt köpa en termin i samma serie. Sådant förfarande kallas netting.

Den som gått in i en terminsaffär kan alltså genom netting endast försäkra sig om en vid en viss tidpunkt uppkommen vinst eller begränsa en förlust. Netting innebär däremot inte någon särskild typ av transaktion i förhållande till en vanlig terminsaffär och netting nämns därför inte heller i de Allmänna villkoren. Förfarandet finns däremot beskrivet i en broschyr om OMX-terminer som utgivits av OM.

Säkerhet för indexterminer

Något krav på leveranskapacitet uppställs inte för indexterminerna.

Kunden måste vid varje terminsaffär ställa säkerhet. Varje dag räknar OM ut ett säkerhetsnetto för varje kund. Säkerhetsnettot beräknas först för de sammanlagda positionerna

i varje terminserie. Därefter salderas dessa varvid kundens totala säkerhetsnetto för samtliga terminsaffärer erhålls. Blir säkerhetsnettot negativt måste säkerhet ställas.

För att beräkna säkerhetsnettot har OM infört fyra begrepp, nämligen terminspris, dagsvärde, nettovärde och grundbelopp.

Terminspriset är det pris som köparen skall betala på likviddagen. Terminspriset anges som ett negativt tal om kunden är köpare och i annat fall som ett positivt tal. Dagsvärdet är terminens värde under den dag säkerhetsnettot skall bestämmas. Eftersom köparen skall erhålla slutbeloppet anges dagsvärdet i hans fall som ett positivt tal medan det omvända gäller för säljaren. Nettovärdet är summan av terminspriset och dagsvärdet. Grundbeloppet utgör tolv procent av dagsvärdet.

Hur säkerhetsnettot räknas ut beskrivs bäst genom ett exempel.

	Köparen	Säljaren
Terminspris	-48 000	48 000
Dagsvärde	<u>50 000</u>	<u>-50 000</u>
Nettovärde	2 000	-2 000
Grundbelopp	<u>-6 000</u>	<u>-6 000</u>
Säkerhetsnetto	-4 000	-8 000

Köparen skall alltså enligt exemplet ställa säkerhet med 4 000 kr. och säljaren med 8 000 kr. Beroende på hur dagsvärdet förändras från dag till dag förändras även säkerhetsnettot. Som nämnts kan gemensam säkerhetsberäkning ske med kundens indexoptionsaffärer.

Säkerheten kan bestå av bankmedel, bankgaranti eller annan av OM godkänd säkerhet.

En bank är i kommissionsaffärer gentemot OM betalnings-skyldig för ett belopp som motsvarar vad kunden enligt villkoren är skyldig att ställa som säkerhet. Ett fondkommis-sionsbolag har inget sådant betalningsansvar men är skyldig att ställa säkerhet för kundens affärer.

Avgift

Den avgift som köpare och säljare vardera får betala till OM vid varje affär är 25 kr./kontrakt.

Övrigt

Enligt de Allmänna villkoren har OM rätt att avbryta handeln med terminer dels om kursinformationen om de i indexet ingående aktierna saknas eller är felaktig och dels om indexvärden inte fastställs med erforderlig frekvens. OM äger vidare generellt eller för viss kund föreskriva begränsningar i terminsaffärerna. Fullgör inte kunden sina förpliktelser enligt de Allmänna villkoren har OM rätt att utestänga kunden från handeln.

Ränteterminer

Allmänt

OM:s ränteterminskontrakt löper liksom övriga instrument hos OM på högst sex månader. Slutmånaderna är desamma som för ränteoptionerna, nämligen mars, juni, september och december. Det tas alltid samtidigt upp två terminsserier avseende samma kontraktsinstrument och med samma slutmånad för handel. För den ena terminsserien sker enbart kontant avräkning medan det för den andra serien även kan förekomma leveransplikt. Det är liksom vad gäller för ränteoptionerna inte nödvändigt att leverera den kontraktsobligation som terminskontraktet avser. OM anger vid varje tidpunkt vilka andra obligationer som är leveransgilla. Förutom kontant-

avräkning eller leverans kan man även vad gäller ränteterminerna genomföra ett s.k. nettingförfarande för att på det sättet låsa fast en vinst eller begränsa en förlust. Förfarandet beskrivs närmare i avsnittet om indexterminer.

Säkerhet

Något krav på leveranskapacitet uppställs inte.

Säkerhetsbeloppet skall alltid för varje terminsserie täcka ackumulerad förlust och ränteförändringsrisken. Ränteförändringsrisken utgörs av ett belopp som motsvarar 1,2 procentenheters ränterörelse. Vid beräkning av det totala säkerhetsbelopp som en kund skall ställa samman räknas hans positioner av ränteterminer och ränteoptioner registrerade på ett och samma clearingkonto.

Säkerhetshantering, ansvarsfördelning mellan aktörerna, kontoföringen m.m. fungerar på samma sätt som för ränteoptionerna.

Avgifter

Den avgift som köpare och säljare vardera får betala till OM för registrerade affärer uppgår till 35 kr./kontrakt. En market maker betalar 6 kr./kontrakt.

3.2.1.4 Efteranmälda affärer

Efteranmälda options- och terminsaffärer, dvs. affärer som rapporteras till OM efter den ordinarie handeln slut, är tillåtna enligt villkoren för handeln. Större delen av dessa affärer är s.k. inbördes affärer, dvs. affärer där samme fondkommissionär representerar både köpare och säljare. Rapporteringen till OM sker per telefon eller telefax. Avslut avseende efteranmälda affärer registreras av OM även om priset avviker från rådande marknadsläge. De

efteranmälda affärerna utgör cirka tio procent av den totala volymen. Även affärer som gjorts upp utanför OM under dagen kan registreras hos OM.

3.2.2 Sweden's Options and Futures Exchange Aktiebolag och Stockholms Clearinghus Aktiebolag

3.2.2.1 SOFE:s och Clearingbolagets organisation

Sweden's Options and Futures Exchange Aktiebolag (SOFE) tillkom på initiativ av Penningmarknadsmäklarna PM Fondkommission Aktiebolag (PM), Allmänna pensionsfondens fjärde fondstyrelse samt försäkringsbolagen SPP/AMF och Skandia. SOFE har i dag över 30 delägare. SOFE:s aktiekapital på 26,5 milj. kr. fördelar sig enligt följande: Beijer Capital Aktiebolag 33,4 procent, Aktiebolaget Hindus 19,1 procent, PM 7,9 procent, Skandia 8,2 procent samt fjärde fondstyrelsen och SPP/AMF vardera 2,8 procent. Resterande 25,8 procent är fördelade i mindre poster mellan till SOFE anslutna banker och fondkommissionsbolag.

SOFE:s ägare gav i samband med att verksamheten startade Stockholms fondbörs en rätt att under 1989 förvärva samtliga aktier i SOFE till substansvärdet. Sedan Beijer Capital förvärvat aktier i SOFE under hösten 1987 har dock denna rätt upphört.

Verksamheten inleddes i mars 1987 och omfattade inledningsvis handel i standardiserade indexoptioner. I april startade bolaget handel med standardiserade indexfutures och i augusti handel med standardiserade aktieoptioner. Under hösten 1987 ändrades reglerna så att handeln med det tidigare indexfuturekontraktet upphörde. I stället introducerades ett indexforwardkontrakt, i fortsättningen kallat indextermin.

SOFE tillhandahåller endast marknadsplats. Clearingen sköts av ett av SOFE helägt dotterbolag Stockholms Clearinghus Aktiebolag (Clearingbolaget). SOFE och Clearingbolaget har, till skillnad från OM, inte status som fondkommissionär och står inte formellt under bankinspektionens tillsyn. I beslut den 18 december 1986 lämnade bankinspektionen PM tillstånd att förvärva aktier och konvertibla skuldebrev i SOFE samt att i SOFE och Clearingbolaget bl.a. bedriva termins- och optionshandel. Som villkor för tillståndet angavs att PM är skyldigt att förse inspektionen med de uppgifter som inspektionen finner erforderliga för en bedömning av PM:s säkerhet och en sund utveckling av PM:s verksamhet jämväl i SOFE och Clearingbolaget. Därigenom står även SOFE och Clearingbolaget i praktiken under inspektionens tillsyn.

Affärer kan hos SOFE genomföras på tre olika sätt.

1. Via den datoriserade orderboken, av SOFE benämnd ATS, där avslut sker automatiskt. I ATS kan de till handeln direkt anslutna kunderna själva föra in sina köp- och säljbud i datasystemet. Sammanföring av inkomna bud sker sedan automatiskt efter kriterierna bästa pris och tid.
2. Rent fysiskt på SOFE:s börsgolv där av SOFE auktoriserade mäklare och market makers ropar sina köp- och säljbud. Förfarandet kallas på engelska open outcry.
3. Genom sammanföring av order mellan ATS och börsgolvet.

Någon möjlighet för allmänheten att följa handeln genom att besöka marknadsplatsen finns inte.

I handeln vid SOFE deltar två typer av mäklare dels fondkommissionärer som kan handla i egen räkning, både i egenskap av market maker och utan sådant åtagande, och för annans räkning i eget namn, dels s.k. brokers som endast får handla för annans räkning men ej i eget namn. Eftersom en sådan

broker inte agerar i eget namn åligger det honom att till Clearingbolaget lämna fullmakter från de kunder i vars namn affärerna görs. Brokern behöver till skillnad från övriga till handeln anslutna kunder inte ställa säkerhet för de affärer han gör. De affärer brokern utför registreras under dagen på ett s.k. dagskonto. Senast kl. 17.00 varje dag skall brokern till Clearingbolaget rapportera på vilka konton som affärerna på dagskontot skall registreras. Meningen är att det därefter inte skall finnas några affärer kvar på dagskontot. Skulle det ändå kvarstå en öppen position på dagskontot är brokern skyldig att omedelbart avsluta den positionen genom kvittning och om Clearingbolaget begär det ställa säkerhet tills dess så skett.

Av det anslutningsavtal som brokern måste ingå med SOFE och Clearingbolaget framgår att det förutsätts att brokerverksamheten bedrivs av ett bolag. Förutom annat krävs att det i brokerbolagets bolagsordning anges att bolagets verksamhet endast skall vara att göra affärer i värdepapper i annans namn och för annans räkning. Vidare krävs, utan att detta anges i anslutningsavtalet, att brokern tecknar en ansvarsförsäkring som täcker ersättningsskyldighet i anledning av felaffärer.

För varje typ av instrument skall finnas en av SOFE anställd golvchef som har ansvar för att prisbildningen på börsgolvet och i datasystemet följer varandra. Prisbildningen på börsgolvet följs dessutom av en av SOFE anställd prisindikator (Price Quoter). Dennes uppgift är att omedelbart i datasystemet föra in de köp- och säljbud som han noterat på börsgolvet för att på så sätt bästa möjliga köp- och säljkurs skall kunna avläsas.

Golvchefen har, förutom vad som angivits ovan, ytterligare uppgifter. Han skall se till att en ordnad handel upprätthålls, begära prisnotering från market makers och övervaka att dessa fyller sina åtaganden, övervaka att prisinforma-

tionen hålls kontinuerligt uppdaterad, öppna och avsluta handeln med s.k. rotation, dvs. handla i olika instrument i tur och ordning. Han skall också tillsammans med ett inom SOFE inrättat Golvråd lösa uppkomna konflikter mellan aktörerna på börsgolvet. Två golvchefer eller en golvchef och SOFE:s VD eller vice VD äger under vissa förutsättningar stoppa handeln t.ex. i fråga om aktieoptioner då börsstopp råder för ifrågavarande aktie.

Golvrådets uppgift är att tillsammans med SOFE:s ledning eller golvchefer lösa tvister på golvet, utveckla handeln och övervaka att handelsreglerna följs. Det är de mäklare som uppträder på SOFE:s börsgolv som inom sin grupp utser medlemmarna i Golvrådet.

Den som skall uppträda som golvmäklare måste först ha avlagt ett prov som fastställts av SOFE och Golvrådet.

Inom SOFE finns även ett Regel- och produktråd. Rådet utses av de till SOFE anslutna fondkommissionärerna. Regelrådets uppgifter är att bl.a. yttra sig i frågor som rör ändring av handelsreglerna och uteslutning av market makers samt höra golvchef eller annan i anledning av att handeln stoppats.

SOFE:s optionspriser och affärsvolymer återges bl.a. via Reuterssystemet, börsmonitorsystemet och i dagspressen.

De avslut som sker på SOFE:s marknadsplats inrapporteras till Clearingbolaget där affärerna registreras, säkerhetskraven beräknas m.m. SOFE:s och Clearingbolagets verksamhet finansieras genom uttagande av avgifter. SOFE bedriver även utbildningsverksamhet avseende options- och terminshandel.

Enligt bestämmelser i anställningsavtalet är personalen vid SOFE och Clearingbolaget förbjudna att göra egna affärer i de produkter som tillhandahålls av SOFE och OM. De får inte heller förvärva sådana fondpapper som är föremål

för options- eller terminshandel annat än för långsiktig förmögenhetsförvaltning. Förbuden gäller även för närstående fysiska och juridiska personer.

Under 1987, från starten i mars t.o.m. december, omsattes totalt något över 1,9 milj. indexoptionskontrakt på SOFE. Premieomsättningen uppgick till något över 1,6 miljarder kr. För övriga instrument var omsättningen under 1987 tämligen blygsam, för aktieoptioner 2 000 och för indexterminer 10 000 kontrakt. Marknadsandelen indexoptioner varierade under 1987 från 43 procent i april 1987 till 7 procent i oktober 1987. Efter årsskiftet 1987/88 har SOFE:s marknadsandel åter stigit till ca 20 procent. Marknadsandelen för indexterminer är något högre, ca 30-50 procent.

3.2.2.2 SOFE:s och Clearingbolagets handelsregler

Allmänt

Som nämnts förekommer vid SOFE handel med standardiserade aktieoptioner, indexoptioner och indexterminer. De centrala bestämmelser som reglerar handeln anges i av SOFE/Clearingbolaget utfärdade Särskilda och Allmänna bestämmelser för resp. instrument. Dessa avtal har utarbetats efter samråd med bankinspektionen. Anslutningen till handeln sker genom att kunderna undertecknar ett avtal benämnt Öppningshandling. I detta avtal godkänner kunderna de Särskilda och Allmänna bestämmelserna.

Aktieoptioner

Aktieoptionsavtalets innebörd

SOFE:s aktieoptioner är, liksom OM:s, av amerikansk typ. dvs. lösen kan komma i fråga när som helst under löptiden. De standardiserade villkoren för en aktieoption anges i Särskilda bestämmelser för affärer i aktieoptioner. De

standardiserade momenten är vilka aktier som avses, antalet aktier, lösenpriset och löptiden. En aktieoption avser 100 aktier. Under vissa förhållanden kan ändring därvidlag ske beroende på förändringar i aktiebolagets kapitalstruktur. Omräkning kan t.ex. ske vid ny- eller fondemission.

Det lösenpris som anges i optionen väljs bland ett antal i de Särskilda bestämmelserna fastställda lösenpriser. Även lösenpriset kan komma att räknas om under vissa förhållanden hänförliga till förändringar i aktiebolagets kapitalstruktur.

Löptiden för nya optionsserier kan variera men understiger aldrig en månad. Den löptid som för närvarande förekommer är tre och sex månader. Slutdagen infaller enligt huvudregeln alltid den tredje fredagen i månaden.

En aktieoption betecknas i den dagliga handeln genom angivande av de underliggande aktierna, slutmånad, lösenpris i kronor per aktie och om fråga är om en köp- eller säljoption. Dessutom anges högsta köpkurs, lägsta säljkurs, senast betalt och högst betalt under dagen. Vidare anges antal omsatta optioner under dagen. Kursen anges som en hundradel av den totala premien.

Leveranskapacitet och säkerhet för utställda aktieoptioner

Clearingbolaget intar i alla affärer ställning av motpart och garanterar fullgörandet av alla avtal. Bolagets position skall alltid vara neutral, dvs. de av bolaget utfärdade och innehavda optionerna skall balansera varandra. I förening med de säkerhetskrav som bolaget ställer på kunderna har därigenom skapats garantier för att bolaget skall kunna uppfylla sina förpliktelser enligt avtalen. Vad nu sagts gäller inte bara för aktieoptionerna utan även för indexoptionerna och indexterminerna.

De krav som Clearingbolaget ställer på sina kunder avseende leveranskapacitet och säkerhet vad gäller aktieoptionerna redovisas i sina huvuddrag nedan.

Leveranskapacitet krävs för utställda aktieoptioner och för innehavda säljoptioner. Kravet kan uppfyllas antingen genom deposition och pantförskrivning till Clearingbolaget av ifrågavarande aktier eller genom anvisande av en motoption. Om motoptionens lösenpris överstiger dagsvärdet på de underliggande aktierna måste ytterligare säkerhet ställas för att leveranskapacitetskravet skall anses vara uppfyllt. Tilläggssäkerheten uppgår till ett belopp som motsvarar skillnaden mellan lösenpriset och börsvärdet på ifrågavarande aktier.

De kunder som är direkt anslutna till Clearingbolaget kallas clearingmedlemmar. Clearingmedlemmen är alltid gentemot Clearingbolaget ansvarig för att leverans av aktierna kan ske.

Clearingbolaget fastställer efter varje börsdags slut säkerhetsbehovet för varje konto. Clearingmedlemmen ställer säkerhet gentemot Clearingbolaget både för egna och för eventuella kommissionsaffärer. Vid kommissionsaffärer ställer kunden i sin tur säkerhet gentemot Clearingmedlemmen. Om clearingmedlemmen medger det kan kunden ställa säkerhet direkt mot Clearingbolaget. Säkerheterna kan förvaras antingen hos clearingmedlemmen eller hos särskilt utsedd bank, depåbank. Vissa clearingmedlemmar kan befrias från kravet att ställa säkerhet (nollriskkunder).

Clearingmedlemmen ansvarar alltid gentemot Clearingbolaget för sina egna affärer. En clearingmedlem som genomför kommissionsaffärer ansvarar också för dessa gentemot Clearingbolaget. Kunden är ersättningsskyldig emot clearingmedlemmen för belopp som denne tvingats utge till Clearingbolaget i anledning av nämnda ansvar.

Säkerhetsbeloppet för utfärdade aktieoptioner motsvaras av summan av slutpriset (slutpremien) varje dag för optionen och kursförändringsrisken för de underliggande aktierna under den nästkommande börsdagen. I premien inkluderas både optionens realvärde och tidsvärde. Kursförändringsrisken har av Clearingbolaget angivits separat för varje bolags aktier. Det belopp som skall täckas av säkerhet och som är hänförligt till kursförändringsrisken varierar och uppgår till mellan 12-20 procent av marknadsvärdet av de underliggande aktierna. Följande procentsatser gäller för de bolags aktier som SOFE upptagit för optionshandel.

Volvo	12 procent
Skandia International	20 procent
Skanska	12 procent
SE-banken	12 procent
ASEA	15 procent
AGA	12 procent

Skälet till att säkerhetskraven varierar för de olika aktieoptionerna är att det, enligt en av SOFE gjord utredning, visat sig att prisorrligheten hos de skilda aktieslagen är olika stor.

Sammanräkning (crossclearing) av säkerhetskravet för alla utfärdade aktieoptioner kan ske. Crossclearing är också möjlig mellan aktieoptioner och indexoptioner. Vid sammanräkningen av det totala säkerhetskravet för en kund sker alltså en saldering mellan de olika optionsserierna varvid överskott i en serie kan användas för att täcka ett underskott i en annan.

De säkerheter som godtas i handeln kan bestå av pantsatta medel på särskilt konto hos en clearingmedlem eller hos en depåbank, borgen såsom för egen skuld från en av Clearingbolaget godkänd bank eller annan av Clearingbolaget godkänd säkerhet.

Inom SOFE håller man på att utarbeta ett nytt databaserat system för kontinuerlig kontroll av risker inom options- och terminshandeln. Systemet benämns SOFE Risk Control (SRC) och erbjuds utan kostnad till såväl enskilda kunder och företag som banker och fondkommissionsbolag. Rapporteringen sker i form av en grafisk framställning genom vilken risker i den egna positionen åskådliggörs. Placeraren kan därmed se hur den egna positionen påverkas av kursförändringar i den underliggande tillgången. På SOFE räknar man med att ta SRC i bruk i slutet av mars 1988.

Redovisningskonton

Hos Clearingbolaget förs för varje clearingmedlem tre konton, ett konto för egna affärer, ett konto för market maker-affärer och ett konto för kunds affärer. Kontona anges endast med en nummerkombination varför den enskilde kunden alltid är anonym för Clearingbolaget.

Kontona utvisar vid varje tid utfärdade och innehavda optioner, säkerhetskravet, lösen- och kontantavräkningstransaktioner och därpå belöpande inkomster och utgifter. Konto-utdrag skickas ut så snart kontot förändras.

En clearingmedlem skall, om inte annat avtalats, ha två konton hos en s.k. depåbank, nämligen dels ett s.k. pantsatt konto för medel och dels en s.k. pantsatt depå för värdepapper. De medel och värdepapper som finns på dessa konton skall vara pantförskrivna för clearingmedlemmens förpliktelser emot Clearingbolaget.

Clearingmedlemmen skall vidare, om annat inte avtalats, inneha ett transaktionskonto för reglering av likvider, avgifter och kostnader för optionsaffärerna.

Avgifter

Avgifter för varje affär betalas till Clearingbolaget. Avgift erläggs av både utfärdare och innehavare. När affären görs upp på marknadsplatsen utgår inga avgifter. De aktörer som uppträder på SOFE:s börsolv betalar dock en avgift för detta som uppgår till 2 500 kr./per månad.

Clearingavgiften för att inta en position utgörs av en fast avgift som är relaterad till premiens storlek. Avgiftens storlek framgår av följande tabell.

Egen- och kundaffärer

<u>Premie</u>	<u>Avgift</u>
10 öre eller lägre	utan avgift
högre än 10 öre men lägre än 8 kr.	6 kr.
8 kr. och högre	12 kr.

Market makeraffärer

<u>Premie</u>	<u>Avgift</u>
10 öre eller lägre	utan avgift
högre än 10 öre	1 kr.

Lösenavgiften vid egen- eller kundaffärer uppgår till 0,15 procent av lösenpriset x 100. En market maker betalar 0,06 procent på motsvarande belopp.

Övrigt

Clearingbolaget får uppställa begränsningar vad gäller en clearingmedlems eller en enskild kunds köp och utfärdande av optioner. Bolaget får också uppställa begränsningar vad gäller det antal optioner som får lösas under en börsdag.

Clearingbolaget äger även föreskriva att en clearingmedlem skall ställa säkerhet innan en optionsaffär genomförs.

Handel i en aktieoptionsklass får enligt de regler som gäller vid SOFE inte pågå under den tid som borsstopp råder för ifrågavarande aktie.

Indexoptioner

Indexoptionsavtalets innebörd

SOFE:s indexoption utgör en rättighet för innehavaren att på slutdagen till i optionen angivet lösenbelopp köpa resp. sälja andelar i vissa av SOFE bestämda aktiefonder. Indexoptionen är således av europeisk typ, dvs. lösen kan endast ske på slutdagen.

Vilken aktiefond som är leveransgill en viss slutmånad avgörs genom lottning.

SOFE:s indexoptioner avser aktieindexet SX 16. Indexet är baserat på börsvärdet för de 16 mest omsatta aktierna på Stockholms fondbörs A:1-lista. Indexgivare, dvs. den som är ansvarig för konstruktion och beräkning av indexet, är Stockholms fondbörs. När handeln på SOFE startade i mars 1987 var indexbasen ca 250. Under hösten 1987 reviderades indexbasen till ca 600. Innebörden härav är att det underliggande värdet höjts från ca 25 000 kr. till ca 60 000 kr.

Optionsserie

Då SOFE upptar en ny optionsserie för handel anger SOFE minst två optioner per optionsslag med samma slutmånad. Därvid fastställs ett lösenindex som ligger över och ett lösenindex som ligger under dagsindex föregående börsdag. Om dagsindex förändras på visst sätt kan nya optioner med samma slutmånad men med annat lösenindex komma att upptas för handel.

Löptiden för en option får inte understiga en månad. De löptider som för närvarande förekommer är en, två och tre månader.

Optionens beteckning och kursnotering

Optionen definieras genom angivande av optionklass, slutmånad, lösenindex och optionsslag. Dessutom anges i kurslistan uttryckt i en hundradels option högsta köpkurs, lägsta säljkurs, senast betalt samt högst och lägst betalt under dagen. Även antal omsatta optioner under dagen anges.

Exempel: SX Maj 600 köp 16, 18, 18, 19, 15, 786

Den som innehar en option med ovanstående beteckning äger rätt att tredje fredagen i maj köpa andelar i den aktiefond som utsetts för maj månad för 60 000 kr. (lösenindexet, 600, x indexmultiplikation, 100). Antag att SX 16 på slutdagen är 630 (slutindex) och att en andel i ifrågavarande aktiefond då kostar 1 000 kr. Med dessa förutsättningar erhåller innehavaren genom att betala 60 000 kr., 63 stycken fondandelar (slutindex; 630, x indexmultiplikatorn, 100/1 000) värda 63 000 kr. Optionen har alltså stigit i värde med 3 000 kr. För optionen har innehavaren enligt exemplet fått betala en premie på 1 800 kr. Dessutom tillkommer transaktionskostnader.

Säkerhet för utställda indexoptioner

Det finns inget krav på leveranskapacitet vad gäller indexoptionerna.

Det säkerhetskrav som Clearingbolaget uppställer motsvaras av slutpriset (slutpremien) på optionen med tillägg av den största förväntade förändringen av marknadspriset under dagen på den underliggande egendomen. Vid handel med index-

optioner avser tillägget förändringen av det index som optionen är relaterad till.

Genom att använda sig av slutpremien täcks både realvärdet och tidsvärdet in i säkerhetskravet. Kursförändringsrisken har fastställts till tio procent av indexvärdet multiplicerat med 100. Som tidigare nämnts är s.k. crossclearing möjlig mellan aktie- och indexoptionerna.

Säkerhetshanteringen, kontosystemet, vilka säkerheter som godtas samt ansvarsfördelningen mellan Clearingbolaget, clearingmedlemmen och kunden överensstämmer med vad som gäller för aktieoptionerna, se föregående avsnitt.

Avgifter

Clearingavgifterna för att inta en position är desamma som för aktieoptioner, se föregående avsnitt.

Lösen- och kontantavräkningsavgifterna utgörs av ett fast belopp relaterat till optionens realvärde på slutdagen. Dessa avgifter uppgår till följande belopp.

	<u>Egen- och kundaffärer</u>	<u>Market maker</u>
<u>Realvärde</u>	<u>Avgift</u>	<u>Avgift</u>
50 öre eller mindre	utan avgift	utan avgift
högre än 50 öre	12 kr.	1 kr.

Övrigt

Clearingbolaget får, i likhet med vad som gäller för aktieoptionerna, även i indexoptionshandeln föreskriva positions- och lösenbegränsningar.

Indexterminer

Indexterminskontraktets innebörd

SOFE:s indexterminer innebär en rättighet för säljaren att vid en viss tidpunkt i framtiden mot erhållande av kontraktsbeloppet få leverera andelar i en aktiefond. Hos SOFE är det således endast säljaren som kan avgöra om leverans skall ske eller ej medan leverans vad gäller OM:s indextermin kan begäras av både köparen och säljaren.

De aktiefonder som kan komma i fråga är desamma som gäller för indexoptionerna. Det antal fondandelar som säljaren skall leverera på slutdagen beräknas på i princip samma sätt som gäller vid lösen av en indexoption, se föregående avsnitt.

Om leverans inte skall ske slutregleras kontraktet genom att en kontantavräkning sker mellan parterna.

Säkerhetskrav för indexterminer

Något krav på leveranskapacitet ställs inte för indexterminerna.

Clearingbolaget fastställer efter varje börsdags slut säkerhetsbeloppet för varje redovisningskonto.

Säkerhetsbeloppet består av dels ett grundbelopp som motsvarar den förväntade kursförändringsrisken, dels ett belopp som motsvarar den ackumulerade förlusten för indexterminerna. Grundbeloppet är 5 500 kr. för enstaka kontrakt. Har kunden både köpt och sålt terminer med olika löptider så kommer förluster i det ena kontraktet att uppvägas av vinster i det andra. Grundbeloppet för sådana s.k. parade kontrakt är 550 kr. Säkerhet ställs av både köpare och säljare.

Säkerhetsbeloppet räknas först ut för varje terminsserie. Därefter salderas säkerhetsbeloppen för de olika terminsserierna varvid det totala säkerhetsbeloppet för en kund kan räknas ut.

Säkerhetshanteringen, kontosystemet, ansvarsfördelningen mellan Clearingbolaget, clearingmedlemmen och kunden samt vilka säkerheter som godtas överensstämmer med vad som gäller för aktieoptionerna, se avsnittet om aktieoptionerna.

Avgifter

Clearingavgift skall erläggas av både köpare och säljare. Avgiften för att inta eller avsluta en position uppgår till 12 kr. för egen- och kundaffärer och till 1 kr. för market makeraffärer.

Övrigt

Clearingbolaget äger i vad avser handeln med indexterminer vidta samma åtgärder som gäller vid handeln med aktie- och indexoptioner, se föregående avsnitt.

3.2.2.3 Efteranmälda affärer

Liksom vad gäller hos OM är det tillåtet att anmäla affärer som sker utanför SOFE både under dagen och efter det att SOFE stängt för dagen. Till skillnad mot vad som gäller vid OM kan avslut som avviker från det vid varje tid rådande marknadsläget inte genomföras på SOFE. Kvällshandeln via ATS-systemet fungerar i princip på samma sätt som under dagen.

3.2.3 ~~Sammanfattning~~ av skillnader och likheter mellan OM och SOFE/Clearingbolaget

Den sammanfattande redogörelse som här lämnas om skillnader och likheter vad gäller handeln vid OM och SOFE/Clearing-

bolaget är inte uttömmande. Redogörelsen syftar endast till att kortfattat peka på de viktigaste skillnaderna och likheterna.

Handeln vid både OM och SOFE/Clearingbolaget är organiserad med en marknadsplats och en clearingorganisation. Hos OM är båda dessa funktioner integrerade i ett bolag medan SOFE endast är marknadsplats och Clearingbolaget endast är clearingorganisation.

Hos OM kan handel ske endera direkt i ett datasystem eller genom telefonhandel. I telefonhandeln upprätthåller OM en brokerfunktion, dvs. hos OM anställd personal mäklar ihop de telefonorder som kommer in.

Även hos SOFE kan handel ske direkt i datasystemet. Handel kan också ske på SOFE:s börsgolv mellan de till handeln direkt knutna aktörerna.

Både OM och SOFE saluför aktieoptioner, indexoptioner och indexterminer. Däremot är OM ensam om handel med ränteoptioner och ränteterminer.

De indexserier som förekommer i handeln vid OM och SOFE skiljer sig åt genom att OMX är baserat på de 30 mest omsatta aktierna på Stockholms fondbörs medan SX 16 baseras på de 16 mest omsatta aktierna.

Beräkningen av säkerhetskraven skiljer i viss mån sig åt. Hos båda företagen söker man att, vad gäller optionerna, med säkerhetsbeloppet täcka realvärdet, tidsvärdet och kursförändringsrisken. Målsättningen är att säkerheterna skall vara så tilltagna att de räcker till att avsluta kontot genom kvittning. Hos Clearingbolaget täcker man realvärdet och tidsvärdet genom att utgå från slutpremien för den ifrågavarande optionen. Kursförändringsrisken uttrycks som

en procentsats av värdet av den underliggande tillgången. Den procentsatsen är något lägre än hos OM.

OM utgår å sin sida från att först räkna ut realvärdet. Tidsvärdet och kursförändringsrisken läggs sedan ihop och uttrycks som en procentsats av värdet av den underliggande tillgången.

För aktieoptionerna gäller enligt huvudprincipen följande säkerhetskrav.

Clearingbolaget: slutpremien + 12 till 20 procent av börsvärdet av de underliggande aktierna.

OM: realvärdet + 25 procent av börsvärdet av de underliggande aktierna.

För indexoptionerna gäller enligt huvudprincipen följande säkerhetskrav.

Clearingbolaget: slutpremien + 10 procent av dagsindex x 100.

OM: realvärdet + 15 procent av dagsindex x 100.

Säkerhetskravet för terminerna skiljer sig åt mellan Clearingbolaget och OM. Säkerhetsbeloppet skall hos båda företagen motsvara ackumulerad förlust och kursförändringsrisk. Även för terminerna är målsättningen med säkerhetskraven att säkerhetsbeloppet skall vara så stort att det går att avsluta kontot.

Hos OM är kursförändringsrisken satt till tolv procent av dagsindex x 100 medan denna risk hos Clearingbolaget satts till ett fast belopp som för enstaka kontrakt uppgår till 5 500 kr.

Crossclearing kan hos OM ske mellan de olika aktieoptionerna, mellan indexinstrumenten och mellan ränteinstrumenten. Hos Clearingbolaget är crossclearing möjlig mellan aktieoptio-

nera och indexoptionerna medan säkerhetskravet för indexterminerna fastställs separat. Enligt uppgift kommer cross-clearing att kunna ske mellan samtliga instrument fr.o.m. april 1988.

Vad gäller reglerna om ansvarsfördelningen mellan clearing, direktansluten kund och slutkund kan följande noteras.

Direktansluten kund är både hos OM och Clearingbolaget alltid betalningsskyldig fullt ut gentemot clearingn för de åtaganden som görs i egna affärer.

Direktansluten kund, clearingmedlem, till Clearingbolaget är vidare även fullt ut betalningsskyldig med avseende på de kommissionsaffärer som clearingmedlemmen genomför.

Hos OM skiftar ansvaret vad gäller kommissionsaffärer beroende på vilken typ av option eller termin som affären avser. I aktieoptionsaffärer och indexoptionsaffärer svarar fondkommissionären utan undantag för att slutkundens förpliktelser emot OM blir fullgjorda. I terminsaffärer är fondkommissionärens ansvar begränsat. Genomförs affären via en bank är bankens betalningsskyldighet begränsad till ett belopp motsvarande det totala säkerhetsnettot för samtliga terminskontrakt. Genomförs terminsaffären i stället via ett fondkommissionsbolag har bolaget ingen betalningsskyldighet enligt de allmänna villkoren för indexterminer under förutsättning att säkerhet ställts enligt villkoren. I räntehandeln svarar fondkommissionären, enligt de av OM senast utarbetade allmänna villkoren för ränteinstrument, för att kunden ställer säkerhet i samband med att affären genomförs. Uppkommer därefter ytterligare krav på säkerhet utan samband med köp eller försäljning, är enbart kunden ansvarig för att säkerhet ställs.

Reglerna för att få efteranmäla affärer är inte helt lika hos OM och SOFE/Clearingbolaget. Hos OM är det möjligt

att få avslut registrerade trots att priset avviker från marknadsläget. Hos SOFE/Clearingbolaget är däremot detta inte möjligt.

3.2.4 Clearing Control CC Handelsbolag

Under våren 1988 kommer ett särskilt organ för kontroll av efterlevnaden av de lagar och avtal, som gäller för clearing av och handel med optioner och terminer, att påbörja sin verksamhet. Kontrollorganisationen kallas för Clearing Control CC Handelsbolag. Delägare i bolaget är OM och SOFE.

Bolagets primära syfte är att hos myndigheter, allmänhet och kunder skapa förtroende för att options- och terminshandeln bedrivs på ett sätt som står i överensstämmelse med de lagar och avtal som reglerar handeln. Bolaget skall enligt bolagsavtalet utföra följande arbetsuppgifter;

kontrollera att anslutna banker och fondkommissionsbolag samt kunder handlar i överensstämmelse med gällande lagar och avtal,

svara för information och utbildning av ansvarig personal vid banker och fondkommissionsbolag samt till dessa organisationer knutna revisorer vad beträffar det regelverk som finns för clearingen och för handeln,

lämna rådgivning vad gäller administrativa rutiner med anknytning till gällande regelverk för clearingen och för handeln,

härleda granskningsuppgifter från de lagar och avtal som reglerar clearingen och handeln och vid behov genomföra granskning samt utveckla metoder anpassade till granskningsuppgifterna,

samt aktivt verka för förbättringar och förenklingar rörande regelverk och rutiner.

Verksamheten kommer att finansieras genom avgifter som bolaget tar ut för de tjänster det tillhandahåller.

Bolaget eftersträvar enligt bolagsavtalet ett nära samarbete med bankinspektionen och bolagsmännen skall verka för att bolaget skall få stå under inspektionens tillsyn.

Som framgått tidigare har både OM och SOFE/Clearingbolaget en möjlighet att enligt villkoren för handeln införa positionsbegränsningar antingen generellt eller för enskild kund. Ett problem har hittills varit att kontrollen av att en begränsningsregel följs har förutsatt att kundernas anonymitet bryts. Genom starten av Clearing Control CC Handelsbolag (CC) har en möjlighet öppnats att klara kontrollen med bibehållen anonymitet. Tanken är att CC skall få tillgång till alla öppningshandlingar och därmed kommer CC att känna till alla kunder och vilka kontonummer som varje kund kan agera under. CC kan sedan till OM och Clearingbolaget rapportera vilka konton som hör till samma kund och OM och Clearingbolaget kan därmed kontrollera att eventuella positionsbegränsningsregler följs utan att de känner kundens identitet. Att CC skall ha denna uppgift framgår av det gemensamma åtgärdsprogram som OM och SOFE lade fram i november 1987, se avsnitt 5.3.

3.2.5 Telefonmarknaden m.m.

Aktiehandeln vid Stockholms fondbörs och options- och terminshandeln hos OM och SOFE/Stockholms Clearinghus AB har behandlats i avsnitten 3.1.4, 3.2.1 och 3.2.2. Den handel med aktieterminer som tidigare drevs av Handelsbanken kommer att behandlas i avsnitt 3.2.6. I förevarande avsnitt lämnas en kortfattad redogörelse för hur den organiserade handeln med vissa andra värdepapper går till. De värdepapper som här avses är olika typer av obligationer och certifikat, finansbevis m.m.

3.2.5.1 Avistahandeln

Marknaden är baserad på telefonhandel, dvs. handlare och placerare från olika delar av landet gör upp sina affärer per telefon. En kund som vill köpa ett värdepapper vänder sig till någon som har ett värdepapper att sälja. Det kan vara en bank eller ett fondkommissionsbolag. Han får då besked om kursen på värdepapperet. Eftersom kommissionärerna även köper och säljer värdepapper för egen räkning kan avslut mestadels ske omedelbart. Man behöver således inte söka upp någon motpart till kunden utan försäljning kan i regel ske från kommissionärens eget lager. Kunden får affären bekräftad genom en avräkningsnota. Värdepapper som förfaller till inlösen kan hanteras på samma sätt. Kunden tar då kontakt med en fondkommissionär, en avräkningsnota upprättas och likviden placeras på kundens konto. Kunden kan också vända sig direkt till emittenten för att få värdepapperet inlöst.

Banker och fondkommissionsbolag agerar som market makers på marknaden. De anger kontinuerligt de köp- och säljräntor som de är beredda att handla till. Därigenom garanteras en marknad och skapas en likviditet i varje värdepapper.

För att snabbt sprida information om kurser, räntor m.m. på alla slag av värdepapper begagnar sig aktörerna av något datasystem. Hittills har Reuter Monitor System (reuter-systemet) varit det dominerande systemet. Förekomsten av ett informationssystem är av avgörande betydelse för att telefonmarknaden skall fungera.

De banker och fondkommissionsbolag som aktivt deltar i handeln med värdepapper kan genom ett datoriserat informationssystem visa övriga aktörer de priser till vilka de är beredda att köpa eller sälja olika värdepapper. Genom att jämföra olika aktörers prisangivelser kan man snabbt skaffa sig en överblick över marknaden för de olika värde-

papperna. Möjligheten för en fondkommissionär att själv i informationssystemet föra in sina egna köp- och säljräntor finns t.ex. i reuterssystemet. De priser som fondkommissionärerna sprider på detta sätt är indikativa, dvs. de lämnas som information och utgör inget bindande anbud. Anledningen härtill är att marknaden ibland kan skifta så snabbt att man inte hinner med att föra in de nya uppgifterna i systemet. Normalt är det dock så att de kurser som anges i systemet också är de till vilka avslut görs. Bindande avtal sluts per telefon.

3.2.5.2 Terminshandeln

Inom den telefonmarknad som beskrivits i föregående avsnitt förekommer inte bara avistaaffärer med penning- och obligationsmarknadsinstrument utan även terminsaffärer. Under hösten 1985 startade en mer allmän handel i standardiserade terminskontrakt avseende främst statsskuldväxlar med en återstående löptid av tre månader och riksobligationer med en återstående löptid av fem år. Terminshandel förekommer också med bostadsobligationer. Mest likvid är terminshandeln med statsskuldväxlar och riksobligationer. Därför ges här en kortfattad beskrivning av hur den handeln går till.

Handeln upprätthålls av banker och fondkommissionsbolag genom att de kontinuerligt ställer köp- och säljräntor för terminskontrakten, dvs. de upprätthåller en market makerfunktion i marknaden. Vissa banker och fondkommissionsbolag har upprättat skriftliga standardavtal som reglerar ramarna för handeln. I övrigt styrs handeln av handelsbruk och sedvänja.

Terminskontrakten löper vad gäller riksobligationer på högst sex månader och vad gäller statsskuldväxlar på högst nio månader. Likviddag, dvs. den dag då avräkning sker mellan parterna, är i mitten av mars, juni, september

och december. Huruvida leverans skall ske eller ej bestäms av parterna när avtal sluts. När det gäller statsskuldväxlar kan leverans ske av valfri statsskuldväxel som förfaller till betalning, dvs. inlöses av riksgäldskontoret, tre månader efter terminskontraktets slutmånad. Leverans kan också ske genom att säljaren i en terminsaffär till köparen på likviddagen säljer en statsskuldväxel med mer än 90 dagars återstående löptid till marknadspris och samtidigt förbinder sig att återköpa densamma den dag då den förfaller till betalning. Återköpspriset skall bestämmas så att avkastningen på transaktionen överensstämmer med stängningsräntan för terminskontraktet med ett visst tillägg. Tillägget är beroende av statsskuldväxelns löptid. Stängningsräntan för terminskontrakten fastställs av Föreningen Svenska Penningmarknadsmäklare.

Vilka riksobligationer som är leveransgilla och stängningsräntan för terminskontrakten avseende riksobligationerna fastställs också av Föreningen Svenska Penningmarknadsmäklare.

Leverans av statsskuldväxlar eller riksobligationer i terminshandeln förekommer endast i ett fåtal fall. Det normala är att kontrakten avslutas genom kontantavräkning eller kvittning.

Kontantavräkning innebär att man gör en avräkning mellan parterna med utgångspunkt från den avtalade räntan i terminskontraktet jämförd med stängningsräntan.

Kvittning innebär att parterna sinsemellan köpt resp. sålt ett lika stort belopp av den statsskuldväxel eller riksobligation som affärerna avser.

Kontraktsbeloppen är inte standardiserade på sätt som är fallet med OM:s räntetermin. Normalt handlar man med poster

på 40 milj. kr. vad gäller statsskuldväxlarna och med poster på 20 milj. kr. vad gäller riksobligationerna.

Inom terminshandeln med statsskuldväxlar och riksobligationer uppställs inte några krav på att den som handlar skall ställa säkerhet för sina åtaganden. Skälet härtill torde vara att det endast är de större placerarna som agerar på denna marknad och att dessa företag anses vara s.k. noll-riskkunder. Det är alltså i huvudsak fråga om en marknad för professionella aktörer.

I den här beskrivna terminshandeln tar de flesta aktörer egna positioner. Någon central och neutral marknadsplats finns således inte. Inte heller finns det någon clearingorganisation som går in i avtalen som part. Bankernas, fondkommissionsbolagens och övriga aktörers totala riskexponering i handeln finns därför inte samlad hos någon utomstående neutral organisation. Den här beskrivna terminshandeln skiljer sig därmed från den terminshandel som sker hos OM och SOFE/Stockholms Clearinghus Aktiebolag.

3.2.6 Handelsbankens aktieterminsmarknad

Under våren 1987 introducerade Handelsbanken handel med standardiserade terminskontrakt avseende aktier. Verksamheten upphörde under hösten 1987. Eftersom handeln skedde i standardiserade former och var underkastad ett omfattande regelsystem finns det ändå skäl att beskriva hur handeln gick till.

De bestämmelser som reglerade handeln fanns i ett av banken utarbetat ramavtal för terminsaffärer i aktier med tillhörande bilaga.

Terminskontraktet avsåg 1 000 aktier. Terminskursen, dvs. den kurs efter vilken köparen skulle betala de aktier han förvärvade, bestämdes efter överenskommelse mellan parterna.

Antalet aktier och terminskursen kunde komma att omräknas i fall det bolag vars aktier omfattades av terminskontraktet genomförde t.ex. en fond- eller nyemission eller en sammanläggning eller en uppdelning av aktierna.

En terminsaffär kunde avslutas antingen genom leverans eller kontantavräkning. Det ankom därvid på säljaren att viss tid före likviddagen meddela motparten om han önskade leverera aktierna. Avgavs inget sådant meddelande från säljaren skedde i stället en kontantavräkning på slutdagen.

Den part som köpt aktierna skulle senast på likviddagen betala i enlighet med terminskursen. Brast köparen i sin skyldighet att erlægga likvid hade säljaren rätt att avyttra aktierna på marknaden till gällande kurs. Köparen var då skyldig att ersätta säljaren för dennes försäljningskostnader samt för skillnaden mellan det belopp som köparen skulle ha betalat enligt kontraktet och det belopp som säljaren erhöll på marknaden om detta hade ett positivt värde.

Kontantavräkning skedde genom en form av kvittning. Kontantavräkningen tillgick så att parterna träffade avtal om ett terminskontrakt utan leverans avseende samma aktier och slutdag och till det ursprungliga kontraktets slutkurs där köparen uppträdde som säljare och säljaren som köpare. Därefter kunde vinsten resp. förlusten räknas fram. Med slutkurs avsågs enligt huvudregeln den sista betalkurs som noterades på Stockholms fondbörs på slutdagen.

Den som uppträdde som säljare måste enligt huvudregeln inneha de aktier som terminskontraktet avsåg. Att så var fallet måste dokumenteras redan vid avtalets ingående. Vilken dokumentation som skulle föreligga var beroende på vem som skulle uppträda som Handelsbankens motpart. Kunderna delades därvid in i två kategorier. Kategori 1 utgjordes av av bank och fondkommissionsbolag (även när de handlade för annans räkning) samt annan som anges i 2 kap. 10 § första stycket

A3 bankrörelselagen, dvs. främst stat, kommun, kreditaktiebolag och försäkringsföretag med svensk koncession, medan kategori 2 utgjordes av övriga kunder.

Tillhörde kunden kategori 1 räckte det att kunden till Handelsbanken överlämnade en skriftlig bekräftelse på att han innehade aktierna och att dessa skulle komma att överlämnas leveransgilla till Handelsbanken om leverans skulle ske. Tillhörde kunden kategori 2 måste aktierna pantförskrivas till Handelsbanken och deponeras hos annan bank eller hos ett fondkommissionsbolag i samband med att affären gjordes upp.

Som ett alternativ till vad som nu sagts angavs i ramavtalet att en kund kunde uppfylla kravet på innehav av aktierna genom att presentera ett avtal där han köpte aktier på termin enligt ramavtalet. En förutsättning härför var att detta terminskontrakts slutdag sammanföll med eller inträffade tidigare än slutdagen enligt de terminskontrakt där kunden uppträdde som säljare. Tillhörde kunden kategori 2 måste han dessutom pantförskriva sina rättigheter och aktierna enligt det kontrakt i vilket han uppträdde som köpare. Kunden ägde även, för att garantera sin eventuella skyldighet att leverera aktierna, med Handelsbankens medgivande utnyttja aktier som han hade köpt på termin med annan än Handelsbanken som motpart.

I ramavtalet bekräftade Handelsbanken att den - i de fall då banken uppträdde som säljare - alltid vid avtalets ingående fritt disponerade över de med terminsavtalet avsedda aktierna och att dessa var leveransgilla.

Handelsbanken ägde enligt ramavtalet rätt att föreskriva att en kund skulle ställa säkerhet för sina åtaganden enligt terminskontraktet. Vilka kunder som måste ställa säkerhet eller vilken typ av säkerhet som banken krävde eller vilket säkerhetskrav i övrigt som banken därvid

ställde angavs inte i ramavtalet. Enligt uppgift från Handelsbanken ankom det på tjänstemännen vid det enskilda bankkontoret att göra erforderlig kreditprövning.

Handelsbanken utfärdade dock centralt vissa rekommendationer avseende säkerhetens storlek. Dessa återfanns i en av banken utgiven broschyr om aktieterminer. Där angavs som huvudregel att det för en termin skulle ställas säkerhet med ett belopp som motsvarade 20 procent av likviden. Om positionen gick med förlust skulle även denna täckas av säkerheter. Gick den med vinst minskades säkerhetskravet i motsvarande mån. Följande exempel får illustrera hur säkerhetskravet räknades ut dag för dag. Antag att en köpare enligt terminskontraktet på slutdagen skulle betala 300 000 kr. för de 1 000 aktier som terminen avsåg. Säkerhet skulle då initialt ställas med ett belopp som motsvarade 20 procent av 300 000 kr., dvs. 60 000 kr. Antag vidare att aktiekursen en viss dag sjönk till 280 kr. Köparens terminsaffär uppvisade då en förlust på 20 000 kr. (300 000 - 280 000) och han måste då täcka den förlusten genom att ställa ytterligare säkerhet med motsvarande belopp. Steg aktiekursen minskades säkerhetsbeloppet på motsvarande sätt. Säkerhetsbeloppet fick dock inte bli negativt. Det totala säkerhetskravet för en kund beräknades utifrån kundens totala nettoposition. Förväntade förluster i vissa terminsaffärer kvittades således mot förväntade vinster i andra innan kundens totala säkerhetsbelopp bestämdes.

För att inte behöva ställa ytterligare säkerheter varje dag om marknaden gick kunden emot använde sig Handelsbanken av en undre nivå (påfyllnadsnivån) som angav när säkerheter behöver tillskjutas. När påfyllnadsnivån underskreds måste kunden dock ställa säkerheter ända upp till den initiala nivån.

Bedömde banken kundens säkerhet inte vara betryggande eller om risk förelåg för att kunden inte kunde fullgöra sina

förpliktelser, hade banken enligt ramavtalet rätt att kräva att kunden ställde ytterligare säkerheter eller att samtliga kontrakt omedelbart reglerades.

Till Handelsbanken kunde enskild kund vända sig för att handla med aktieterminer. Varje terminskontrakt som Handelsbanken sålde till en kund behövde inte motsvaras av ett likalydande terminskontrakt som banken köpte av en kund. Bankens roll i marknaden behövde således inte vara neutral. Den skilde sig därigenom från den roll som OM och Stockholms Clearinghus AB intar i sina terminsaffärer.

Enligt uppgift från Handelsbanken omsattes mellan 20 och 40 kontrakt per dag.

4

VISSA ÖVRIGA FRÅGOR

4.1

Inledning

I detta kapitel lämnas en beskrivning av vissa frågor som har samband med options- och terminshandeln. Det gäller till att börja med blankningsproblematiken. Där lämnas en redogörelse bl.a. för hur optioner och terminer kan användas för att uppnå samma resultat som vid t.ex. blankning av aktier. Därefter redovisas i ett avsnitt om valutaregleringen bl.a. vilka möjligheter det finns för en valutaautlänning att agera på den svenska options- och terminsmarknaden. Slutligen redovisas kortfattat hur optioner och terminer beskattas.

4.1.1

Blankning

En blankningsaffär utmärks av att säljaren inte äger de värdepapper han överlåter. I Sverige har ett vanligt förfarande varit att man lånat dem av tredje man. Avsikten är att säljaren senare skall återställa de lånade värdepapperen till tredje man genom att göra täckningsköp av samma slags papper till en förhoppningsvis lägre kurs. Den som genomför en blankningsaffär säljer således i en marknad där han anser att priset är för högt. Han hoppas samtidigt att kursen senare skall gå ned så han då kan göra täckningsköp till lägre pris. Blankningsaffärer anses kunna ha en viss kursutjämnande verkan. Detta är dock omdiskuterat (prop. 1978/79:9 s. 136).

I 23 § andra stycket fondkommissionslagen har införts ett förbud för ett fondkommissionsbolag att för egen räkning sälja fondpapper som bolaget har mottagit som lån (blankning) eller att medverka vid blankning för annans räkning. Förbudet gäller enligt 38 § nämnda lag även i banks fondkommissionsrörelse. Det infördes genom den nu gällande fond-

kommissionslagstiftningen, som trädde i kraft den 1 januari 1980. För annan än fondkommissionär finns det inget i lag uppställt hinder mot blankning.

Skälen till att ett förbud infördes i 1979 års fondkommissionslagstiftning var att Stockholms fondbörs ansågs vara alltför liten och hade ett alltför begränsat material av värdepapper tillgängligt för omsättning. Härtill kom att det i samband med blankning förekommer utpräglat spekulativa inslag och att den part som har en närmare kännedom om marknadsläget uppenbarligen har ett övertag i jämförelse med motparten (se prop. 1978/79:9 s. 136).

Enligt 23 § andra stycket fondkommissionslagen finns som tidigare antytts två typer av blankning. Det första kännetecknas av att en fondkommissionär lånar ett fondpapper t.ex. av en kund för att sedan sälja det i egen räkning (äкта blankning). Det andra kännetecknas av att en fondkommissionär medverkar vid försäljning av ett fondpapper som kunden har lånat av fondkommissionären eller av någon annan (oäкта blankning). Gemensamt för dessa typer av blankning är således att man säljer ett värdepapper man förfogar över men som man inte äger.

En typ av blankning som varken nämns i fondkommissionslagen eller i annan lagstiftning är att man säljer ett värdepapper som man vid försäljningstillfället inte förfogar över (på engelska; go short - på svenska; gå kort). Sådana blankningsaffärer tillåts på många utländska börser men är ofta kringgårdade med ingående regler för hur sådana affärer får gå till.

Vid försäljning avista av aktier och andra fondpapper är möjligheterna att gå kort relativt små i Sverige eftersom tiden mellan avslut och likvid enligt praxis uppgår till endast fem dagar. Vidare gäller enligt av bankinspektionen utfärdade rekommendationer att den kund som ger en mäklare

uppdrag att sälja aktier måste lämna ifrån sig aktierna till mäklaren på avslutsdagen eller i undantagsfall senast kl. 12.00 dagen därefter.

Det kan dock förekomma att man går kort även på avistamarknaden avseende aktier genom att sälja aktier som man förvärvat men ännu inte förfogar över. Det kan t.ex. gå till på följande sätt. En kund vänder sig till en fondkommissionär och ger denne uppdrag att köpa ett antal aktier i ett visst bolag. Avslut sker. Innan kunden hunnit få aktierna i sin besittning bestämmer han sig att sälja och han ger därför fondkommissionären i uppdrag att sälja de aktier han nyss köpt. Det nu beskrivna förfarandet torde vara accepterat på marknaden.

Man kan också tänka sig den situationen att en kund vill gå kort genom att sälja aktier som han ännu inte ens förvärvat. Kundens avsikt är att strax därefter köpa motsvarande antal aktier så att han kan prestera en motnota, dvs. en avräkningsnota som visar att han verkligen förvärvat aktierna, på likviddagen för den ursprungliga affären. Detta förfarande leder i de flesta fall till att leveranserna av aktierna försenas och det står i strid med den rekommendation bankinspektionen givit angående fondkommissionärernas skyldighet att kontrollera att kunden har leveransgilla aktier att sälja. Det nu beskrivna förfarandet torde inte förekomma i nämnvärd utsträckning.

En vanligare situation då en fondkommissionär kan komma i konflikt med bankinspektionens nyss nämnda rekommendation kan uppstå då en utlänning vill sälja aktier. Problemet uppstår genom att rekommendationen och det svenska VPC-systemet inte stämmer överens med handelsbruk etc. i utlandet. En utländsk säljare som följer internationell kutym behöver inte överlämna de aktier han säljer utan att samtidigt få betalt. Detta leder till att den fondkommissionär som fått uppdraget att sälja aktierna måste utföra försäljningen

utan att han erhållit aktierna av säljaren vilket alltså står i strid med bankinspektionens rekommendation. Eftersom den utländska säljaren inte kommer att leverera aktierna till fondkommissionären förrän på likviddagen leder förfarandet även till att köparen vid normala hanteringstider kan få aktierna i sin besittning först fem till sex dagar efter likviddagen. Detta medför uppenbara problem i hanteringen och åsamlar även fondkommissionären direkta kostnader i form av ränteförluster då köparen ej anses ha skyldighet att betala förrän han kan få leveransen.

Inom options- och terminshandeln är tiden mellan avslut och fullgörande relativt lång och leverans förekommer endast i enstaka fall. Enligt de regler som gäller för dessa marknader behöver inte heller - med något undantag - de värdepapper affären avser deponeras som säkerhet för avtalets fullgörande.

S.k. leveranskapacitet, dvs. deposition av underliggande värdepapper, krävs som huvudregel av såväl OM som SOFE när en kund utfärdar en köption eller förvärvar en säljoption avseende aktier. Enligt en av bankinspektionen utfärdad rekommendation skall vid nämnda affärer de aktier som avtalet avser deponeras och pantförskrivas som säkerhet för avtalets fullgörande innan avslut sker. Genom att uppställa ett sådant krav förhindras möjligheten att agera på optionsmarknaden utan att inneha aktierna såvitt avser dessa instrument.

En situation i vilken marknaden ansett sig kunna acceptera att man agerar på optionsmarknaden utan att inneha aktierna trots kravet på leveranskapacitet är om en kund köper aktier och därefter innan aktierna levererats till honom utfärdar köptioner eller förvärvar säljoptioner avseende dessa aktier. En förutsättning är att både aktie- och optionsaffären genomförs av samme fondkommissionär. När aktieköpet genomförs registreras förvärvet omedelbart på kun-

dens depå hos fondkommissionären oaktat leverans av aktierna inte skett. När sedan optionsaffären genomförs pantförskrivs depån och kravet på leveranskapacitet anses därmed uppfyllt.

Det finns ett undantag från OM:s och SOFE:s krav på deposition och pantförskrivning av de underliggande aktierna. OM och SOFE accepterar nämligen - som ett alternativ till att deponera aktierna - även en motoption som säkerhet. Om en kund förvärvar en köpoption avseende aktier av OM eller SOFE så kan kunden - under vissa förutsättningar - ställa den som säkerhet för en köpoption som han sedan utfärdar eller för en innehavd säljoption. Nämda optioner behöver alltså inte vara täckta av ett eget innehav av aktier.

Som inledningsvis antytts är blankningsaffärer lönsamma i en fallande marknad. Om man genomför en äkta eller oäkta blankningsaffär beträffande t.ex. aktier till en viss kurs och återköper aktierna vid en senare tidpunkt till en lägre kurs så har transaktionen gått med vinst. Om däremot aktiekursen stiger leder affären till en förlust, vilken teoretiskt kan bli oändligt stor. Äkta och oäkta blankning innebär alltid en skyldighet att återköpa och återlämna det papper man förfogat över.

Genom att utfärda eller förvärva ränte- eller indexoptioner kan man uppnå samma eller liknande resultat som vid en blankningsaffär. Möjligheterna att uppnå sådant resultat genom att utfärda köpaktieoptioner eller inneha säljaktieoptioner begränsas av ovannämnda krav på leveranskapacitet.

Det enklaste sättet att uppnå ett blankningsliknande resultat är att köpa en säljoption avseende annat än aktier. Den som förvärvat en sådan säljoption behöver inte inneha den underliggande egendomen. Innehavaren av en säljoption äger rätt men är inte skyldig att sälja den underliggande varan till lösenpriset. För denna rätt betalar han en

premie. Om marknadspriset på den underliggande varan sjunker så att det understiger lösenpriset med avdrag för premien kan innehavaren utnyttja optionen genom att kvitta sig ur sin position. I en vikande marknad går alltså affären med vinst. Överstiger marknadspriset lösenpriset kommer optionen att förfalla outnyttjad. Till skillnad mot vad som gäller vid den ovan beskrivna avistaaffären, kommer förlusten på säljoptionen att begränsas till den erlagda premien.

Ett blankningsliknande resultat kan uppnås när man utfärdar en "naken" köpoption, dvs. en option som inte täcks genom innehav av den underliggande tillgången. Detta kan ske i de fall då utfärdaren endast behöver ställa s.k. marginal-säkerhet för avtalets fullgörande. Detta gäller i Sverige vid utfärdande av indexoptioner och ränteoptioner. Den som utfärdar en köpoption är skyldig att på anfordran sälja den underliggande egendomen till lösenpriset. När utfärdaren säljer sin option erhåller han en premie. Faller marknadsvärdet på den underliggande egendomen under lösenpriset kommer optionen att förfalla outnyttjad och utfärdarens vinst består i den erhållna premien. Även i detta fall innebär en vikande marknad en fördel. Stiger däremot marknadspriset så att det överstiger lösenpriset kommer optionsinnehavaren att utnyttja optionen och utfärdaren gör en förlust som teoretiskt kan bli oändligt stor.

Vissa strategier vid optionsaffärer innebär att man kan utfärda köpoptioner avseende aktier utan att man behöver inneha de underliggande aktierna. En sådan strategi är en s.k. hausseprisspread med köpoptioner. Strategin används när man förväntar sig en kursuppgång på aktierna. Tillvägagångssättet är följande. Placeraren förvärvar en köpoption med ett lågt lösenpris och utfärdar samtidigt en köpoption med ett högre lösenpris i samma optionsserie. Detta är möjligt eftersom de standardiserade optionerna alltid finns att tillgå med åtminstone två lösenpriser. Den förvärvade köpoptionen kan anvisas som motoption och därmed är leverans-

kapacitetskravet uppfyllt. Premien för den förvärvade optionen kommer att vara högre än för den utfärdade varför det uppstår en nettoinvestering. Om placeraren spekulat rätt och kursen på aktierna överstiger det högsta lösenpriset kommer de båda optionerna att utnyttjas och den maximala vinsten uppgår till skillnaden mellan lösenpriserna minskat med nettokostnaden för att inta positionen. Den maximala förlusten uppstår då marknadspriset på aktierna understiger det lägsta lösenpriset. Båda optionerna kommer då att förfalla outnyttjade vilket leder till att nettoinvesteringen för positionen går förlorad.

Inte heller om man intar en s.k. baisse-pris-spread med köpoptioner behöver man anskaffa de underliggande aktierna. Strategin används vid en förväntad kursnedgång. Placeraren utfärdar då en köpoption med ett lågt lösenpris samtidigt som han förvärvar en köpoption med ett högre lösenpris. Även i denna situation kan man lämna den förvärvade optionen som motoption. Vid denna position kommer premien för den utfärdade köpoptionen att vara högre än för den köpta varför placeraren får en nettointäkt när positionen intas. Maximal vinst uppstår om marknadspriset på slutdagen understiger det lägsta lösenpriset. Båda optionerna kommer då att förfalla outnyttjade och placeraren behåller nettointäkten. Maximal förlust uppkommer om marknadspriset för aktierna överstiger det högsta lösenpriset. Då kommer de båda optionerna att utnyttjas och förlusten kommer att uppgå till skillnaden mellan lösenprisdifferensen och nettointäkten.

Som nämnts gäller förbudet mot äkta och oäkta blankning endast fondkommissionärer, dvs. för banker och fondkommissionsbolag. Övriga aktörer kan alltså genomföra sådan blankning. Detta leder till att vissa strategier endast kan utföras av eller under medverkan av andra än fondkommissionärer.

I det följande lämnas ett exempel på en sådan strategi. I exemplet bortses från transaktions- och lånekostnader. Antag att det på optionsmarknaden finns köpoptioner som ger innehavaren rätten att förvärva aktier i ett visst bolag för 300 kr./st. trots att dagskursen på aktien är 320 kr. Premien för köpoptionerna uppgår till 15 kr. Premien borde om man bortser från transaktionskostnaderna i detta läge uppgå till minst 20 kr. men av någon anledning har prissättningen på optionerna inte följt utvecklingen på aktiemarknaden. En sådan skevhet i prissättningen utnyttjas ofta av s.k. arbitragörer, se avsnitt 2.6.5.2. Prisdifferensen innebär att man på varje inköpt optionskontrakt kan göra vinst om man har möjlighet att handla snabbt. Placeraren som inte äger några aktier i detta bolag förvärvar nu en köpoption för premien 1 500 kr. (varje optionskontrakt innehåller 100 st. aktier och premien blir då 15 x 100) samtidigt som han lånar aktier som han säljer utanför Stockholms fondbörs till kursen 320. Därefter löser han sin option, dvs. förvärvar 100 st. aktier av den som utfärdat optionen på 300 kr./st. Aktierna kan sedan återlämnas till långivaren. Resultatet blir följande:

Erlagd premie	- 1 500	
Kostnad för köpta aktier	- <u>30 000</u>	
Total investering		- 31 500
Intäkt för sålda aktier		+ 32 000
Bruttointäkt		+ 500

Genom att utföra affären snabbt kunde placeraren tillförsäkra sig en vinst på transaktionen. Affären kunde ha utförts utan blankning på det sättet att han först förvärvade optionen och utnyttjade den och sedan sålde aktierna. Detta hade dock tagit tid och kursen på aktien kunde ha fallit under tiden.

På grund av blankningsförbudet i fondkommissionslagen kan emellertid en fondkommissionär inte uppträda som arbitragör

eller medverka i en transaktion av nämnt slag. Blankningsförbudet i fondkommissionslagen kan alltså leda till att det uppstår skillnader i förutsättningarna för olika aktörers möjligheter att agera på marknaden. Skillnaden består i att en aktör som inte är en fondkommissionär i sina strategier kan utnyttja den underliggande avistamarknaden på ett mer flexibelt sätt.

Fondkommissionärer kan dock komma runt detta problem i de fall det finns både en fungerande options- och terminsmarknad i samma värdepapper. En avistaaffär kan nämligen i princip ersättas med en motsvarande terminsposition.

En sådan terminsmarknad finns vad gäller riksobligationer. Riksobligationer används också som underliggande värdepapper vad gäller ränteooptioner. Det finns inget uttryckligt hinder för fondkommissionärer att inta positioner i dessa båda marknader utan att inneha den underliggande obligationen. Marknaderna är samordnade så att det finns terminskontrakt som förfaller samtidigt som ränteooptionerna. Detta öppnar möjligheter till olika kombinationer mellan de båda instrumenten.

Följande exempel kan illustrera detta. Den som utfärdar en säljoption förbinder sig att köpa den underliggande obligationen till det pris som framräknas ur optionens lösenränta. För denna utfästelse erhåller utfärdaren en premie. Om marknadsräntorna sjunker stiger den underliggande obligationen i värde. Optionen kommer då inte att utnyttjas och utfärdaren behåller premien. Stiger marknadsräntan minskar obligationens värde och utfärdaren tvingas att köpa obligationen till en lägre ränta än gällande marknadsränta. Vid stigande marknadsränta kan värdet av den underliggande obligationen teoretiskt sjunka till noll kr.

För att säkra den utfärdade säljoptionen förvärvar placeraren först en köpoption med samma lösenränta och

slutmånad. Köptionen ger innehavaren rätten att förvärva den underliggande obligationen till lösenräntan. För denna rätt får förvärvararen betala en premie. Om marknadsräntan går ned ökar optionen i värde och optionen kan då utnyttjas. Om marknadsräntan stiger förfaller optionen och förlusten begränsas till den erlagda premien.

Den intagna positionen innebär en vinst vid nedåtgående ränta och en förlust på den utfärdade säljoptionen vid stigande marknadsränta. För att begränsa denna risk säljer placeraren, utan att inneha den, en obligation på termin med samma slutmånad som denna.

Positionen avvecklas genom en kontantavräkning. För det fall att marknadsräntan när avräkning skall ske överstiger lösenräntan inträffar följande. Köptionen förfaller outnyttjad. Den utfärdade säljoptionen ger en förlust. Den förlusten kompenseras av den vinst som uppkommer på terminskontraktet.

Understiger vid avräkningstillfället marknadsräntan lösenräntan kommer säljoptionen att förfalla outnyttjad medan den innehavda köptionen ger en vinst. Terminsaffären ger en förlust som motsvarar uppkommen vinst.

Genom transaktionen har placeraren helt neutraliserat sin position. Hade det inte varit möjligt att göra en terminsaffär utan att inneha den underliggande obligationen hade denna strategi inte varit intressant eftersom placeraren då hade fått binda ett stort kapital i en obligation. I praktiken skulle strategien t.ex. kunna användas då det förekommer sådana prisdifferenser mellan köp- och säljoptioner att det uppstår en vinst bestående i skillnaden mellan erhållen och erlagd premie.

Vid en enstaka blankningsaffär tar man en avsevärd risk. Har man spekulerat fel och priset på det blankade värde-

papperet stiger i stället för att sjunka uppkommer en potentiell förlust som teoretiskt är oändligt stor. Den potentiella vinsten är begränsad genom att priset på värdepapperet inte kan bli negativt. En sådan enstaka affär kan sägas vara utpräglad spekulativ genom att man så att säga satsar allt på ett kort.

Av de exempel som givits framgår emellertid att blankningsaffärer av vilken typ som helst kan ingå som ett led i en riskfri position. Sådana strategier kan användas för att rätta till snedprissättningar eller att försäkra mot förluster.

Det kan vidare konstateras att blankningsförbudet i fondkommissionslagen kan medföra att aktörerna på marknaden konkurrerar på olika villkor eftersom vissa strategier endast får genomföras av vissa aktörer och ej av andra.

Genom tillkomsten av options- och terminsmarknaden har skapats möjligheter att dra fördel av kursförändringarna på de underliggande värdepapperen utan att förfoga över dessa.

I samband med de förfaranden som beskrivits i detta avsnitt kan det vara på sin plats att kortfattat redovisa den verksamhet avseende aktielån som sedan 1985 bedrivs av Invik & Co Aktiebolag (Invik), ett bolag inom Kinnevik-gruppen.

Verksamheten går i huvudsak till på följande sätt. Antag att ett försäkringsbolag har ett stort innehav av aktier i ett industriföretag. Försäkringsbolaget gör den bedömningen att kursen på industriföretagets aktier under en period kommer att gå ned. Trots detta bestämmer man sig för att behålla aktierna. Antag vidare att det samtidigt finns en portföljförvaltare som gjort samma bedömning vad gäller kursen på industriföretagets aktier men förvaltaren äger inga sådana aktier. Både försäkringsbolaget och portföljförvaltaren vänder sig till Invik varvid försäkringsbolaget anmäler in-

trasse av att "låna ut" sina aktier i industriföretaget och portföljförvaltaren anmäler att han har intresse av att låna aktier i industriföretaget.

Invik knyter ihop de framförda önskemålen varvid försäkringsbolaget lånar ut aktierna i industriföretaget till Invik mot en viss ersättning. På detta sätt höjer försäkringsbolaget avkastningen på sitt aktieinnehav. Försträckningen innebär att aktierna överlämnas till Invik transporterade in blanco. Rätt till utdelning, fondemission, delbevis, teckningsrätt, inköpsrätt eller annan liknande rätt tillkommer försäkringsbolaget under hela försträckningstiden. Invik förbinder sig att återlämna motsvarande antal aktier som avtalet avser. De aktier som återlämnas skall vara av samma aktieslag och ha samma röstvärde. I samband med avtalets ingående ställer Invik säkerhet för avtalets fullgörande. För det fall att värdet av säkerheten under avtalstiden kommer att understiga börsvärdet av aktierna med mer än (enligt uppgift) tio procent måste Invik på begäran ställa kompletterande säkerhet. Om ställd säkerhet i stället kommer att överstiga värdet av aktierna har Invik rätt att disponera övervärdet.

När så Invik på detta sätt fått förfoganderätt över aktierna upprättas ett motsvarande avtal mellan Invik och portföljförvaltaren. Förvaltaren får därvid förfoganderätt över aktierna mot att han betalar en ersättning till Invik. Förvaltaren måste vidare ställa säkerhet i form av kontanter eller bankgaranti till Invik. Enligt uppgift från Invik skall säkerheten motsvara aktiernas fulla värde. Portföljförvaltaren kan nu sälja aktierna och om aktiekursen faller göra en vinst på transaktionen. Oavsett hur aktiekursen förändras så måste portföljförvaltaren återköpa motsvarande antal aktier för att kunna återlämna dem till Invik vid avtalstidens utgång.

Ett annat skäl till att vilja låna aktier kan vara att uppfylla leveranskapacitetskravet för utställda köpoptioner eller för innehavda säljoptioner.

4.1.2 Valutaregleringen

Den författningsmässiga grundvalen för valutaregleringen utgörs av valutalagen (1939:350). Valutalagen är en fullmaktslag som ger regeringen rätt att under vissa angivna förutsättningar utfärda i lagen bestämda valutareglerande föreskrifter.

De föreskrifter som regeringen meddelar med stöd av valutalagen återfinns i valutaförordningen (1959:264). I denna finns ett bemyndigande för riksbanken att meddela tillstånd och tillämpningsföreskrifter på valutaregleringens område. De tillämpningsföreskrifter som riksbanken meddelar med stöd av dessa bemyndiganden återfinns i riksbankens författningssamling (RBFS).

En av huvudprinciperna i valutaregleringen är att hindra valutautlåning att göra portföljinvesteringar i svenska värdepapper. Riksbanken har därför i princip inte lämnat tillstånd till sådana investeringar. Från denna princip har emellertid gjorts undantag för försäljning av börsregistrerade svenska aktier och OTC-aktier. Sådan försäljning har nämligen bedömts innebära en långfristig kapitalimport. Sedan januari 1988 kan nämnda aktier säljas utan tillstånd; tidigare rådde automatisk tillståndsgivning. Från 1980 till januari 1988 lämnades tillstånd för ca 50 miljarder kronor räknat på aktiernas värde vid försäljningstillfället.

Riksbankens praxis beträffande valutautlånings möjligheter att handla med optioner har varit restriktiv och tillstånd har i princip inte givits. Riksbanken har nu lättat på sin tidigare restriktiva hållning. De regler som nu gäller och som trädde i kraft den 3 augusti 1987 (RBFS 1987:4) innebär

att valutautlåning ges möjlighet att utfärda och förvärva standardiserade aktieoptioner avseende svenska börsnoterade aktier och aktieindexoptioner avseende sådana aktiefonder som huvudsakligen placerar i svenska börsnoterade aktier. Särskilt tillstånd krävs för varje optionsklass.

Bakgrunden till Riksbankens ändrade inställning har i en inom Riksbanken upprättad promemoria 1987-06-16 angetts vara att utländska placerares tillgång till aktieoptioner inte bör ses skilt från utlåningars engagemang på den svenska aktiemarknaden. En rationell placerare önskar ofta hantera sin svenska värdepappersportfölj inte bara genom köp av aktier utan även genom handel med aktieoptioner. Om utlåningar har tillgång till denna del av optionsmarknaden borde detta stärka deras intresse för svenska aktier.

I nämnda promemoria anges vidare att även aktieindexoptioner kan av den rationella portföljförvaltaren användas för att eliminera risker. Det är då inte fråga om att eliminera risker i det enskilda företaget utan det är den s.k. marknadsrisken som kan helt eller delvis elimineras. Marknadsrisken påverkas av förändringar i ränteläge, inflationsförändringar, skattelagstiftning m.m. Marknadsrisk är en risk som alla aktier är utsatta för oavsett typ av verksamhet. Då marknadsrisken utgör en del av den risk som finns i en aktieportfölj bör en utländsk placerare även få utnyttja indexoptioner som ett led i sin portföljförvaltning.

Riksbanken har däremot inte funnit skäl att öppna ränteoptionsmarknaden för utländska placerare. Motivet härtill är att en av valutaregleringens huvudprinciper är att inte medge utlåningar rätt att förvärva svenska obligationer eller liknande skuldebrev avsedda för den allmänna rörelsen. Eftersom någon lättnad i denna inställning inte kan förutses bör en valutautlåning inte heller tillåtas att handla med ränteoptioner.

I princip är det enligt valutaförordningen för valutainlänning förbjudet att förvärva utländska värdepapper om inte riksbanken medger detta. Förbudet syftar i första hand till att förhindra destabiliserande kapitalflöden genom tillskott av nya värdepapper från utlandet.

Några undantag finns från detta förbud. Sålunda kan utländska företag som bedöms ha ett väsentligt industriellt samarbete med svenska företag få tillstånd att emittera aktier här. Sådana aktier är dock inte förenade med switchrätt (se nedan). Vidare får anställda i utlandsägda företag i Sverige tillstånd att köpa aktier i det utländska moderbolaget inom ramen för av detta fastlagda sparplaner och liknande. Dessutom får utländska aktier som erhålls genom arv behållas. Slutligen får valutainlänning i begränsad omfattning delta i ett utländskt bolags fond- eller nyemissioner. Enligt nuvarande regler får för detta ändamål överföras högst 3 000 kr. till utlandet.

Vidare bör nämnas den s.k. switchrätten som finns kopplad till merparten av de utländska aktier och obligationer som innehas av valutainlänning. Switchrätten innebär att valuta-inlänning som avyttrar utländska aktier eller obligationer till utlandet får inom sex månader förvärva andra börsnoterade utländska papper till ett värde som motsvarar försäljningsbeloppet. Därvid gäller dock den inskränkningen att aktier endast får switchas till aktier. Om switchrätten inte utnyttjas får försäljningsbeloppet tas hem. En valutainlänning kan också överlåta de utländska värdepapperen och den med dessa förenade switchrätten till en annan valutainlänning. Sådana transaktioner sker i regel till överkurs - säljaren erhåller en switchpremie.

Genom ett beslut i november 1987 har valutainlänningars möjligheter att förvärva utländska börsregistrerade aktier ökat. Detta sker genom att riksbanken vid tre tillfällen under år 1988 mot en avgift, som fastställs genom

anbudsförfarande, lämnar banker och fondkommissionsbolag tillstånd att köpa utländska börsregistrerade aktier för en miljard kronor vid varje tillfälle. Aktierna kan sedan förvärvas av andra valutainlänningar mot erläggande av gällande switchpremie.

Valutainlänning får endast köpa utländska aktieoptioner genom switch.

Valutainlänning som vill agera på utländska marknader i ränteoptioner måste ha tillstånd av riksbanken.

4.1.3 Beskattning av standardiserade optioner

4.1.3.1 Inkomstskatt

Beskattning av standardiserade optioner sker på olika sätt beroende på vem som är skattesubjekt. En bank eller ett fondkommissionsbolag eller ett annat skattesubjekt som bedriver rörelse i optioner redovisar sina optionstransaktioner i rörelsen. Intäkter beskattas som inkomster i rörelsen och utgifter utgör omkostnader i rörelsen.

För sådana skattesubjekt som inte bedriver rörelse i optioner gäller följande. I punkt 7 av anvisningarna till 36 § och 46 § 1 mom. kommunalskattelagen (1928:370) - KL - finns vissa bestämmelser som särskilt reglerar beskattningen av de standardiserade optionerna. Bestämmelserna trädde i kraft den 1 juli 1987 och tillämpas första gången vid 1987 års taxering (SFS 1987:572). Beskattningen i övrigt grundas huvudsakligen på ett par avgöranden av regeringsrätten, RÅ 83 1:90 och regeringsrättens dom den 23 december 1986 i mål 1709-1986. De bestämmelser i KL som i sistnämnda delar närmast blir tillämpliga är dels realisationsvinstreglerna för annan lös egendom än aktier i 35 § 4 mom. KL och dels reglerna för beskattning av inkomst av tillfällig förvärvsverksamhet enligt 35 § 1 mom. 1 KL. De nämnda regeringsrättsavgörandena

avser endast köpoptioner på aktier. Några avgöranden som gäller säljoptioner på aktier eller andra typer av standardiserade optioner finns inte.

Nämnda lagregler och rättspraxis avseende köpoptioner på aktier innebär följande. Erhållen premie utgör hos optionsutfärdaren inkomst av tillfällig förvärvsverksamhet enligt 35 § 1 mom. 1 KL. Ersättningen realisationsvinstbeskattas således inte utan hänförs till en särskild förvärvskälla. I den förvärvskällan beskattas inkomst av all tillfällig förvärvsverksamhet bortsett från realisationsvinster och lotterivinster.

Erhållen premie som i sin helhet är skattepliktig skall tas upp till beskattning det beskattningsår då den blir tillgänglig för lyftning. Detta gäller oavsett vad som senare händer med optionen.

Den utgift som uppkommer när optionsutfärdaren avslutar sitt optionsåtagande genom kvittning eller stängning hänförs till samma förvärvskälla som den tidigare intäkten. Utgiften blir enligt kontantprincipen avdragsgill för det beskattningsår då den betalats. Om ersättningen vid utfärdandet av optionen erhållits under samma beskattningsår blir utgiften direkt avräkningsbar mot intäkten. Äger kvittningsförfarandet rum under året efter det år då ersättningen erhållits kan någon direkt avräkning mellan intäkt och utgift hänförlig till samma optionsaffär inte ske. Utgiften blir i det fallet avdragsgill mot de intäkter som under samma beskattningsår hänförs till förvärvskällan, bl.a. intäkter av under det året utställda optioner. Detta innebär att det i vissa fall kan uppstå underskott i nämnda förvärvskälla. Sådant underskott är inte avdragsgillt det år det uppkommer och det kan inte heller utnyttjas vid kommande års taxering.

Om optionsinnehavaren begär lösen och de underliggande aktierna därmed övergår mellan parterna sker beskattning av

köptransaktionen. För optionsutfärdarens (säljarens) del innebär detta att realisationsvinstbeskattning sker på vanligt sätt utan att den tidigare optionstransaktionen påverkar beskattningsresultatet. Optionsinnehavarens (köparens) anskaffningskostnad för aktierna, som skall beaktas vid en eventuell framtida realisationsvinstberäkning, utgörs av det i optionen angivna lösenpriset med tillägg för erlagd premie.

Om en optionsinnehavare avslutar sin position genom kvittning så innebär det att han säljer sin option. Försäljningen realisationsvinstbeskattas enligt bestämmelserna i 35 § 4 mom. KL. Detta innebär att nettot av erlagd och erhållen premie är skattepliktigt eller avdragsgillt beroende på om det är positivt eller negativt. Realisationsförlust är kvittningsbar i högst sex år mot realisationsvinst på bl.a. aktier.

Om optionen förfaller outnyttjad utgör erlagd premie för optionsinnehavaren en icke avdragsgill kapitalförlust. För optionsutfärdaren inträder ingen skattekonsekvens genom att optionen förfaller.

Av det sagda framgår att det på beskattningsrättens område finns ett par asymmetrier vid en jämförelse mellan en optionsutfärdares resp. en optionsinnehavares beskattningssituation. Vid lösen sker realisationsvinstbeskattning för utfärdarens del utan hänsyn till erhållen premie medan erlagd premie läggs till lösenpriset vid beräkning av innehavarens anskaffningskostnad och i kvittningssituationen äger innehavaren rätt att dra av uppkommen förlust medan utfärdaren inte har den möjligheten.

4.1.3.2 Omsättningsskatt

Omsättningsskatt utgår, enligt 1 § 1 st 10 p. lagen (1983:1053) om skatt på omsättning av vissa värdepapper, på

köp- och säljoptioner och terminskontrakt som avser aktier, aktieindex eller konvertibla skuldebrev.

Omsättningsskatt tas ut vid kvittning och kontantavräkning. Vid lösen kommer den underliggande varan att överlåtas och omsättningsskatt kommer att träffa den omsättningen. Någon omsättningsskatt tas därför inte ut för optioner vid lösen. Vid utfärdande av en option och då en option förfaller outnyttjad har någon omsättning inte skett varför omsättnings-skatt inte tas ut i dessa situationer.

Fondkommissionärer är befriade från omsättningsskatt vad gäller affärer i egen räkning.

Den 2 mars 1988 lade regeringen fram en lagrådsremiss, i vilken föreslås att skatten på omsättning av värdepapper från den 1 januari 1989 utvidgas till att även omfatta handel på penning- och obligationsmarknaden. Samtidigt föreslås några förändringar i beskattningen av aktiemarknaden. För de standardiserade optionernas och terminernas del innebär förslaget i korthet följande.

Omsättningsskatt skall enligt förslaget även tas ut på ränteoptioner och ränteterminer. Skattesatsen för ränteoptionerna föreslås bli två procent av premien sammantaget för köp- och säljledet. För ränteterminerna föreslås skatten bli högst 0,03 procent sammantaget för köp- och säljledet av värdet av den underliggande tillgången. Skattesatsen varierar i förhållande till kontraktets löptid. Den blir lägre om löptiden är kort och högre om löptiden är längre.

För aktieoptioner och indexoptioner föreslås skatten bli fyra procent på premien och för indexterminer två procent på det underliggande värdet sammantaget för köp- och säljled.

Även fondkommissionärerna föreslås betala omsättningsskatt för handel i egen räkning. Skattesatsen för dem föreslås bli hälften av vad övriga behöver betala.

Skatt på optionshandeln skall enligt förslaget tas ut vid avtalets ingående, kvittning och kontantavräkning.

4.1.3.3 Förmögenhetsskatt

Enligt 3 § lagen om statlig förmögenhetsskatt skall optionsrätter som ger rätt till nyteckning eller köp av aktier och som omsätts på kapitalmarknaden beskattas. Vad som menas med optionsrätter har inte definierats i lagen. Standardiserade säljaktieoptioner synes inte omfattas av förmögenhetsskatt eftersom ett sådant innehav endast innefattar en rätt att sälja aktier. Inte heller upptas index- och ränteoptionerna bland de i lagen uppräknade förmögenhetsskattepliktiga objekten.

I detta kapitel lämnas en redogörelse för några olika undersökningar som föranletts av den kraftiga kursnedgången på aktier som inträffade under oktober månad 1987. Redogörelsen är koncentrerad till vad som hänt i USA och Sverige. Först lämnas sammanfattningar av vissa rapporter från USA. De är mycket kortfattade och gör inte anspråk på att vara fullständiga. Därefter lämnas en översikt över det åtgärdsprogram som OM och SOFE gemensamt lade fram i november 1987. Slutligen ges också en redogörelse för den utredning av några bankers och fondkommissionsbolags options- och terminsaffärer som bankinspektionen genomfört.

I avsnittet om USA-rapporterna finns vissa begrepp som här kortfattat förklaras.

Program Trading: Program Trading innebär att man lägger upp ett dataprogram för köp eller försäljning av värdepapper. I dataprogrammet anges vid vilka kurser olika värdepapper skall säljas resp. köpas. Möjlighet finns att koppla den egna datorn till börsens datoriserade avslutssystem och på det sättet kan köp och försäljning ske automatiskt.

Portfolio Insurance: Portfolio Insurance är en strategi som marknadsförs av en del professionella portföljförvaltare. Syftet är att så långt möjligt utnyttja chanser till värdestegring utan att riskera förluster över en viss nivå. Detta skulle kunna uppnås genom försäkring med säljoptioner. Vid portfolio insurance skapar man i stället samma effekt genom att kontinuerligt justera andelen aktier i portföljen. Strategin medför att man köper aktier vid kursstegring och säljer vid kursfall. Om många använder sådana strategier, förstärks kurssvängningarna. Samtidigt förutsätter strategin att kursändringarna sker tillräckligt långsamt för att

man skall hinna sälja ut sina aktier vid de i förväg fastställda kurserna.

Index arbitrage: Index arbitrage innebär att man försöker göra vinster på prisskillnader som kan uppstå mellan indexoptioner, indexterminer och de aktier varpå indexet är baserat. Om indexterminerna kan handlas till ett pris som överstiger de underliggande aktierna, kan en arbitragör sälja indexterminer och köpa de aktier varpå indexet är baserat i proportion till den vikt de har vid beräkningen av indexet. Sådana affärer leder till att priserna på de olika marknaderna kommer i jämvikt.

De här beskrivna programmen är utarbetade för att fungera i en marknad med små prISRörelser och har tidigare inte prövats i en situation med kraftiga kursrörelser. Vissa hithörande frågor har diskuterats i Ragnar Lindgrens arbete Det samhällsekonomiska perspektivet, se bilaga 2.

5.1 Sammanfattning av vissa rapporter från USA

Under perioden efter den 19 oktober 1987 har i USA ett antal rapporter utarbetats beträffande aktie- och aktiederivatmarknadens funktion. Kongressförhör har ägt rum för att undersöka behovet av lagstiftning och andra regleringsåtgärder. Medan analyserna har skilt sig åt på vissa viktiga områden har det också funnits överensstämmelse på flera nyckelområden. Enighet råder i fråga om att marknaden för aktier och aktierelaterade derivat skall ses som en marknad genom det samband som finns vad gäller prissättning och affärsstrategier, att oron på marknaden åtminstone förvärrades av att de tekniska förutsättningarna i handelssystemet var otillräckliga för de volymer som omsattes och att denna oro också förvärrades av avsaknaden av samordning mellan marknaderna för aktier och derivat vad gäller avsluts- och betalningsrutiner samt att den datorassisterade handeln av indexterminer och aktier inte var orsaken till kursnedgången

men att sådan datoriserad handel - särskilt i samband med portföljförsäkringsstrategier - troligen på olika sätt medverkade till storleken på prisrörelserna.

När det gäller rekommendationer för förbättringar av systemet är det mindre överensstämmelse mellan de olika rapporterna och uttalandena. Alla tycks förorda ökad samordning mellan avista- och derivatmarknaderna med avseende på betalningsrutiner, men var och en verkar ha olika uppfattning om hur det skall gå till. I fråga om vem som skall ange säkerhetskraven och på vilken nivå de skall ligga går meningarna isär. Även debatten om uppsättande av gränser för hur mycket kursen får röra sig under en dag och om börsstopp bör tillgripas i vissa situationer har varit livlig utan att några slutsatser kunnat dras.

5.1.1 Bradyrapporten

En av utredningarna - Task Force on Market Mechanisms - tillsattes av president Reagan. Utredningen, som leddes av Nicholas F. Brady, hade till uppgift att undersöka vad som orsakade kursnedgången på aktier under oktober 1987. I rapporten (Bradyrapporten) pekar man på två specifika händelser som initialt ledde till oron på aktiemarknaden. Den 14 oktober 1987 offentliggjordes i USA dels uppgifter om det oväntat höga underskottet i handelsbalansen, vilket ledde till en räntehöjning, dels information om förslag till en ny skattelag, som skulle påverka finansieringen av företagsköp.

Dessa två för kursutvecklingen på aktier negativa nyheter ledde till att aktiekurserna började sjunka. När väl nedgången påbörjats utlöste den en automatisk försäljning av aktier från ett antal större institutioner som använde sig av s.k. portfolio insurance strategies. Andra aktörer insåg att detta skulle ske och även dessa började att sälja för att förekomma vad de visste skulle komma. Det

blev alltså en kedjereaktion som när den väl kommit i gång inte gick att hejda. De tekniska handelssystemen vid börserna blev överhopade och hann inte ta hand om alla order på ett tillfredsställande sätt.

I rapporten konstateras att det under mitten av oktober omsattes rekordvolymen på aktie- och terminsmarknaden för aktierelaterade instrument. Börserna var trots detta i huvudsak öppna och tillgängliga under hela perioden. Marknads makers och specialister hade dock svårt att hålla ihop köp- och säljkurserna på grund av obalansen mellan köp- och säljorder. Volymerna ledde också till problem vid den tekniska hanteringen av avsluts- och betalningsrutinerna vilket medförde ytterligare svårigheter för marknadens aktörer. Vidare framhålls i rapporten att de båda marknaderna för aktier och för aktierelaterade derivat i ekonomiskt hänseende bör betraktas som en marknad. I normalfallet gäller att kursutvecklingen på dessa båda marknader är likartad. Under oktober brast det dock i samordningen vilket ledde till att prissättningen på de båda marknaderna inte följdes åt.

I rapporten konstateras att ett fåtal institutioner omsatte stora volymer den 19 oktober. T.ex. sålde tre institutioner för knappt 2 miljarder dollar på aktiemarknaden. På terminsmarknaden sålde ävenledes tre institutioner för ett värde som motsvarar 2,8 miljarder dollar. Vidare framkom att ett litet antal aktiefonder sålde aktier för 900 miljoner dollar.

I rapporten identifierades en rad frågor för vidare bearbetning av berörda myndigheter. Följande förslag lades fram för myndigheternas fortsatta överväganden.

- Ett samordnat regelsystem för aktiemarknaden och för att den aktierelaterade derivatmarknaden skulle kunna korrigera några av de motsättningar som observerats av utredningen. Detta gäller t.ex. blankningsreglerna vilka

skiljer sig åt mellan aktie- samt termins- och optionsmarknaderna. Vidare finns skillnader mellan dessa marknader vad gäller utförandet av kundorder och affärer i egen räkning.

- New York Stock Exchange (NYSE) bör åtgärda de problem som uppstod inom handelssystemet. Ett av dessa problem var att specialisterna, dvs. en typ av market maker som också kan handla i kommission, inte på ett tillfredsställande sätt kunde klara de stora volymer som det blev frågan om under oktober. Vidare borde enligt rapporten order från allmänheten ha företräde framför institutioner och andra professionella aktörers order när det uppstår stora obalanser mellan köp- och säljorder.

I rapporten ges en del rekommendationer som syftar till att motverka en upprepning av vad som hände under oktober 1987. I huvudsak rekommenderas följande förändringar.

- En myndighet, förmodligen USA:s centralbank, Federal Reserve, bör samordna regelsystemet för likartade marknader över hela det finansiella området.
- Clearingsystemen bör vara enhetliga på alla marknadsplatser för att reducera riskerna.
- Säkerhetskraven bör överensstämma på skilda marknadsplatser för att spekulatörerna skall kunna kontrolleras.
- Regler om t.ex. kursförändringsbegränsningar och samordnat börsstopp bör formuleras och införas för att skydda marknadssystemet.
- Informationen mellan de likartade marknaderna bör förbättras.

5.1.2 Rapport från Securities and Exchange Commission

Securities and Exchange Commission (SEC) är en statlig myndighet som har till uppgift att utöva tillsyn och övervakning samt att i vissa fall utfärda regler för aktie- och optionsmarknaderna i USA. SEC gav i februari 1988 ut en rapport som berörde kursnedgången på aktier i oktober 1987. I rapporten lämnas ingen förklaring till vad som satte i gång kursnedgången. Däremot konstateras att, medan derivatmarknaden inte orsakade kursrasen, dess existens gjorde att priset påskyndades. Även SEC påpekar att redan vetskapen om att större portföljförvaltare skulle börja sälja stora volymer om kursen sjönk ledde till att andra skyndade sig att sälja för att hinna före. De viktigaste resultaten av SEC:s utredning är följande.

- Specialisterna var oförmögna att upprätthålla en ordnad marknad vilket illustrerades av att de inte förmådde hålla ihop köp- och säljkurserna.
- Under kursnedgången genomfördes stora aktieköpsprogram av vissa placerare vilket hade en positiv effekt på aktiekursen.
- Order mellan regionala börser och New York Stock Exchange (NYSE) blev åtskilligt försenade vilket ledde till förluster för vissa aktörer.
- Den stora obalansen mellan köp- och säljorder och den kraftiga kursnedgången på avistamarknaden ledde till problem vid prissättningen på optionsmarknaden.
- Aktiepriserna i USA hade ett nära samband med nästa dags priser i Tokyo och London.

5.1.3 **Rapporter från Commodity Futures Trading Commission**

Commodity Futures Trading Commission (CFTC) är en statlig myndighet som har till uppgift att utöva tillsyn och att övervaka samt att utfärda regler för terminsmarknaden i USA. CFTC utarbetade fr.o.m. november 1987 t.o.m. januari 1988 fyra rapporter i anledning av kursnedgången på aktier i oktober 1987.

Utredningen har inte haft tillgång till dessa rapporter men enligt uppgift är de slutsatser CFTC dragit likartade med Chicagorapportens, se nedan.

5.1.4 **Katzenbachrapporten**

New York Stock Exchange (NYSE) startade redan i juni 1987 en undersökning om effekterna av program trading. Arbetet leddes av Nicholas deB Katzenbach. Efter kursnedgången i oktober 1987 utökades uppdraget till att även omfatta nämnda händelse varvid utredningen främst skulle inrikta sig på sambandet mellan aktie- och terminsmarknaden. I rapporten konstateras i huvudsak följande.

- Handelsvolymen under den 19 och 20 oktober 1987 var för stor för att handeln mellan de olika marknaderna skulle fungera. NYSE:s automatiska datoriserade avslutssystem räckte t.ex. inte till. Eftersom tidsordningen mellan ordena inte kunde upprätthållas kom aktiekursen att släpa efter i förhållande till det egentliga orderläget. Därigenom fungerade inte heller arbitrageverksamheten mellan de båda marknaderna.
- Det mesta av försäljningarna under den 19 och 20 oktober berodde på att ett antal institutioner försökte bli av med hela aktieportföljen på en gång. Detta ledde till att kursnedgången gick snabbt.

I rapporten sägs, att man inte tror att regler som begränsar hur mycket priserna får röra sig under en dag löser några problem. Vidare sägs att marginalsäkerhetskraven bör vara mer likartade i avista- och terminshandeln. I rapporten förordas att avista-, termins- och optionshandeln samordnas under en tillsynsmyndighet.

5.1.5 Chicagorapporten

Chicago Mercantile Exchange (CME) utsåg en kommitté som skulle ge sina synpunkter på den kraftiga kursnedgången på aktier under oktober 1987.

I kommitténs rapport anges att man inte funnit några belägg för att CME:s indextermin orsakade kursnedgången. Enligt rapporten orsakades kursnedgången av att både termins- och avistabörserna samtidigt utsattes för ett massivt säljtryck. Kursnedgången blev dock i inledningsskedet större på terminsmarknaden eftersom man i terminshandeln saknar specialister och market makers vilkas funktion är att skapa stabila priser. Dessutom kom handeln på NYSE i gång sent på grund av obalansen mellan utbud och efterfrågan. På grund av de förseningar som rådde vid NYSE motsvarades de aktiekurser som noterades inte av marknadsläget. Detta ledde till att man felaktigt fick det intrycket att det var terminsmarknaden som ledde och förstärkte kursnedgången.

5.2 Bankinspektionens utredning och allmänna råd

Bankinspektionen företog under tiden november 1987 till januari 1988 en omfattande genomgång av några bankers och fondkommissionsbolags fondkommissionsverksamhet med avseende särskilt på deras handel vid OM och SOFE/Stockholms Clearinghus AB. Vid undersökningen kunde konstateras att vissa banker och fondkommissionsbolag gjort stora förluster i denna handel i samband med den kraftiga kursnedgången på aktier under oktober-november 1987. Inspektionen riktade efter sin under-

sökning allvarlig kritik mot hur några av företagen skött sina options- och terminsaffärer samt har i allmänna råd angivit hur banker och fondkommissionsbolag bör gå till väga för att främja ordning och reda inom options- och terminshandeln.

5.2.1 Bankinspektionens iakttagelser

Bankinspektionen har i samband med sin undersökning kunnat konstatera att vissa banker och fondkommissionsbolag inte i allt följt de allmänna villkor som gäller för handeln samt att den interna kontrollen och de administrativa rutinerna varit bristfälliga.

När det gäller avvikelser från de regler som styr handeln vid OM och SOFE/Stockholms Clearinghus AB har inspektionen funnit att de avtalshandlingar som reglerar rättsförhållandet mellan kunden och banken/fondkommissionsbolaget och som enligt avtal med OM resp. SOFE/Stockholms Clearinghus AB utgör en förutsättning för handel i optioner och terminer i flera fall saknades. I de fall då sådana fanns var de oftast felaktiga genom att de hänvisade till allmänna villkor som upphört att gälla. I åter andra fall saknades behörighetshandlingar för den som undertecknat avtal för juridisk persons räkning.

Vidare kunde inspektionen konstatera att vissa banker underlåtit att kräva in erforderliga säkerheter från kunder och att köpaktieoptioner ställts ut utan att kravet på leveranskapacitet uppfyllts. Trots detta har bankerna till OM resp. SOFE/Stockholms Clearinghus AB bekräftat att kraven varit uppfyllda.

När det gäller den interna kontrollen och administrativa rutiner konstaterar inspektionen att det är nödvändigt att i den extremt riskbetonade options- och terminshandeln så långt som möjligt hålla sig informerad om vilka risker positionerna innebär. På marknaden finns det ett flertal

system för riskberäkning att tillgå. Sådana riskberäknings-system har saknats hos flera företag.

Inspektionen har vidare kunnat konstatera att några företag inte avpassat sina administrativa resurser till de krav som de stora marknadsandelarna ställt. Detta har inneburit att endast ett fåtal företag anskaffat utrustning för tidsregistrering av mottagna uppdrag resp. av utförande av uppdrag. Avräkningsnotor har i många fall upprättats först efter avslutsdagen. Någon uttalad riskpolicy har inte funnits. Ej heller har någon befattningshavare utsetts som varit ansvarig för att de allmänna villkoren för handeln följs och för att riskexponeringen inte varit för stor. Information till företagets ledning om riskexponeringen har inte fungerat tillfredsställande.

5.2.2 Allmänna råd angående handel med standardiserade optioner m.m.

I samband med att undersökningen offentliggjordes utfärdade bankinspektionen allmänna råd beträffande handel med bl.a. standardiserade optioner. Råden, som är riktade till banker och fondkommissionsbolag, finns intagna i bankinspektionens och försäkringsinspektionens författningssamling (BFFS 1988:7) och kan sammanfattas i följande punkter.

1. Kontrollen av att avtalen undertecknas av kunderna måste skärpas.
2. Banker och fondkommissionsbolag måste tillse att samtliga slutkunder ställer säkerhet minst i den utsträckning som anges i villkoren för handeln. I det fall tveksamhet råder i fråga om en kunds förmåga att uppfylla åtagandet enligt en utfärdad option bör säkerhet ställas till fondkommissionärens förfogande redan då kunden lämnar uppdraget till fondkommissionären att utfärda en option.

3. Det åligger en fondkommissionär att tillse att leveranskapacitetskravet uppfylls. De underliggande aktierna eller motoptionerna skall ställas till fondkommissionärens förfogande samtidigt med att uppdrag lämnas till fondkommissionären att utfärda en köption alternativt förvärva en säljoption avseende aktier.

4. En fondkommissionär skall enligt de villkor som gäller för handeln vid OM och SOFE bekräfta för respektive clearingorganisation att säkerhetskrav och krav i frågan om leveranskapacitet uppfylls. Bankinspektionen påpekar att säkerhetsbekaftelsen utgör ett övervakningsinstrument i kontrollen av att villkoren i optionshandeln uppfylls. Fondkommissionärerna bör därför i särskild ordning bestämma vilka befattningshavare som, två i förening, får underteckna bekaftelsen.

5. Fondkommissionärerna måste alltid tidsstämpla när ett uppdrag mottagits och när uppdraget utförts.

6. Avräkningsnotor måste upprättas på avslutsdagen och omgående sändas till kunden om detta är tidsmässigt möjligt.

7. Bank eller fondkommissionsbolag bör ha ett system för riskanalys som ger beredskap för förändring i kurs eller ränta beträffande intagna options- eller terminspositioner.

8. Bank eller fondkommissionsbolag bör innan handel med optioner eller terminer påbörjas fastställa en gräns (limit) för den högsta förlust som handeln får leda till.

9. Inom varje bank och fondkommissionsbolag bör finnas en eller flera personer som direkt under företagets ledning är ansvariga för att säkerhet ställts och för att den i punkt 8 angivna limiten inte överskrids. Den eller de riskansvariga bör varje dag informera företagets ledning om förändringar i egna och kunders positioner samt vad för-

ändringarna inneburit i riskhänseende. Överskrids den i punkt 8 angivna limiten bör åtgärder omedelbart vidtagas.

10. Fondkommissionärerna bör se till att tillräckliga administrativa resurser avsätts för att bl.a. övervaka riskexponeringen i handeln och att den interna kontrollen är tillräcklig i förhållande till verksamheten.

11. Den fondkommissionär som gör kundaffärer avseende optioner och terminer måste ha sådan kunskap om derivata instrument att han kan lämna kunden en klar och tydlig information. Innan en kund tillåts att i vart fall utställa optioner eller ingå terminsavtal måste kommissionären förvissa sig om att kunden fått fullt klart för sig vilka risker avtalet innebär. Kommissionären måste kontinuerligt informera kunden om de förändringar som sker på hans konto.

12. En fondkommissionär bör ha rätt att tvångsvis avsluta ett kundkonto av säkerhetsskäl.

13. Utbildningsbehovet av hos fondkommissionär berörd personal måste särskilt beaktas.

5.3 • **Gemensamt handlingsprogram från OM och SOFE**

I samband med de stora kursfallen på aktier under oktober 1987 drabbades några banker, fondkommissionsbolag och försäkringsbolag av förluster i optionshandeln. Därvid uppdagades att i vissa fall de villkor som gäller för handeln inte i allt hade följts. Dessa händelser föranledde OM och SOFE att gemensamt utarbeta och genomföra ett åtgärdsprogram för att komma till rätta med de brister som konstaterats vad gällde efterlevnaden av villkoren för handeln. Programmet utarbetades efter samråd med bankinspektionen.

Åtgärdsprogrammet offentliggjordes genom ett pressmeddelande den 12 november 1987. Sammanfattningsvis formulerade programmet följande mål.

1. Begränsa det spekulativa risktagandet på optionsmarknaden och anpassa det till individuella aktörers kapacitet.
2. Förstärka systemen för kontroll av risker och säkerheter.
3. Öka insikten om risktagandet i optionshandeln på hög nivå hos fondkommissionärerna.

Det framlagda programmet, som bestod av tolv punkter, innehöll i huvudsak följande.

En fondkommissionär skall förvissa sig om att den initiala säkerhetsförpliktelse som affären medför skall finnas redan vid tidpunkten för avslut liksom att kunden kan erlägga eventuell likvid för transaktionen.

Uppgift om det totala säkerhetsbehovet skall dagligen distribueras förutom till den tjänsteman som genomför affärerna hos fondkommissionären även till verkställande direktören i företaget och till bankinspektionen.

OM och SOFE kommer att genom en auktoriserad revisor hos vissa fondkommissionärer genomföra granskning av att regelverket följs. Deras informations- och utbildningsverksamhet kommer att utvidgas till att omfatta kunder samt optionsansvariga och verkställande direktörer alternativt fondchefer hos fondkommissionärerna.

Öppningshandlingen skall i fortsättningen innehålla namn på två kontaktpersoner hos fondkommissionären, en för allmän rådgivning och en för säkerhetshantering och säkerhetsberäkning.

Ett av OM och SOFE gemensamt ägt bolag Clearing Control CC Handelsbolag skall etableras. Bolagets uppgifter redovisas i avsnitt 3.2.4.

Slutligen föreslog OM och SOFE att bankinspektionen måtte verka för att det skall finnas en risk manager hos varje fondkommissionär som ansvarar för och övervakar kommissionärens totala riskexponering samt att inspektionen måtte formulera riktlinjer för och klargöra hur kundansvaret skall utövas. Som exempel härpå angavs bl.a. tidsstämpling av inkomna och utförda order.

6

UTREDNINGENS ÖVERVÄGANDEN OCH FÖRSLAG

6.1 Det samhällsekonomiska perspektivet

Utredningen skall enligt direktiven sätta in handeln med optioner och liknande finansiella instrument i ett samhällsekonomiskt perspektiv. En av experterna, Ragnar Lindgren, har på utredningens uppdrag utarbetat ett underlag i denna fråga. Resultatet av Lindgrens arbete har i sin helhet tagits in som bilaga 2 till betänkandet.

Sammanfattningsvis har Lindgren konstaterat följande. Options- och terminsmarknaderna fyller ett samhällsekonomiskt behov. Ett skäl härtill är att de till en del kompenserar bristen på marknader för framtida leveranser och att de därigenom möjliggör handel med risktagande. Vad gäller de eventuellt negativa konsekvenserna av handeln med optioner och terminer finns det inte något som tyder på att handeln med dessa instrument skulle skada handeln i de underliggande tillgångarna. Optioner och terminer synes således inte i nämnvärd grad dra åt sig kapital från exempelvis aktiemarknaden och därigenom fördyra företagens anskaffning av riskkapital. Ett skäl härtill är att handeln i dessa instrument netto inte binder något kapital. Betalningarna går mellan olika parter i marknaden och marknadens nettoinvestering är noll, dvs. handeln är ett nollsummespel. Inte heller finns det belägg för att en spekulativ handel i optioner och terminer leder till ökade prisfluktuationer eller minskad likviditet för de underliggande tillgångarna. Snarast tycks det vara så att förekomsten av optioner och terminer medför att prisfluktuationerna minskar och likviditeten ökar. Under det häftiga kursfallet hösten 1987 verkar det inte som den svenska options- och terminsmarknaden haft någon större effekt på kursfallets storlek eller aktiemarknadens funktion. Inte heller synes förekomsten av optioner och terminer försvåra riksbankens penningpolitik. Handeln med optioner

och terminer kan dock innebära allvarliga problem genom att den kan leda till överdriven spekulaton, som i sin tur kan medföra stora ekonomiska förluster. Vidare kan förekomsten av optioner och terminer medföra att möjligheterna till skatteplanering ökar.

Med utgångspunkt i Lindgrens undersökning gör utredningen följande bedömning.

Den vetenskapliga forskningen beträffande options- och terminsmarknadernas samhällsekonomiska effekter befinner sig ännu i ett inledningsskede. Det går därför inte att för närvarande dra några säkra slutsatser rörande marknadernas inverkan på samhällsekonomin. Som framgår av redovisningen av Lindgrens undersökning har det emellertid hittills inte framkommit några belägg för att options- och terminsmarknaderna skulle ha en skadlig inverkan på marknaderna för de underliggande tillgångarna. Inte heller förefaller det finnas stöd för att påstå att förekomsten av de nya instrumenten skulle försvåra genomförandet av penningpolitiken eller företagets kapitalanskaffning. De negativa effekter som kunnat påvisas är främst att optioner och terminer kan locka till överdriven spekulaton, vilket kan leda till kännbara ekonomiska förluster, och att instrumenten kan öka möjligheterna till skatteplanering. Nu nämnda negativa konsekvenser är emellertid av sådant slag att man bör kunna komma till rätta med dem genom ett lämpligt utformat regelsystem.

Som nyss konstaterats medför handel med optioner och terminer inte några påvisbara negativa effekter för samhällsekonomin. Anledning saknas därför att utifrån samhällsekonomiska utgångspunkter nu överväga att inte tillåta sådan handel.

Även om det således inte framkommit några skäl för att förbjuda options- och terminshandel finns det anledning att särskilt diskutera det allmännas inflytande på marknadernas

organisation och handelsreglernas utformning m.m. I det följande behandlas i avsnitt 6.2 frågan om marknadens organisation och i avsnitt 6.3 frågan om handelsreglernas utformning m.m. Frågan om hur regelsystemet skall vara uppbyggt för att i görligaste mån hindra överdriven spekulatio-
n kommer att behandlas i samband med att en lagreglering av handeln behandlas.

Som framgått medför förekomsten av optioner och terminer också att möjligheterna till skatteplanering kan öka. Skattefrågor ingår emellertid inte i utredningens uppdrag. Hit-
hörande frågor kan därför i stället lämpligen beaktas i det pågående arbetet med att se över skattesystemet.

6.2 Marknadens organisation

Enligt direktiven är en av optionsutredningens viktigaste uppgifter att överväga hur marknaden för optioner och liknande finansiella instrument skall vara organiserad. Såsom angetts i avsnitt 1.1, som behandlar omfattningen av utredningens uppdrag, tar utredningen endast upp och behandlar en begränsad del av hela options- och terminsmarknaden, nämligen den som funktionellt är organiserad i en marknadsplats och en clearing. De marknader för standardiserade optioner och terminer som i dag drivs av OM och SOFE är organiserade på nämnda sätt. Handeln där har vuxit fram vid sidan av den organiserade handeln med aktier och andra fondpapper som äger rum på Stockholms fondbörs samt på penning- och obligationsmarknaden.

Vid Stockholms fondbörs bedrivs fondbörsverksamhet med där inregistrerade aktier och andra fondpapper. Handeln vid fondbörsen sker med utgångspunkt i den särskilda börslagstiftning som tillkom 1979 och som ger fondbörsen monopol på fondbörsverksamhet. Med fondbörsverksamhet förstås enligt 1 § lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs att köp- och säljanbud beträffande fondpapper regelbundet vid

offentligt upprop eller på liknande sätt sammanförs för handel och notering av kurs. Optioner och terminer tillhör inte gruppen fondpapper. Dessa instrument omfattas därför inte av börsmonopolet.

Den verksamhet som OM och SOFE bedriver är ett slags börsverksamhet trots att den formellt inte faller under definitionen av fondbörsverksamhet. Verksamheten vid Stockholms fondbörs regleras som nämnts av särskild lagstiftning och står under tillsyn av bankinspektionen. För den verksamhet som bedrivs av OM och SOFE finns däremot i princip inte någon motsvarande lagreglering. Inte heller finns någon lagstiftning som på annat sätt direkt reglerar det allmännas tillsyn av verksamheten. Att bankinspektionen ändå har insyn i verksamheten vid OM och SOFE och därigenom i praktiken kan sägas utöva viss tillsyn beror på särskilda förhållanden som hänför sig till dessa bolags tillkomst.

I förarbetena till 1979 års börslagstiftning (SOU 1973:60 s. 48 och prop. 1978/79:9 s. 161 f.) uttalades, att fondbörsverksamhet, med hänsyn till de betydande ekonomiska värden det rör sig om, bör bedrivas i former som ger den enskilde kapitalplaceraren och allmänheten bästa möjliga skydd i samband med börstransaktioner. Börsverksamhet får därför endast äga rum med statlig auktorisation och under offentlig kontroll.

Börsverksamhet avseende optioner och terminer är, som tidigare konstaterats, formellt sett inte att anse som fondbörsverksamhet i lagstiftningens mening. Den verksamhet som bedrivs av OM och SOFE är emellertid i hög grad lik den som bedrivs vid Stockholms fondbörs. Det är därför enligt utredningen uppenbart att, av ovan angivna skäl, även börsverksamhet avseende optioner och terminer endast bör få bedrivas efter statlig auktorisation och under offentlig kontroll.

Till grund för införandet av börsmonopolet i 1979 års börslagstiftning låg bl.a. att det inte förelåg skäl för att det även i fortsättningen skulle finnas möjlighet att vid sidan av Stockholms fondbörs inrätta andra fondbörser här i landet.

Det har emellertid under senare tid förts en debatt om börsmonopolets vara eller inte vara. Värdepappersmarknadskommittén (Fi 1987:03) skall enligt sina direktiv utreda frågan om fondbörsens ställning.

Skall börsmonopolet bestå och annan börsliknande verksamhet som i dag drivs utanför Stockholms fondbörs föras in under fondbörsen torde den naturligaste lösningen såvitt avser options- och terminshandeln vara att denna verksamhet också knyts till fondbörsen.

Skall å andra sidan börsliknande verksamhet vid sidan av Stockholms fondbörs tillåtas även i framtiden finns enligt utredningen två huvudalternativ. Det ena alternativet är att skapa en helt ny börs, med eller utan anknytning till Stockholms fondbörs, för handel med optioner och terminer - en börs, som kan ges lämplig institutionell form, med ensamrätt på sådan verksamhet.

Det andra alternativet är att bygga vidare på de former för options- och terminshandel som skapats genom tillkomsten av OM och SOFE. En grundförutsättning för ett system med flera konkurrerande börser bör dock vara att det införs regler så att en legal ram skapas kring verksamheten.

Frågan om Stockholms fondbörs ställning är således av avgörande betydelse för hur värdepappersmarknaden i stort skall vara organiserad. Som inledningsvis berörts är emellertid denna fråga föremål för överväganden i värdepappersmarknadskommittén. Eftersom kommittén ännu inte har tagit ställning härtill är det inte möjligt för optionsutred-

ningen att lägga fram något förslag om hur marknaden för optioner och liknande finansiella instrument skall vara organiserad. Optionsutredningen föreslår därför att frågan om optionsmarknadens organisation överlämnas till värdepappersmarknadskommittén för övervägande. Endast därigenom kan ett samlat grepp tas på frågan om hur värdepappersmarknaden i sin helhet skall vara organiserad.

Vad nu sagts tar främst sikte på marknadsplatsens organisatoriska uppbyggnad. Såsom nämnts innehåller en sådan options- och terminsmarknad som här avses även en clearingorganisation. Vilka krav som skall ställas på hur en clearing skall vara uppbyggd eller vilka överväganden av finansiell natur som i detta sammanhang bör göras och hur clearingens i organisatoriskt hänseende skall förhålla sig till marknadsplatsen är bl.a. beroende av vilken ställning man tar i frågan om marknadsplatsens organisation. Även denna fråga bör därför avgöras av värdepappersmarknadskommittén.

Optionsutredningen skall enligt direktiven också överväga vilka olika aktörer som skall få uppträda som market maker och vilka krav som bör ställas på dessa. Som antyds i direktiven har denna fråga samband med hur optionsmarknaden skall vara organiserad. De överväganden som måste göras är nämligen beroende av hur optionsmarknaden kommer att vara uppbyggd i organisatoriskt hänseende. Till detta kommer att frågan om market maker-rollen kommer att övervägas inom värdepappersmarknadskommittén. Optionsutredningen föreslår mot bakgrund av vad som nu sagts att även frågan om vilka som skall få uppträda som market maker och vilka krav som skall ställas på dessa överlämnas till värdepappersmarknadskommittén.

Ytterligare en viktig fråga i detta sammanhang är vilket handelssystem som från principiella utgångspunkter är att föredra på en marknadsplats där det bedrivs börshandel med optioner och terminer. Den analys som måste göras i

denna del rör olika former av datoriserande handelssystem, möjligheten av en rättvis börshandel via telefon, fysiskt tillträde till marknadsplatsen samt olika kombinationer av dessa olika handelsformer. Enligt utredningens mening har även denna fråga ett så nära samband med hur optionsmarknaden i stort skall vara organiserad att det inte är möjligt att innan organisationsfrågan lösts lägga fram något förslag avseende detta spörsmål.

6.3 Handelsregler m.m.

6.3.1 Utgångspunkter

Av föregående avsnitt framgår att utredningen med hänsyn till det arbete som pågår inom värdepappersmarknadskommittén inte anser det möjligt att lägga fram något förslag om hur optionsmarknaden skall vara organiserad. Utredningen har därför föreslagit att frågor som rör optionsmarknadens organisation skall överlämnas till värdepappersmarknads-kommittén. Trots att utredningen således inte tagit ställning till hur optionsmarknaden skall vara organiserad finns det anledning att överväga, om det behövs några särskilda regler för den borsliknande handel med optioner och terminer som sker här i landet.

Sedan en börshandel med standardiserade köpoptioner avseende aktier introducerats av OM under försommar 1985 har marknaden snabbt vuxit i omfattning både vad gäller volym och antalet produkter. Under mars månad 1987 öppnade även SOFE en börsmarknad för standardiserade optioner och terminer. Förutom aktieoptioner förekommer i dag på den svenska marknaden även börshandel med indexoptioner, räntoptioner, ränteterminer och indexterminer.

Det finns, som framgår av den beskrivande delen i denna utredning, ett relativt omfattande regelsystem för fondbörsverksamhet och för värdepappersmarknaden över huvud taget.

De centrala lagarna på området är lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden, fondkommissionslagen (1979:748) och lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs. Dessa lagar har tillkommit för att trygga en sund utveckling av handeln med aktier och andra fondpapper. Bankinspektionen har att tillse att bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen och fondkommissionslagen följs av marknadens aktörer medan handeln vid Stockholms fondbörs övervakas av fondbörsen, som i sin tur står under bankinspektionens tillsyn.

Den lagstiftning som reglerar handeln med värdepapper har emellertid tillkommit innan börshandel med standardiserade optioner och terminer introducerades i vårt land. Lagstiftningen saknar därför bestämmelser som är direkt tillämpliga på dessa instrument. Genom en lagändring som trädde i kraft den 1 juli 1986 har dock aktieoptioner jämförts med fondpapper såvitt avser lagen om värdepappersmarknaden (VPL), se 4 § tredje stycket VPL. Detta innebär bl.a. att förbudet mot insiderhandel och skyldigheten att upprätta avräkningsnotor också gäller beträffande aktieoptioner.

Det torde vara en allmänt vedertagen uppfattning att det för kapitalmarknaden är av stor betydelse att handeln med värdepapper sker under ordnade former och drivs med allmänhetens förtroende. Börshandel med standardiserade optioner och terminer har nu nått en sådan omfattning och spridning att den utgör en ej betydelselös del av kapitalmarknaden. Det framstår därför som uppenbart att det även vad gäller denna handel finns behov av lagstiftning i syfte att skapa garantier för att den bedrivs på ett tillfredsställande sätt.

I det följande diskuterar utredningen om det, trots att utredningen inte lagt fram något förslag om hur optionsmarknaden skall vara organiserad, finns anledning att föreslå några regler för handeln och hur dessa i så fall skall vara utformade.

Eftersom utredningen inte tar ställning till hur options- och terminsmarknaden skall vara organiserad kan utredningen inte nu lägga fram några förslag som rör marknadens och handelns organisation. Vad som kan komma i fråga är att föreslå regler som främst tar sikte på de villkor för handeln som styr verksamheten vid OM och SOFE.

De handelsvillkor som i dag styr verksamheten vid OM och SOFE är civilrättsliga avtal som utarbetats av bolagen efter samråd med bankinspektionen. Samrådet har skett trots att det inte finns några lagbestämmelser som kräver det. I den mån bankinspektionen ansett att villkor behövt ändras eller läggas till har, såvitt framkommit, inspektionens mening i huvudsak följts.

Eftersom således bankinspektionen i praktiken kunnat påverka verksamhetens utformning vid OM och SOFE kan det ifrågasättas om det över huvud taget finns skäl att nu införa lagstiftning som har sin utgångspunkt i de förhållanden som redan gäller i praktiken.

Avsaknaden av uttryckligt lagstöd när det gäller bankinspektionens möjlighet att påverka villkoren för handeln innebär emellertid att det finns risk för att inspektionens uppfattning inte följs i alla lägen. Dessutom är det enligt utredningens mening inte heller av rättssäkerhetsskäl tillfredsställande att gränserna för inspektionens möjligheter att påverka utformningen av villkoren saknar stöd i lag.

Villkorens utformning är vidare av grundläggande betydelse för att allmänhetens förtroende för handeln upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. Detta innebär bl.a. att optionsbörser inte kan tillåtas konkurrera genom att centrala delar av villkor utformas på sätt som inte är förenligt med denna grundläggande princip.

Exempel härpå är säkerhetssystemens utformning och tidpunkten för premiens betalning.

Det nu anförda medför enligt utredningen att tryggheten och likformigheten i optionshandeln skulle öka om inspektionens möjligheter att påverka handelsvilkorens utformning slogs fast i lag. Utredningen anser därför att det finns behov av lagstiftning i nu nämnt avseende trots att ställning inte tagits till hur marknaden skall vara organiserad.

6.3.2 Bör reglerna för handeln med optioner m.m. inordnas i existerande lagstiftning eller ej?

Enligt direktiven har utredningen att i första hand undersöka i vad mån nuvarande regler om handel med värdepapper kan göras tillämpliga också på handeln med optioner och liknande instrument.

En options- och terminsbörshandels funktionella organisation skiljer sig från en traditionell aktiebörs genom att det förutom en marknadsplats även finns en clearingorganisation. På marknadsplatsen sker den egentliga börsverksamheten medan en av clearingorganisationens viktigaste uppgifter är att i varje avtal som sluts på börsen träda in som motpart och därigenom garantera fullgörandet av varje avtal. Någon motsvarighet till en sådan clearing finns inte i traditionell värdepappershandel.

Även mellan de instrument varmed handel sker på de traditionella marknaderna och optioner och terminer finns betydande skillnader. För aktier och andra värdepapper finns i aktiebolagslagen ett omfattande regelverk där aktier, teckningsoptioner m.m. definieras och där utförliga regler ges t.ex. för hur emissioner av dessa värdepapper skall få gå till. Något liknande finns inte för optioner och terminer. Dessa instrument uppstår i princip först när avslut sker och detta registreras av clearing.

Det finns ytterligare skillnader. De optioner och terminer varom här är fråga har kort livslängd. Värdeförändringarna är relaterat till insatsen också snabbare än i de underliggande instrumenten.

För att säkerställa att den som utfärdat en option eller köpt eller sålt en termin skall kunna fullgöra vad han åtagit sig enligt avtalet har, enligt de regler som gäller för handeln, införts bestämmelser om ställande av säkerhet. Något direkt motsvarande säkerhetssystem finns inte inom handeln med traditionella värdepapper.

Vidare kan det finnas skäl att i börshandel med optioner och terminer införa regler som begränsar en parts möjligheter att inta positioner och att begära lösen till ett visst antal kontrakt. En sådan reglering kräver särskilda överväganden som är specifika för derivatmarknaden.

Angivna skillnader mellan börshandeln med optioner och terminer och handeln med traditionella värdepapper gör det enligt utredningen svårt att inordna bestämmelser om börshandel med optioner och terminer i nu gällande lagstiftning om värdepapper. I stället bör en ny lag tillskapas som endast tar sikte på denna handel.

6.3.3 Lagstiftning om börshandel med standardiserade optioner och terminer

6.3.3.1 Utgångspunkt

Som framgår av avsnitt 6.2 bör börsverksamhet avseende optioner och terminer endast få bedrivas efter statlig auktorisation och under offentlig kontroll. Vidare framgår där att det inte är möjligt för utredningen att nu ta ställning till hur marknaden för handel med standardiserade optioner och terminer skall vara organiserad. Ett förslag till lagstiftning om sådan handel kan därför inte innehålla

några bestämmelser som reglerar marknadens organisation, t.ex. om den institutionella formen och vem som skall få uppträda som market maker. Några regler om hur en statlig auktorisation skulle kunna gå till kan således inte läggas fram av utredningen. Utredningens lagförslag bör därför i stället ha sin tyngdpunkt i allmängiltiga regler för handel med optioner och terminer. Ett exempel på sådana regler är de allmänna villkoren för handeln. Vidare bör den föreslagna lagen också innehålla regler om tillsyn över handeln.

Utformningen av reglerna om tillsyn över handeln samt om hur handeln skall gå till och vilka villkor som skall gälla för den är emellertid i vissa avseenden beroende av hur marknaden rent faktiskt är organiserad. Det är därför ofrånkomligt att man i de regler som diskuteras i det följande måste utgå från marknadens nuvarande organisation. Detta får emellertid inte tolkas så att utredningen genom reglernas utformning tagit ställning för den nuvarande, ej lagreglerade, organisationen av options- och terminsmarknader. Att utredningen utgått från de nuvarande organisatoriska förhållandena stryker i stället under att den lagstiftning som nu föreslås i vissa delar är av provisorisk natur. Reglernas mer långsiktiga utformning kan, som framgår av vad tidigare sagts, inte till alla delar bestämmas förre än ställning tagits till hur marknaderna skall vara organiserade.

6.3.3.2 Allmänna synpunkter på lagens innehåll

I avsnitt 6.3.1 har utredningen konstaterat att det finns behov av lagstiftning för att tillse att handel med optioner o.d. sker på ett tillfredsställande sätt. Detta innebär att det allmänna redan innan en sådan handel påbörjas måste ges möjlighet att påverka de allmänna villkoren för handeln t.ex. för att förhindra att optionsbörserna utnyttjar säkerhetskraven som ett konkurrensmedel. En sådan påverkan kan lämpligen ske dels genom att i den nu föreslagna lagen

tas in bestämmelser som anger vissa riktlinjer för vad de allmänna villkoren för handeln skall innehålla, dels genom att bankinspektionens godkännande av villkoren görs till en förutsättning för att handel skall få äga rum.

Utöver vad som nyss sagts måste det allmänna vidare ges möjlighet att ingripa och stoppa en verksamhet som skulle kunna antas vara skadlig för samhällsekonomin eller på annat sätt skada allmänna intressen eller som skulle kunna skada handeln i den underliggande tillgången. Även detta bör avspeglas i lagstiftningen.

Formellt sett står både OM och SOFE redan i dag under bankinspektionens tillsyn. OM står under tillsyn genom att bolaget har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse. Att SOFE står under inspektionens tillsyn beror på att detta angetts som en förutsättning i samband med att en av bolagets grundare, ett fondkommissionsbolag, erhöll tillstånd att förvärva aktier i bolaget.

Tillsynen över OM och SOFE grundar sig således ytterst på fondkommissionslagens bestämmelser. Fondkommissionslagens bestämmelser om tillsyn tar emellertid endast sikte på företag som driver fondkommissionsverksamhet. Någon sådan verksamhet bedrivs dock varken av OM eller SOFE. Den nu föreslagna lagen bör därför innehålla regler om tillsyn som tar sikte på börsverksamhet med optioner och terminer.

Den nu föreslagna lagstiftningens viktigaste funktion bör mot bakgrund av det sagda vara att ge det allmänna möjligheter att påverka utformningen av villkoren för handeln. Vidare bör tillsynsreglerna ges en adekvat inriktning med hänsyn till vad som skall övervakas. För att lagstiftningen skall bli effektiv bör den också ge möjligheter att tillgripa vissa sanktioner om dess bestämmelser inte följs.

6.3.3.3 Lagens tillämpningsområde och definitioner

Som tidigare nämnts omfattar utredningsuppdraget börshandel med standardiserade optioner och terminer som är bedriven i en marknadsform innehållande både en marknadsplats och en clearingorganisation. Utredningen föreslår att den föreslagna lagens tillämpningsområde avgränsas i enlighet härmed. Därigenom faller andra marknadsformer avseende handel med standardiserade optioner och terminer utanför lagens tillämpningsområde. Exempel på sådana marknadsformer är market maker-marknaden med standardiserade terminskontrakt avseende statsskuldväxlar och obligationer, handeln med teckningsoptioner och handeln med premieobligationer på termin. I dessa marknadsformer tar de flesta aktörer egna positioner. Det finns därför inte någon central marknadsplats dit handeln är koncentrerad och där köp-, sälj- och betal-kurser fastställs. Även handeln med standardiserade valutaoptioner och valutaterminer såsom den är organiserad i dag faller av samma skäl utanför lagens tillämpningsområde.

För att klargöra på vilken typ av handel lagen är tillämplig krävs emellertid ytterligare preciseringar och definitioner. Dessa diskuteras i det följande.

Det specifika med ett optionsavtal är att det ger förvärvaren av optionen en rätt men ej en skyldighet att påfordra att avtalet fullföljs. Utnyttjar innehavaren inte sin rätt inom löptiden upphör avtalet att gälla. Begär däremot innehavaren att avtalet skall fullföljas har den som utfärdat optionen inget val. Han blir då förpliktad enligt avtalets innehåll. Dessa förhållanden måste återspeglas i definitionen av en option.

Ett avtal om köp av en tillgång på termin innebär att parterna vid avtalstillfället gör upp om priset och om vid vilken framtida tidpunkt som avtalet skall fullföljas. Sådana terminskontrakt kan innehålla bestämmelser om att båda parter

kan begära leverans av den underliggande tillgången. Kontraktsbestämmelserna kan också utformas så att det endast är förbehållet den ena parten att bestämma om leverans skall ske eller ej. Den föreslagna definitionen bör omfatta båda dessa avtalstyper.

Standardiserade optioner och terminer finns i många olika skepnader. Den definition av begreppen option och termin som utredningen föreslår syftar till att fånga in alla typer av sådana instrument. Sett i ett internationellt perspektiv förekommer i dag börshandel med optioner och terminer avseende råvaror, valutor, värdepapper och index. Samtliga här uppräknade kontrakt omfattas av definitionerna. Vidare förekommer i utlandet börshandel med optioner avseende terminskontrakt. Den underliggande tillgången för en sådan option avser alltså ett terminskontrakt vars underliggande tillgång i sin tur utgörs av t.ex. en obligation. Genom att i definitionerna av option och termin ange att den underliggande tillgången kan förutom värdepapper m.m. även avse liknande tillgångar kommer även nu beskrivna typer av kombinationsinstrument att omfattas av lagen.

Premien utgörs av det belopp som en förvärvare av en option betalar till utfärdaren. Vid kursnotering av optioner anges premien emellertid som en kvotdel av det totala beloppet, jfr avsnitt 3.2.1.2 under rubriken De olika typerna av optioner. Den definition som utredningen föreslår avser det totala beloppet. Detta innebär dock inte att det är avsett att ändra på det i praktiken gängse sättet att uttrycka premien.

Vanligen är det optionsbörsen som fastställer de standardiserade delarna av ett options- eller terminsavtal. Man kan dock även tänka sig att det är clearingorganisationen som utför den uppgiften. Såvitt gäller optioner avser standardiseringen den underliggande tillgången och mängden därav, lösenpriset uttryckt som kurs, ränta, index eller liknande och avtalets giltighetstid (löptid). Dessutom anges om det

är fråga om en köp- eller säljoption. Det parterna fritt kan avtala om är storleken av premien.

När det gäller terminskontrakt avser standardiseringen den underliggande tillgången och mängden därav samt kontraktets giltighetstid. Det parterna kan avtala om är priset på den tillgång kontraktet avser.

Genom att i lagen ange att det är optionsbörsen eller clearingorganisationen som fastställer de standardiserade momenten kommer börsliknande handel med derivat för vilka de standardiserade momenten fastställs på annat sätt att falla utanför lagens tillämpningsområde.

I 1 § första stycket lagen om Stockholms fondbörs anges vad som förstås med fondbörsverksamhet. Enligt definitionen skall sådan verksamhet anses föreligga när köp- och säljanbud beträffande fondpapper regelbundet vid offentligt upprop eller på liknande sätt sammanförs för handel och notering av kurs.

Den verksamhet som bedrivs av OM och SOFE är, som konstaterats i avsnitt 6.2, ett slags börsverksamhet som dock avser annat än fondpapper. Bortsett från denna skillnad är emellertid verksamheterna så likartade att ovan redovisade definition bör kunna tjäna som förebild vid definierandet av den verksamhet som innefattar börsverksamhet avseende standardiserade optioner och terminer.

I likhet med vad som gäller för fondbörsverksamhet innebär optionsbörsverksamhet att sammanförande av köp- och säljanbud måste ske för handel och notering av köp-, sälj- och betalkurser. Skillnaden därvidlag är att det rör sig om standardiserade optioner och terminer i stället för aktier och andra fondpapper.

Det finns en skillnad i begreppet notering av kurs mellan optioner och terminer. Optionskurserna fastställs och uttrycks som premie, medan notering av kurser m.m. för terminer avser terminspriset för den underliggande tillgången uttryckt som kurs vad gäller t.ex. valutor, råvaror eller aktier, som ränta vad gäller obligationer och andra räntebärande papper samt som index vad gäller t.ex. en korg av aktier.

En annan skillnad gentemot den traditionella börshandeln med aktier och andra fondpapper är att optionsbörserna inte använder sig av offentligt upprop på sätt som sker vid Stockholms fondbörs. Detta uttryck bör därför inte användas i samband med optionsbörsverksamhet. I stället bör begreppet offentlig auktion användas. Detta återspeglar bättre vad som egentligen sker vid en optionsbörs som använder sig av det internationellt gängse handelssystemet open outcry. Inget hindrar dock att sammanförandet av köp- och säljbud sker på annat sätt t.ex. i ett datamaskinellt system eller genom användande av telefoner.

Med de avvikelser som följer av vad som här sagts anser utredningen att den typ av börsverksamhet som förekommer med standardiserade optioner och terminer kan definieras med utgångspunkt från definitionen av fondbörsverksamhet. Utredningen har valt uttrycket optionsbörsverksamhet och låtit detta uttryck omfatta börshandel med både optioner och terminer. Den som bedriver optionsbörsverksamhet kallas i den föreslagna lagen för optionsbörs.

Clearing betyder i vanligt språkbruk, utjämning, eller kvittning av ömsesidiga fordringar till exempel mellan stater på grund av handelsavtal eller mellan banker. Clearing mellan de svenska affärsbankerna sker dagligen i riksbanken genom bokföringsmässiga överföringar av medel som varje bank håller på checkräkning i riksbanken.

Inom handeln med optioner och terminer innefattar clearing ytterligare en dimension. Den som utför clearingens påtar sig nämligen ansvaret för att samtliga kontrakt uppfylls. Detta garantiåtagande uppfylls genom att den som upprätthåller clearingens inträder som motpart till både köparen och säljaren av ett options- eller terminsavtal. Att clearing även har detta innehåll är något unikt för börshandeln med optioner och terminer. Det är dock tänkbart att garantiåtagandet kan utformas även på annat än här beskrivet sätt, dvs. att clearingens med bibehållandet av sitt garantiansvar ändå inte uppträder som part i handeln.

Förutom det nyss nämnda garantiansvaret utför clearingens även andra uppgifter. Den administrerar säkerhetshandlingen och registreringen av transaktioner samt kontrollerar att säkerheter ställs i föreskriven utsträckning och att positions- och lösenbegränsningsregler följs m.m. Clearingens samtliga uppgifter skall vara angivna i villkoren för handeln.

Med hänsyn till vad som nyss anförts framstår det inte enligt utredningens mening som lämpligt att i definitionen av clearingverksamhet uttömmande ange vilka uppgifter en clearingorganisation i derivathandeln utför. För att skilja denna clearingverksamhet från annan clearingverksamhet är det tillräckligt att ange den mest särskiljande funktionen, nämligen garantiåtagandet, och i övrigt hänvisa till handelsvillkoren och till lag. Utredningen föreslår därför att det i definitionen för clearingverksamhet anges att clearingorganisationen garanterar fullgörandet av varje avtal som ingås på en optionsbors genom att uppträda som motpart både mot köparen och säljaren eller på annat sätt. Vidare bör helt allmänt anges att clearingverksamhet dessutom innefattar fullgörandet av de uppgifter som i övrigt anges i villkoren för handeln och i lag. Den som utför clearingverksamhet kallas i lagen för clearingorganisation.

6.3.3.4 Allmänna förutsättningar för att anordna börshandel med optioner o.d.

I motiven till 1 § lagen om Stockholms fondbörs (prop. 1978/79:9 s. 194) framhölls, att börsverksamhet innefattar ett regelbundet sammanförande av köp- och säljanbud. Innebörden härav är, framhölls det, att den som anordnar verksamheten öppnar möjlighet till att anbud från olika håll koncentreras. Det framhölls vidare att det fick anses ligga i sakens natur att fondbörsverksamhet endast kunde föreligga då verksamheten drivs i relativt stor skala men att detta inte behövde innebära att det förelåg ett stort antal anbud beträffande varje särskilt slag av fondpapper. I prop. 1981/82:116 s. 13 framhölls, att värdepappershandel inte var att beteckna som fondbörsverksamhet om den hade liten omfattning.

Som tidigare nämnts skall den föreslagna lagen inte innehålla några bestämmelser som reglerar hur optionsbörsverksamheten skall vara organiserad. Lagen kan därför, som också påpekats, inte heller innehålla några bestämmelser om auktorisation av verksamheten. I stället finns i lagen regler om hur verksamheten vid en optionsbörs och en clearingorganisation skall bedrivas. För att det allmänna skall få tillfälle att utöva tillsyn och kontroll över verksamheten enligt de riktlinjer som tidigare angetts föreslår utredningen, att den som avser att anordna handel med standardiserade optioner och terminer samordnad i en marknadsplats (optionsbörs) och en clearingorganisation alltid skall vara skyldig att innan verksamheten påbörjas underställa bankinspektionen villkoren för handeln för prövning. Om det sedan visar sig att omsättningen i handeln blir obetydlig bör detta inte leda till att verksamheten inte kommer att omfattas av den föreslagna lagen. Konsekvensen härav blir att den föreslagna lagen, till skillnad från vad som gäller för fondbörsverksamhet, blir tillämplig på all börshandel med optioner och terminer oavsett verksamhetens omfattning.

Utredningens förslag innebär således att ingen får påbörja optionsbörs- eller clearingverksamhet innan bankinspektionen godkänt villkoren för handeln. I lagen bör anges att det är optionsbörsen och clearingorganisationen som skall utforma reglerna. Bankinspektionen har sedan till uppgift att granska att det presenterade regelsystemet överensstämmer med de villkor och förutsättningar som anges i lagen. Finns inspektionen vid sin granskning att villkoren inte uppfyller de krav som ställs i lagen kan godkännande inte ske. I en sådan situation är det inget som hindrar att optionsbörsen eller clearingorganisationen omarbetar regelsystemet och därefter på nytt ger in villkoren till inspektionen för godkännande. Alternativet är att överklaga bankinspektionens beslut att inte godkänna villkoren. Överklagande bör ske till regeringen. Genom ett sådant förfarande skapas tillräckliga garantier för att det allmänna kan påverka villkorens utformning på ett tillfredsställande sätt.

6.3.3.5 Lagens grundsats

Handel med och förvaltning av fondpapper skall, enligt den grundsats som tagits in i 2 § värdepappersmarknadslagen, bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. Eftersom handeln med optioner och liknande finansiella instrument har ett nära samband med handeln i övrigt på värdepappersmarknaden bör den nyss angivna grundsatsen, i enlighet med vad som förutskickats i direktiven, också gälla för options- och terminshandeln. Ett motsvarande stadgande bör därför tas in i den lag om börshandel med optioner och terminer som nu föreslås. Detta stadgande bör utgöra grunden för de bestämmelser som föreslås i lagen. Stadgandet bör också utgöra den grundläggande förutsättning på vilken de allmänna villkoren för handeln skall vila.

I fortsättningen av detta avsnitt utvecklas något närmare räckvidden av denna grundläggande bestämmelse.

För att grundsatsen skall kunna upprätthållas måste principen att alla parter skall behandlas lika i handeln vara ett rättesnöre vid utformandet av reglerna. I annat fall skulle allmänhetens förtroende för marknaderna inte kunna upprätthållas.

På ett par områden, nämligen när det gäller kvalificeringskraven för att få ansluta sig till handeln och de rekvisit som medför att någon diskvalificeras från fortsatt deltagande i handeln, är det särskilt viktigt att de allmänna villkoren för handeln bygger på den nyss nämnda likabehandlingsprincipen. Även reglerna om turordning och fördelning av affärerna måste byggas på denna princip för att den grundläggande bestämmelsen skall anses vara uppfylld. Vad nu sagts bör något närmare utvecklas.

Som marknaden fungerar i dag vad gäller anslutningen till handeln kan kunderna delas upp i två huvudgrupper dels sådana som har direkt tillgång till optionsbörsen och clearingen och dels sådana som inte har det.

Skälet till att alla inte kan ha direkt tillgång till handeln är att det inte skulle fungera i praktiken. Sker handeln genom öppen auktion (open outcry) till vilken kunderna samlas i en lokal, där de ropar ut sina bud begränsas antalet kunder av hur stor lokalen är. Sker i stället handeln via telefon eller i ett datoriserat system finns tekniska begränsningar som omöjliggör ett obegränsat antal direktanslutna kunder, jfr vad som sägs om OM:s och SOFE:s handelsystem i avsnitten 3.2.1 och 3.2.2. Konsekvensen härav är att alla kunder inte kan behandlas lika i detta avseende.

De direktanslutna kunderna kan indelas i två grupper, nämligen fondkommissionärer och market makers. Förutsättning-

arna för anslutning till handeln vad gäller dessa båda kategorier skiljer sig åt. Market maker-rollen innebär ett åtagande att ställa kurser för en viss options- eller terminsklass mot att market makern får betala lägre avgifter till optionsbörsen och clearingen än övriga kunder. När det gäller fondkommissionärerna påtar de sig ett ansvar för kommissionshandeln genom att garantera kommissionsavtalens uppfyllande. Det finns således vissa skillnader mellan de anslutningsavtal som gäller för olika kategorier av kunder.

En market maker bör kunna diskvalificeras från handeln om han inte uppfyller sitt åtagande att ställa kurser. En sådan diskvalificeringsgrund kan inte riktas mot någon annan kundkategori. En fondkommissionär som inte ser till att kommissionskunder ställer säkerhet bör kunna diskvalificeras från handeln medan en sådan grund aldrig kan åberopas mot t.ex. en som endast uppträder som market maker. Vad gäller handeln i kommission ankommer det på kommissionären att bestämma om han önskar förmedla en kommissionsaffär eller ej.

Som framgår av de här givna exemplen måste man när det gäller principen om likabehandling skilja mellan olika kategorier av kunder. Principen skall därför gälla inom varje kundkategori men den kan inte upprätthållas mellan olika kundkategorier. Optionsbörsens eller clearingorganisationens villkor för handeln får således inte innebära att någon eller några inom en kundkategori särbehandlas. Förekommer detta bör villkoren inte godkännas.

När det gäller reglerna om turordning och fördelning av affärerna bör som nämnts även dessa bygga på likabehandlingsprincipen. En första förutsättning för att detta krav skall anses vara uppfyllt är att kriterierna härför finns klart angivna i villkoren. Dessa kriterier kan t.ex. vara att bästa pris alltid har företräde. Om flera bjuder samma pris bör den som gav sitt bud först ha företräde.

Det bör alltså ställas krav på att alla order oavsett storlek behandlas lika. Målsättningen skall vara att man upprätthåller en rättvis och ordnad marknad (fair and orderly market).

Ytterligare ett förhållande som har med likabehandlingsprincipen att göra är att informationen om handeln skall vara snabb och samtidig. Den skall givetvis även vara korrekt. Datatekniken är i dag sådan att det inte är nödvändigt att infinna sig på ett börsgolv för att få reda på vad som händer på börsplatsen. Det viktiga är att marknadsplatsen omedelbart i datasystemet för in alla betydelsefulla uppgifter om handeln. Det är också viktigt att det eller de datasystem som används för informationsspridningen är så spridda att alla direkt anslutna aktörer samtidigt kan få del av informationen. Det ligger i sakens natur att informationen inte kan nå även enskilda kunder, som inte har tillgång till en dataterminal, samtidigt som den når de till handeln direkt anslutna kunderna. Med denna reservation bör förutsättningarna i handeln vara sådana att likabehandlingsprincipen även skall upprätthållas vad gäller tillgången till information.

Likabehandlingsprincipen skall vara vägledande för handeln även i övrigt. De situationer där den skall vara vägledande har här endast exemplifierats på några viktiga områden. Det finns ytterligare områden där den skall gälla, t.ex. inom clearingorganisationens verksamhet. En närmare redogörelse över clearingorganisationens verksamhet lämnas i avsnitt 6.3.3.9. Där finns ytterligare exempel på när likabehandlingsprincipen måste upprätthållas. Vidare ges där även ytterligare anvisningar om tillämpningen av lagens grund-sats.

Det får ankomma på bankinspektionen att i samband med granskningen av villkoren avgöra om dessa uppfyller kraven på

likabehandling. Är så ej fallet bör detta leda till att villkoren inte godkänns.

Utredningen har föreslagit att vissa generellt avfattade regler som rör säkerhetskrav, leveranskapacitet, positions- och i vissa fall lösenbegränsningsregler införs i lagen. Som närmare framgår av de särskilda avsnitt där dessa regler motiveras är reglerna nödvändiga för att hos allmänheten upprätthålla förtroendet för options- och terminsmarknaden. Det är därför av särskild vikt att handelsvillkoren återspeglar de intentioner som lagreglerna ger uttryck för.

6.3.3.6 Godkännande av villkoren för handeln

Som tidigare nämnts innebär utredningens förslag att ingen får påbörja optionsbörs- eller clearingverksamhet innan bankinspektionen godkänt villkoren för handeln. Tillvägagångssättet är att villkoren utarbetas av den som vill påbörja sådan verksamhet och att villkoren därefter överlämnas till bankinspektionen för granskning. Sedan villkoren för handeln blivit godkända får de i princip inte ändras utan att inspektionen ges tillfälle att även granska gjorda tillägg och ändringar.

Utredningen föreslår därför, att det i lag anges att det är optionsbörsen och clearingorganisationen som utformar sina respektive villkor för handeln och att optionsbör- och clearingverksamhet inte får påbörjas innan godkännande skett. Vidare föreslår utredningen att det i lag även anges att ändringar i och tillägg till villkoren måste godkännas av inspektionen innan de får tillämpas i handeln.

Bankinspektionens prövning av villkoren bör allmänt gå ut på att villkoren överensstämmer med de förutsättningar som anges i lagen. När det gäller de typer av optioner eller terminer, dvs. sådana som tillhör samma options- eller

terminsklass, som verksamheten skall avse bör inspektionens prövning inriktas på om handeln som sådan kan antas vara till skada för det allmänna eller för handeln i den underliggande tillgången. Detta skall här något närmare utvecklas.

En ofta framförd invändning mot handeln med standardiserade optioner och terminer är att den anses gynna spekulation. Jämförelser har gjorts med lotteri och totalisatorspel. Å andra sidan brukar också framhållas att optioner och terminer fyller en väsentlig funktion genom att komplettera marknaden för framtida leveranser och möjliggöra handel med risktagande. Enligt utredningens mening kan det vara av vikt för marknadens trovärdighet att de olika typerna av standardiserade optioner och terminer blir på något sätt auktoriserade. Endast sådana instrument som inte skadar allmänna intressen eller handeln i den underliggande tillgången bör som antytts få förekomma på marknaden. Genom en sådan kontroll får det allmänna en möjlighet att förhindra att en marknad för osund spekulation uppstår och därigenom bör också allmänhetens förtroende för handeln stärkas.

Options- och terminshandeln kan locka till överdriven spekulation, dvs. att en aktör påtar sig ett större åtagande i handeln än som är ekonomiskt försvarbart. Utförs denna spekulation av företag eller institutioner som har till uppgift att förvalta allmänhetens sparmedel eller skattemedel kan detta leda till att förtroendet rubbas vad gäller dessa företags och institutioners förmåga att seriöst förvalta de medel som anförtrotts dem. Sådan osund spekulation skadar allmänna intressen. I ett sådant fall kan det vara frågan om handel med optioner och terminer som i och för sig inte skadar allmänna intressen och som inte heller skadar handeln i den underliggande tillgången, men där handeln utförs av någon eller några aktörer på ett sätt som skadar allmänna intressen. Som framgår av avsnitt 6.3.3.14 kan denna typ av spekulation motverkas genom regler om positionsbegränsning.

Handeln kan också vara till skada för allmänna intressen om den option eller termin som handeln avser är baserad på en tillgång vars värde inte påverkas av grundläggande ekonomiska faktorer. Handel med sådana instrument skulle få alltför stora likheter med lotterier.

I de fall då options- eller terminskontrakten avser värdepapper, valutor, råvaror eller indexserier som är baserade på någon av dessa tillgångar torde det vara klart att man via options- och terminshandeln kan begränsa eller neutralisera den risk som ett innehav av nämnda tillgångar medför. För att marknaden skall fungera måste det dock alltid finnas någon som är beredd överta denna risk. För att handeln inte skall skada allmänna intressen bör det därför räcka att optioner eller terminer kan användas för att t.ex. minska den risk som ligger i ett värdepappersinnehav. Saknas däremot varje sådant eller liknande ändamål torde produkten knappast kunna anses ha något berättigande. För att optioner och terminer skall fylla ett berättigat ekonomiskt ändamål och därmed inte kunna antas skada allmänna intressen bör de avse en tillgång vars värde är beroende av fundamentala företags- eller marknadsekonomiska faktorer.

Det skulle också kunna tänkas att en optionsbörs önskar introducera en typ av optioner eller terminer som kan antas skada allmänna intressen även på annat sätt. Exempel härpå är optioner och terminer som innebär att man kan kringgå olika bestämmelser. Handel med optioner och terminer avseende konsumentprisindex skulle t.ex. göra det möjligt att kringgå riksbankens förbud mot realräntelån (indexlån), se 3 § i Riksbankens föreskrifter för 1988 om tillämpning av räntereglering för livförsäkringsföretag med svensk koncession enligt förordningen (1987:1202) om räntereglering för försäkringsföretag. Det kan knappast anses vara rimligt att det allmänna tillåter en handel vilken får till konsekvens att andra regler kringgås och därmed kommer att sakna innehåll i praktiken.

Enligt många bedömare har derivathandeln en positiv effekt på handeln i den underliggande tillgången genom att kursfluktuationerna minskar. Andra anser att den inte har någon mätbar effekt på kursbildningen. Enligt utredningens mening kan det emellertid inte uteslutas att det skulle kunna uppkomma en options- eller terminshandel som var skadlig för handeln i den underliggande tillgången. Ett exempel härpå skulle kunna vara derivathandel avseende aktier i ett mindre bolag. Leveranskapacitetskravet skulle då kunna leda till att större delen av aktierna blev låsta i options- eller terminshandeln och att avistahandeln därmed avstannade.

Ett annat fall då derivathandeln skulle kunna skada avistahandeln är om det tillskapades ett indexkontrakt där indexet baserades på ett fåtal mindre bolags aktier. Riskerna för manipulation av indexet genom stora köp eller försäljningar av de i indexet ingående aktierna skulle då vara alltför stora för att ett sådant indexinstrument skulle kunna godkännas. Så snart derivatinstrumenten på något sätt knyts till en underliggande tillgång med liten omsättning eller där den underliggande tillgången endast finns i en begränsad mängd eller där tillgången endast finns på ett fåtal händer är risken för störningar i avistahandeln så stor att någon derivathandel avseende sådana tillgångar inte bör tillåtas. Var gränsen skall gå är svårt att säga. En riktpunkt vad gäller aktier är enligt utredningens uppfattning att options- och terminshandeln endast bör få avse börsregistrerade aktier med en tillfredsställande ägarspridning och omsättning. Mindre obligationslån där leverans endast får ske av kontraktsobligationen synes också vara olämpliga för derivathandel.

Mot bakgrund av vad som sagts föreslår utredningen sammanfattningvis, att det i lagen anges att bankinspektionen inte får godkänna handelsvillkor avseende optioner eller terminer som kan antas bli till skada för det allmänna eller handeln i den underliggande tillgången.

Optionsbörsen och clearingorganisationen har att utarbeta villkoren för sina respektive verksamheter. För att handel skall kunna komma till stånd krävs att optionsbörsen och clearingorganisationen är ense om vilka regler som skall gälla. Godkännande av villkoren bör därför inte ske annat än om det framgår att sådan överenskommelse skett. För att lagen skall bli tillämplig krävs som framgått tidigare att handeln är samordnad i en optionsbörs och en clearingorganisation. Utredningen föreslår därför, att det i lagen anges, att bankinspektionen endast får godkänna villkoren om det framgår att överenskommelse finns mellan en optionsbörs och en clearingorganisation om samordning av handel och att de sinsemellan är ense om vilka villkor som skall gälla för handeln. Inget hindrar emellertid att dessa båda funktioner är integrerade i samma organisation. Är så fallet torde en formell överenskommelse om samordning av handeln inte vara erforderlig.

6.3.3.7 Optionsbörsens verksamhet

Optioner och terminer är kortvariga avtal. Optionsbörsen måste därför kontinuerligt ta upp nya options- och terminsserier för handel. Beslut om upptagande av nya serier innebär att optionsbörsen anger de standardiserade villkoren i options- och terminsavtalen och erbjuder marknadens aktörer att handla med dessa. Vad gäller den underliggande tillgången och mängden av denna är dessa villkor oförändrade från serie till serie. Det som förändras är slutdagen och såvitt avser optionerna lösenpriset.

Tidigare har föreslagits att bankinspektionen inte får godkänna villkoren för handeln om den standardiserade option eller termin som handeln avser skadar allmänna intressen eller handeln i den underliggande tillgången. Bestämmelsen innebär att optionsbörsen inte får starta handel med någon ny typ av option eller termin, dvs. optioner och terminer med någon ny underliggande tillgång, utan att god-

kännande av handelsvillkoren skett. Sådant godkännande krävs alltså endast då en typ av option eller termin introduceras första gången. Optionsbörsen äger därefter löpande uppta nya options- eller terminsserier för handel utan att inhämta nytt godkännande.

Uttrycket notering tar sikte på fastställelse av premie, kurs, ränta, index eller liknande. Notering av kurs m.m. innebär alltså att optionsbörsen konstaterar vilka köp-, sälj- och betalkurser som förekommit. Därvid skall optionsbörsen endast utgå från vad som hänt i börshandeln.

Syftet med notering av kurs m.m. är att snabbt och korrekt vid varje tidpunkt ge en god bild av marknadsläget. Detta innebär att bästa köp- och säljkurs samt betalkurser kontinuerligt skall fastställas av optionsbörsen.

För att inte någon kund skall bli förfördelad i handeln är det av vikt att informationen om noterade kurser omedelbart offentliggörs. Förutom att informationen skall vara snabb och korrekt krävs även att den sker samtidigt till alla som har tillgång till optionsbörsens informationskanaler. I ett helt datoriserat system innebär de krav som ställs på informationen om marknadsläget inte något problem. I de börshandelssystem som även innefattar open outcry eller telefonhandel ankommer det på optionsbörsens ledning att se till att informationen når marknaden i enlighet med de krav som här ställts.

Det är emellertid inte tillräckligt att information om kurser m.m. ges. För att kunna göra en riktig bedömning av marknadsläget krävs också att man har tillgång till uppgifter om antalet omsatta optioner och terminer samt om den öppna balansen, dvs. antalet utestående kontrakt. Även sådana uppgifter måste därför kontinuerligt offentliggöras.

Mot bakgrund av vad nu sagts föreslår utredningen att det i lag uppställs regler om att handel och notering av kurs m.m. på en optionsbörs endast får avse de standardiserade optioner och terminer som optionsbörsen beslutat uppta för handel. Vidare föreslås att optionsbörsens informations-skyldighet vad gäller kurser m.m. samt öppna balansen och omsättningen anges i lag.

Det ankommer på ledningen för optionsbörsen att övervaka och kontrollera att handeln sker i enlighet med lag eller annan författning och med handelsvillkoren samt med god affärssed. Ledningen skall vidare vaka över att felaktigheter i kursbildningen förhindras. Med kursbildning avses tillkomsten av köp-, sälj- och betalkurser. Elementära förutsättningar för kursbildningen är dels att det rent tekniska förfarandet vid kurssättningen fungerar väl, dels att kurserna stadigvarande grundas på marknadsmässiga förhållanden, dvs. framkommer som ett resultat av flera samtidigt existerande intressen av att köpa och sälja och dels att god affärssed iakttas. Att ledningen för optionsbörsen har att hålla uppsikt över kursbildningen innebär främst att den skall se till att nämnda förutsättningar för en rättvisande kursbildning upprätthålls.

Det är av vikt för att en riktig prissättning skall komma till stånd på en optionsbörs att likviditeten är god. Likviditet kan emellertid åstadkommas på ett otillbörligt sätt. Det kan ske t.ex. genom att ett par aktörer i handeln gör en större affär sinsemellan bara för att några timmar senare sinsemellan göra en motsatt affär till samma pris. Utåt sett ger detta intryck av att det finns hög likviditet i handeln trots att den inte grundar sig på marknadsmässiga förhållanden. Enligt utredningens mening är detta ett exempel på handel som i vissa fall kan strida mot god affärssed och det ankommer på optionsbörsens ledning att övervaka och kontrollera att sådana affärer inte utan vidare läggs

till grund för de omsättningssiffror som skall offentliggöras om handeln.

Utredningen föreslår därför, att ledningen för en optionsbörs i lag påläggs en skyldighet att följa prisbildningen och ett ansvar för att handeln vid optionsbörsen sker under förhållanden som överensstämmer med lag eller annan författning och med villkoren för handeln samt med god affärs-sed.

6.3.3.8 Börsstopp

Det kan i vissa situationer vara befogat att avbryta handeln med standardiserade optioner och terminer vid en optionsbörs. Ett exempel härpå är att handeln i det underliggande värdepapperet stoppats. Motivet till att handeln med optioner och terminer då också bör stoppas är främst att det uppstår osäkerhet om prissättningen på derivatmarknaden. Vidare skulle om så ej sker syftet med ett börsstopp vid fondbörsen, vilket är att all yrkesmässig handel med det börsstoppade papperet skall avstanna, motverkas. En annan situation då det finns skäl att avbryta handeln kan vara när av skilda orsaker det inte går att upprätthålla en rättvis och ordnad marknad. Detta kan inträffa när priserna på derivatmarknaden rör sig så snabbt att det uppstår panikartade beteenden bland kunderna.

Enligt 25 § lagen om Stockholms fondbörs får börsstyrelsen om särskilda skäl föreligger besluta att handel och notering vid fondbörsen skall avbrytas i fråga om fondpapper av visst slag. Sådant beslut är i praktiken delegerat till börschefen. I motiven (prop. 1975/76:175 s. 21) till bestämmelsen angavs att syftet med regeln var att trygga att kursbildningen skedde under riktiga förutsättningar. Rent allmänt angavs, att börsstopp borde kunna tillgripas för att eliminera eller förebygga en väsentlig snedvridning av kursbildningen, som t.ex. har sin grund i att aktiemarknadens

intressenter inte på lika villkor eller i tillräcklig omfattning har tillgång till de upplysningar om ett börsbolag, som behövs för en bedömning av bolagets ekonomiska situation.

Enligt de allmänna villkor som gäller för handeln vid OM och SOFE äger vid OM chefsmäklaren, dvs. den som har ansvaret för handeln med aktieoptioner, och vid SOFE två golvchefer i förening eller en golvchef i förening med SOFE:s VD eller vice VD besluta att stoppa handeln med aktieoptioner då börsstopp råder för den underliggande aktien. OM äger även rätt att stoppa handeln med indexoptioner eller indexterminer om kursinformationen avseende någon aktie som ingår i indexet saknas eller är felaktig eller om indexvärden inte enligt OM:s bedömande fastställs med erforderlig frekvens. SOFE äger förutom vad som sagts om aktieoptioner även stoppa handeln om priserna rör sig så snabbt att handeln inte kan utföras på ett ordnat sätt eller om andra förhållanden råder, som är sådana att det är omöjligt att upprätthålla en rättvis och ordnad handel. Som exempel anger SOFE tekniska problem med indexöverföringar.

Börsstopp på en optionsbörs kan vara motiverat i situationer som inte i och för sig har anknytning till händelser på den underliggande marknaden. En sådan situation kan, som antytts ovan, föreligga om indexvärden inte finns att tillgå kontinuerligt eller om prissättningen på derivatmarknaden rör sig så snabbt att en ordnad handel inte kan upprätthållas.

I de fall som här antytts och i liknande situationer bör det ankomma på ledningen för optionsbörsen att besluta om börsstopp. Utredningen föreslår därför, att ledningen för en optionsbörs i lag tilläggs en rätt att stoppa handeln beträffande optioner och terminer, som är föremål för handel på optionsbörsen, om särskilda skäl föreligger. Bestämmelsen är generellt avfattad. Det får ankomma på

ledningen för optionsbörsen att med utgångspunkt från lagens grundläggande bestämmelse, nämligen att handeln skall bedrivas så att allmänhetens förtroende upprätthålls och att enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras, successivt utbilda praxis på området.

Det kan finnas en risk för att optionsbörserna undviker att stoppa handeln även om omständigheterna är sådana att detta borde ske. Underlåtenheten att tillgripa börsstopp skulle alltså kunna bli ett konkurrensmedel mellan börserna. Det är viktigt att så inte blir fallet. En strävan bör därför vara att den praxis som utbildas på området bör gälla generellt för alla optionsbörser. Bankinspektionen bör därför med uppmärksamhet följa utvecklingen och verka för att tillämpningen av börsstoppbestämmelsen leder till en konkurrensneutral praxis.

Syftet med börsstopp är att all yrkesmässig handel såväl inom som utanför fondbörsen med ett börsstoppat fondpapper skall avstanna. Detta syfte tillgodoses även av att ett förordnande om börsstopp av fondbörsen, enligt 24 § första stycket fondkommissionslagen, medför ett förbud för ett fondkommissionsbolag att vid eller utanför fondbörsen avtala eller medverka till avtal om köp eller försäljning av börsstoppat fondpapper. Bestämmelsen gäller även för bank med fondkommissionstillstånd.

Genom en ändring i lagen om värdepappersmarknaden som trädde i kraft den 1 juli 1986 jämställs aktieoptioner i nämnda lag med fondpapper. I motiven till den bestämmelsen (prop. 1985/86:151 s. 11) anförde föredragande statsrådet: "Trots att en aktieoption inte är ett fondpapper bör det enligt min mening ligga nära till hands att tolka förbudet i 24 § fondkommissionslagen - - - så att det även gäller handel med aktieoptioner. En aktieoption kan nämligen sägas vara ett avtal om att i framtiden eventuellt köpa eller sälja de med optionen avsedda aktierna. Jag anser mig

därför också kunna förutsätta att fondkommissionärer inte medverkar till handel med aktieoptioner när börsstopp råder för de underliggande aktierna."

Vad nu sagts talar för att handeln med optioner och terminer skall avbrytas så snart handeln på fondbörsen stoppats i det fondpapper som optionerna och terminerna avser. Frågan bör dock belysas utifrån ytterligare några utgångspunkter innan någon slutsats kan dras.

Premiens storlek vad gäller optioner och prisbildningen vad avser terminskontrakt är starkt knutet till priset på avistamarknaden för den underliggande tillgången. Om den underliggande tillgången utgörs av fondpapper som är föremål för börshandel vid Stockholms fondbörs och denna handel stoppas blir prissättningen på derivatmarknaden ytterst osäker. Skulle börshandeln vad gäller derivatmarknaden få fortgå under tid då börshandeln avista stoppats skulle en osund spekulatio n lätt uppstå i handeln med derivat.

Det framstår mot bakgrund av vad som sagts som uppenbart att handeln med optioner och terminer som avser fondpapper skall stoppas så snart handeln på fondbörsen stoppats avseende detta fondpapper. Utredningen föreslår att det i lagen införs en tvingande bestämmelse med detta innehåll.

Det kan ifrågasättas om inte handeln i indexoptioner eller indexterminer skulle på motsvarande sätt stoppas så snart börsstopp råder för en aktie som ingår i indexet. Så har hittills inte skett. I stället har man låtit senast kända betalkurs för den börsstoppade aktien ingå vid beräkningen av indexvärdet. Enligt utredningens mening talar starka skäl för att börsstopp inte skall ske i ett sådant fall. Även om marknadsvärdet för den börsstoppade aktien är osäkert kan detta förhållande knappast leda till någon osund spekulatio n. Detta sagt med utgångspunkt i det förhållandet att de indexserier som för närvarande är föremål

för handel är baserade på de 30 resp. 16 mest omsatta aktierna på Stockholms fondbörs. När börsstoppet för aktien sedan hävs kan den nya aktiekursen för den aktien inte ensam påverka indexet i den utsträckning att det finns skäl att införa en lagregel om obligatoriskt börsstopp i nu beskrivet fall. Däremot skulle det kunna uppstå situationer då detta ändå är motiverat. Ett sådant fall skulle vara att fråga är om ett smalt index, dvs. baserat på ett fåtal aktier, där en i indexet dominerande aktie börsstoppades. I ett sådant fall skulle det möjligen kunna vara motiverat att stoppa handeln med indexinstrumenten.

Även med de indexserier som för närvarande är föremål för handel vid OM och SOFE kan det i vissa situationer vara motiverat att handeln med indexoptioner och indexterminer stoppas om flera av de aktier som indexserierna är baserade på är börsstoppade. Det är svårt att säga var en sådan gräns går. Utgångspunkten bör vara att om det är möjligt att indexvärdet kan påverkas kraftigt från det att börsstoppet inträder till dess att det hävs så bör handeln med indexderivat också avbrytas under tid då börsstoppet pågår. En kraftig inverkan på indexvärdet kan bli följden om en betydande del av det totala kapitalvärde som indexserien är baserad på har stoppats. I USA har man infört en bestämmelse som säger att handeln med indexoptioner skall avbrytas när handeln i underliggande aktier, vars viktade värde representerar mer än tjugo procent av det totala kapitalvärde som indexserien är baserad på, har stoppats. Som jämförelse kan nämnas att t.ex. Elektrolux i indexet OMX representerar ca elva procent av det totala kapitalvärde som OMX baseras på.

Av de rapporter som tagits fram i USA i anledning av det stora kursfallet på aktier under oktober 1987 framgår, att enighet råder om att aktiemarknaden och den aktierelaterade derivatmarknaden bör ses som en marknad genom det naturliga samband som finns vad gäller priser och affärsstrategier.

Det skulle därför kunna finnas skäl att i detta sammanhang närmare penetrera dessa marknaders inbördes beroende. Frågan har dock visst samband med hur marknaden i stort är organiserad. Eftersom utredningen inte tar ställning i organisationsdelen bör några överväganden vad gäller det här antydda sambandet mellan avista- och derivatmarknaden inte göras.

Enligt utredningens mening bör det som tidigare sagts inte införas någon lagregel om obligatoriskt börsstopp vad gäller indexinstrumenten. Det får i stället ankomma på ledningen för optionsbörsen att bestämma när ett börsstopp på någon eller flera aktier som ingår i indexserien skall föranleda att även handeln med indexoptioner och indexterminer bör avbrytas. I ett sådant fall ankommer det också på optionsbörsens ledning att bestämma när handeln skall få återupptas. Även i detta fall bör bankinspektionen verka för att tillämpningen av börsstoppbestämmelsen mellan olika optionsbörser blir likformig.

Även i de fall då handeln med optioner eller terminer avseende ett enskilt fondpapper avbrutits på grund av att fondbörsen börsstoppat det underliggande fondpapperet uppstår frågan när handeln på derivatmarknaden skall få återupptas. En möjlighet, som ligger i linje med vad som nyss sagts om skälen till att stoppa handeln, är att föreskriva att derivathandeln får påbörjas först sedan handeln med det underliggande fondpapperet återupptagits.

Vad som tidigare sagts om syftet med ett börsstopp och vad föredragande statsrådet uttalade i prop. 1985/86:151, s. 11, talar med betydande styrka för att handeln med optioner och terminer inte bör få påbörjas förrän handeln med det underliggande värdepapperet återupptagits av fondbörsen.

Ytterligare en omständighet som gör en sådan regel acceptabel är att ett börsstopp i normalfallet varar endast en kortare

tid. Enligt 25 § lagen om Stockholms fondbörs får beslut om börsstopp inte gälla längre än som oundgängligen behövs. I motiven till bestämmelsen angavs att ett börsstopp bara undantagsvis borde löpa under längre tid än ett par dagar (SOU 1973:60 s. 136). Departementschefen uttryckte i prop. 1975/76:175 s. 19 att börsstopp borde fortgå högst en eller två dagar. Tanken är således att börsstopp skall vara kortvariga. Någon absolut gräns för hur länge ett börsstopp får pågå finns dock inte. Exempel finns på börsstopp som rått under ca en månad (Fermenta).

Det återstår att något utveckla vad en regel av här antytt innehåll kan få för följder på derivatmarknaden.

Under ett börsstopp på den underliggande aktien kan det inträffa att slutdagen för en aktieoption eller aktietermin passerar. Enligt de villkor som gäller vid OM och SOFE skall i ett sådant fall vad gäller aktieoptioner slutdagen förskjutas till andra börsdagen efter börsstoppets hävande.

De kunder som gör affärer på derivatmarknaden har ett berättigat intresse av att veta att options- eller terminsavtalet upphör vid den tid som anges i avtalet. I en situation där börsstopp på fondbörsen råder för den underliggande aktien skulle det därför, när den i avtalet angivna slutdagen för optionen eller terminen närmar sig, finnas skäl att återuppta handeln med dessa så att positionerna kan avslutas.

Om det finns tecken som tyder på att marknadsvärdet på den börsstoppade aktien kommer att påverkas kraftigt under den tid börsstoppet råder finns också ett berättigat intresse för de options- eller terminskunder, som misstänker att kursutvecklingen går dem emot, att kunna kvitta sig ur sina positioner.

Ett annat skäl som talar för att handeln i vissa situationer bör få återupptas även om börsstopp råder för det underliggande värdepapperet har samband med säkerhetsberäkningen. Då börsstopp råder för den underliggande aktien, saknas information om aktiens marknadsvärde. Svårighet uppstår då att beräkna säkerhetsbehovet. Den reala förlusten för en aktieoption eller aktietermin framgår av differensen mellan priset enligt options- eller terminsavtalet och marknadspriset på den underliggande aktien (angående beräkning av säkerhet, se avsnitt 6.3.3.11 om säkerheter). Eftersom marknadspriset inte är känt kan den reala förlusten inte beräknas. Om handeln med optioner och terminer fick återupptas under tid då börsstopp råder skulle marknaden kunna, i options- och terminshandeln, uttrycka sin uppfattning om aktiens marknadsvärde och därmed skulle säkerheterna kunna beräknas på ett mer tillfredsställande sätt.

Som tidigare nämnts varar ett börsstopp normalt endast under en eller ett par dagar. Under en sådan period kommer de negativa följder som ovan antytts av att options- och terminshandeln inte får påbörjas förrän handeln med det underliggande värdepapperet återupptagits knappast att leda till mer än marginella negativa följder för derivathandeln. Dessa negativa följder kan elimineras genom att optionsbörserna inför regler om hur säkerheterna skall beräknas då handeln är stoppad och, såsom OM och SOFE gjort, reglerar vad som händer om slutdagen passeras under det att handeln är stoppad.

Av vad tidigare sagts framgår att syftet med ett börsstopp vid fondbörsen skulle motverkas, om handeln med optioner och terminer avseende det börsstoppade fondpapperet fick återupptas under tid då börsstoppet vid fondbörsen är i kraft. På grund härav och då de negativa återverkningar som en bestämmelse av här diskuterat innehåll skulle föra med sig i derivathandeln kan minskas på ovan antytt sätt, anser utredningen att övervägande skäl talar för att derivat-

handeln inte får återupptas förrän handeln i det underliggande fondpapperet återupptagits.

Utredningen föreslår därför, att handeln med optioner och terminer som avbrutits på grund av att fondbörsen börsstoppat handeln i det underliggande fondpapperet inte får påbörjas förrän handeln i fondpapperet återupptagits.

Beslut om börsstopp bör omedelbart tillkännages för allmänheten. Detta gäller såväl beslut om att avbryta handel och notering som beslut att upphäva sådant förordnande. Denna informationsskyldighet bör anges i lag.

Vad här diskuterats avser avbrytande av handeln med vissa optioner eller terminer. Detta skall skiljas från beslut att avbryta all handel och notering vid en optionsbörs. I sistnämnda fall är det alltså frågan om stängning tills vidare av optionsbörsen. Detta kan bli aktuellt vid krig, krigsfara eller andra onormala förhållanden.

Börsstängning är en så ingripande åtgärd att beslut härom i princip bör ankomma på regeringen. Utredningen föreslår därför, i likhet med vad som gäller för Stockholms fondbörs, att regeringen under utomordentliga förhållanden får besluta om avbrytande av all handel och notering vid en optionsbörs. Är fara i dröjsmål bör sådant beslut få meddelas av ledningen för optionsbörsen efter samråd med bankinspektionen. Ett sådant beslut bör dock endast få omfatta en kortare tid, enligt förslaget en vecka.

6.3.3.9 Clearingorganisationens verksamhet

Clearingorganisationen har flera uppgifter. Den viktigaste är att upprätthålla garantifunktionen i handeln. Detta kan ske genom att den uppträder som motpart i varje avslut som sker på optionsbörsen eller på annat sätt.

Begreppet clearing och definitionen av clearingverksamhet har berörts under avsnittet om lagens tillämpningsområde och definitioner (6.3.3.3). I förevarande avsnitt skall de uppgifter clearingen enligt utredningens mening bör ha närmare utvecklas.

Först skall dock innebörden av clearingorganisationens garantiåtagande i handeln beröras. Som framgår i avsnittet om säkerheter (6.3.3.11) måste clearingorganisationen för att kunna upprätthålla sin garantifunktion i handeln återförsäkra sig genom att kräva att en utfärdare av en option och en köpare eller en säljare av en termin ställer säkerhet för sina åtaganden. Trots det säkerhetssystem som finns i handeln i dag och som också kommer till uttryck i utredningens förslag finns det en risk för att säkerheterna inte räcker och att kunden eller fondkommissionären inte klarar av en förlust som uppstått. Därmed uppkommer en situation där clearingorganisationen på annat sätt måste infria sitt åtagande. Systemet måste därför innehålla ytterligare garantier som kan fånga upp även en sådan mindre sannolik situation.

Sådana medel kan tillföras systemet på olika sätt. Clearingorganisationen kan ta en försäkring hos något försäkringsbolag. En annan utväg är att bygga upp fonder inom den egna organisationen eller att tillskapa en särskild clearingfond i vilken de till clearingens anslutna medlemmarna tillskjuter medel.

Det är mycket ovanligt att sådana reserver behöver tas i anspråk. Såvitt känt för utredningen har detta hänt i endast ett fall. I oktober 1987 klarade en medlem ansluten till i USA verksamma Options Clearing Corporation (OCC) inte av sina åtaganden vilket ledde till att den till OCC knutna clearingfonden för första gången fick tas i anspråk. Denna händelse visar att även ett väl beprövat säkerhetssystem under extrema förhållanden kan visa sig otillräck-

ligt och att det är nödvändigt att ha ytterligare reserver i systemet.

Det finns således goda skäl för att kräva att den som vill bedriva clearingverksamhet förfogar över tillräckliga ekonomiska resurser för att kunna fullgöra sitt åtagande i handeln. Ett sådant krav skulle innebära att det infördes en form av tillståndsprövning för upprättande av en clearingorganisation. Som tidigare nämnts bör emellertid den nu föreslagna lagen på grund av utredningens ställningstagande i organisationsfrågan inte innehålla några bestämmelser som anger vilka krav som skall ställas på en marknadsplats eller clearingorganisation. Eftersom det finns ett nära samband mellan organisationsfrågan och frågan om vilka ekonomiska resurser en clearingorganisation bör ha tillgång är det inte lämpligt att i lagen ange ett krav på ekonomiska resurser av viss storlek.

I det följande tar utredningen upp och diskuterar de uppgifter som bör ankomma på clearingorganisationen.

I samband med att clearingorganisationen träder in som motpart i varje avslut registrerar den affären. Registreringen kan ske på olika sätt.

Den fondkommissionär som utför en order för en kunds räkning eller den market maker som gör en affär måste alltid uppge sin identitet för att clearingens skall veta att vederbörande har rätt att uppträda som kommissionär resp. market maker. Däremot är det inte självklart att clearingens måste känna till slutkundens identitet eller vilka affärer en kommissionär gör i egen räkning.

I fortsättningen diskuteras om det behövs några särskilda regler om hur registreringen av affärerna bör ske hos clearingorganisationen. Resonemanget tar närmast sikte på kommissionsaffärer, dvs. hur den enskilde kundens affärer

skall vara registrerade hos clearingorganisationen. Dessförinnan skall endast konstateras att fondkommissionären naturligtvis alltid hos sig registrerar sina egna kunder.

Man kan tänka sig att kunderna hos clearingorganisationen registreras individuellt med angivande av kundens identitet eller utan att identiteten anges. Internationellt, t.ex. i USA, registreras mäklarens samtliga kunder på ett konto hos clearingen. Sker registreringen på sistnämnda sätt kan clearingen varesig utläsa en enskild kunds position eller hans identitet.

Utredningens förslag bygger på att clearingorganisationen skall kunna kontrollera att ingen kund bryter mot givna positions- och lösenbegränsningsregler. Detta innebär att, för att lagens krav skall kunna uppfyllas, registreringen måste ske på kundnivå. Systemet är redan uppbyggt på detta sätt hos de båda i Sverige verksamma clearingorganisationerna. I det följande diskuteras om det finns skäl att kräva att clearingorganisationen skall känna till identiteten hos den kund som står bakom ett konto. Motivet härtill skulle vara att det åligger clearingorganisationen att dels beräkna och övervaka att säkerhetskraven uppfylls och dels att kontrollera att positions- och lösenbegränsningsreglerna följs.

Som tidigare nämnts är det svenska systemet i dag uppbyggt så att den kund som står bakom ett konto är anonym för clearingen och det är inget som hindrar att kunden har fler konton än ett. Detta medför att säkerhetsberäkningen sker konto för konto. Sammanräkning av det totala säkerhetsbehovet för den kund som har flera konton kan endast ske om clearingorganisationen blir upplyst om att en grupp av konton tillhör en och samma kund. Sådan saldering av säkerhetsbehovet för flera konton kan alltid ske om det är frågan om samma typ av optioner eller terminer. Gemensam säkerhetsberäkning kan också ske mellan olika typer av instrument (crossclearing). En något utförligare beskrivning

härom finns i det avsnitt som behandlar säkerheter (6.3.3.11).

Sker säkerhetsberäkningen konto för konto kan det totala säkerhetsbeloppet för en kund som har fler konton än ett komma att bli högre än om en sammanräkning sker mellan olika konton. I ett system där kontona är anonyma för clearingen måste alltså kunden ta initiativ för att få gemensam säkerhetsberäkning mellan flera konton till stånd. Därmed kan kundens totala säkerhetsbelopp komma att minskas. En sådan sammanräkning motsvarar det säkerhetskrav utredningen ställt upp. Som framgår under avsnittet om säkerheter skall säkerhetsbeloppet alltid vara så stort att det räcker för att avsluta de optioner och terminer som beloppet avser att täcka. Är så ej fallet är clearingen i princip skyldig att avsluta alla konton för vilka gemensam säkerhetsberäkning skett. Rapporteringen av att ett eller flera konton avslutats kan ske till den fondkommissionär som genomfört affären. Clearingen behöver således inte känna till den enskilde kundens identitet.

Även beräkningen av säkerheter och gemensam säkerhetsberäkning för flera konton kan ske utan att kundens identitet röjs för clearingorganisationen.

Det bör ankomma på clearingorganisationen att ange positions- och eventuella lösenbegränsningsregler med utgångspunkt i de syften som finns angivna i den föreslagna lagen. Dessa syften finns närmare redovisade i avsnitten 6.3.3.14 och 6.3.3.15.

Kontrollen av att positions- och lösenbegränsningsreglerna följs kan ske på flera sätt. Ett alternativ är att varje kund bara får ha ett konto hos clearingorganisationen eller att kontona är personidentifierbara. Begränsningsreglerna bör också gå att kontrollera genom att en från clearingens fristående organisation anlitas, t.ex. Clearing Control Han-

delsbolag (jfr avsnitt 3.2.4). En sådan organisation måste då ha tillgång till kundidentiteten för varje konto. Genom att till clearingorganisationen rapportera vilka konton som tillhör samma kund kan clearingorganisationen kontrollera att nämnda regler följs.

Inte heller när det gäller kontrollen av här nämnda begränsningsregler är det således nödvändigt att kundens identitet röjs.

På grund av vad som nu angetts finns det enligt utredningens mening inte skäl att i lag fastställa på vilket sätt registrering av affärerna skall ske. Som tidigare nämnts följer dock av övriga krav i lagen att registreringen måste ske på kundnivå.

Det ankommer på clearingorganisationen att ange hur kontrollen av kunderna skall ske i här berörda avseenden och på bankinspektionen att pröva om den föreslagna lösningen är godtagbar. Visar det sig i ett senare skede att kontrollen inte fungerar i enlighet med vad som förutsatts då villkoren godkändes kan det i förlängningen vara ett skäl för bankinspektionen att förbjuda verksamheten.

Clearingorganisationen bör också ha till uppgift att administrera lösen av optionerna respektive leverans av den underliggande tillgången vad gäller terminerna. I clearingorganisationens uppgifter ligger som angivits att garantera varje affär. Däremot är clearingorganisationens uppgift inte att fullgöra vad options- eller terminskontraktet innehåller. När en begäran om att få leverera eller att få leverans av den underliggande tillgången kommer in till clearingorganisationen återskapar clearingorganisationen i stället det partsförhållande som den tidigare skurit av. Detta innebär dock inte att clearingorganisationen söker upp den ursprungliga avtalskontrahenten. Den som är skyldig att prestera söks i stället upp på annat sätt. Det sker

genom ett slumpmässigt urval. Hur detta går till är i huvudsak beroende på hur clearingorganisationens kontosystem är uppbyggt. I de fall kontoföringen sker på mäklarnivå sker också det slumpmässiga urvalet på denna nivå. Det ankommer sedan på mäklaren att bestämma vilken kund som slutligen skall stå för sitt åtagande. I t.ex. USA fungerar systemet på detta sätt.

På den svenska marknaden är och måste enligt utredningens förslag kontosystemet vara uppbyggt på kundnivå. Detta innebär att clearingorganisationen har möjlighet att direkt utse den slutkund som skall stå för sitt åtagande enligt options- eller terminskontraktet. Det är dock tänkbart även med det system som gäller i Sverige att utse den som skall stå för åtagandet bland dem som är direkt anslutna till handeln. Blir då en fondkommissionär utpekad skulle det ankomma på denne att bestämma vilken kund som skall stå för sitt åtagande alternativt stå för detta själv. Denna lösning för med sig att det blir svårare för bankspektionen att övervaka att urvalet verkligen sker slumpmässigt och efter likartade regler. Kontrollen och övervakningen av att kunderna behandlas lika i detta hänseende blir effektivare om det får ankomma på clearingorganisationen att förätta det slumpmässiga urvalet vid lösen av optioner och leverans i anledning av terminskontrakt.

Som nämnts i avsnittet om optionsbörsens verksamhet (6.3.3.7) är det av vikt för kunderna att få tillgång till uppgifter om antalet omsatta kontrakt samt om den öppna balansen. För att kunna göra en riktig bedömning av marknadsläget bl.a. med utgångspunkt i dessa uppgifter är det av vikt att veta hur de beräknas. Eftersom det är clearingorganisationen som sköter registreringen av alla affärer bör det ankomma på denna att ange hur öppna balansen och omsättningen beräknas.

Slutligen bör det ankomma på clearingorganisationen att rent allmänt övervaka att clearingverksamheten bedrivs under förhållanden som överensstämmer med lag och andra regler som styr verksamheten.

Mot bakgrund av vad här anförts föreslår utredningen sammanfattningsvis att det i lag anges att clearingorganisationen skall fortlöpande registrera de transaktioner som utförs på optionsbörsen, fortlöpande beräkna det belopp en part skall ställa som säkerhet, kontrollera att lagens säkerhets- och leveranskapacitetskrav uppfylls, ange positionsbegränsningsregler och kontrollera att dessa följs, administrera lösentransaktioner och i den mån det krävs ange lösenbegränsningsregler samt kontrollera att dessa följs. Utredningen föreslår vidare att clearingorganisationen skall ange hur öppna balansen och omsättningen är beräknad samt i övrigt fortlöpande övervaka att verksamheten bedrivs under förhållanden som överensstämmer med lag, med villkoren för handeln, annan författning samt med god affärssed.

Det har tidigare konstaterats att optionsbörshandelns funktionella organisation består av två delar - en marknadsplats (optionsbörsen) och en clearingorganisation. Dessa två delar kan i organisatoriskt hänseende vara skilda från varandra eller integrerade i en enhet. Det första fallet illustreras av hur SOFE och Stockholms Clearinghus Aktiebolag förhåller sig till varandra medan den sist nämnda organisationsformen illustreras av hur OM är uppbyggt. Utredningen tar inte upp och diskuterar om det ena systemet utifrån praktiska eller principiella synpunkter är att föredra framför det andra eftersom denna fråga har samband med frågan hur marknaden i stort skall vara organiserad. Vad här beskrivits innebär bara ett konstaterande av att det finns skilda former vad gäller den funktionella organisationen. De bestämmelser beträffande clearing utredningen föreslagit är dock tillämp-

liga oavsett hur clearingorganisationen förhåller sig till optionsbörsen i organisatoriskt hänseende.

6.3.3.10 Börstvang

Begreppet börstvang används här i betydelsen att all handel måste utföras på optionsbörsen. Ett börstvang skulle alltså innebära ett förbud mot att godta affärer gjorda utanför börsen.

Handel med vid Stockholms fondbörs inregistrerade fondpapper kan ske också utanför fondbörsen. Där råder således inget börstvang. Börsmedlem är dock skyldig att till fondbörsen anmäla avslut om minst en börspost som han gjort i aktier eller konvertibla skuldebrev utanför fondbörsen före upp-ropets början påföljande börsdag. Informationen om de efteranmälda affärerna når därför marknaden först dagen efter det att avslut gjorts. Knappt hälften av aktiehandeln utgörs av efteranmälda affärer.

Handel utanför marknadsplatsen är också tillåten vid OM och SOFE. De avslut som görs utanför marknadsplatserna rapporteras till clearingorganisationerna under dagen eller kvällen. Alla avslut registreras i det elektroniska informationssystemet och blir därmed kända för marknaden samma dag. Sådana efteranmälda affärer får enligt de regler som gäller vid SOFE inte avvika från den vid varje tid förefintliga differensen mellan högsta och lägsta betalkurs. Hos OM finns det inte någon sådan regel.

I USA, Kanada, England och Nederländerna råder börstvang i optionshandeln.

Börstvang koncentrerar handeln till en plats och alla kunder ges möjlighet att handla till samma pris. Handeln blir därmed rättvis och skyddar de mindre kunderna genom att alla som vill ha information om ett över- eller underpris

kan få det. Rangordningsreglerna, dvs. bästa pris följt av tid, kan tillämpas vilket ger en neutral börshandel på lika villkor för alla kunder.

Börstväng leder också till att prismekanismen på marknaden fungerar bättre. Köper man mycket skall priset stiga och säljer man mycket skall priset sjunka. Kan handel ske utanför börsen där informationen om affärerna sker först i efterhand fungerar inte denna prismekanism lika bra.

När det gäller optioner och terminer som är relaterade till aktier finns det ytterligare skäl för börstväng. Som tidigare framhållits är prisbildningen vad gäller sådana optioner och terminer starkt knuten till priset för aktierna på avistamarknaden. Under efterhandeln vid optionsbörserna finns endast information om slutkurser för aktierna när fondbörsen stängde för dagen. Options- och terminshandeln blir därmed mer riskfylld. Till skillnad mot vad som gäller vid ett börsstopp på den underliggande aktien, finns således vid efterhandel information om hur priset var då fondbörsen stängde för dagen. Då börsstopp råder för en aktie saknas däremot all information om aktiens marknadsvärde. Riskerna för att en osund handel skall uppstå är därför mindre vid efterhandel än när den underliggande aktien är börsstoppad (jfr avsnitt 6.3.3.8).

Sammanfattningsvis talar vad som ovan sagts med betydande styrka för ett börstväng.

I detta sammanhang finns det skäl att påpeka ytterligare ett förhållande som har samband med vad som sagts om pris-sambandet mellan avista- och derivatmarknaden. Incitamenten för att en osund handel uppkommer under efterhandeln är relativt små men man bör ändå inte bortse härifrån. Förutsättningarna här för uppstår redan då fondbörsen stänger för dagen vilket för närvarande sker kl. 14.30. OM och SOFE däremot har öppet till kl. 16.00. Om ett börstväng

införs med motivering att options- och terminshandel inte bör få förekomma efter det att börshandeln avista har stängts för dagen skulle konsekvensen bli att fondbörsen och optionsbörserna borde ha samma öppettider.

Det är vidare så att det kan dröja till framåt kl. 11.30 innan uppropet på fondbörsen för de aktier som ingår i OMX och SX 16 är klart. Först då kan en säker prissättning av indexoptioner och indexterminer ske på optionsbörsen. Även beträffande de enskilda aktier som är föremål för aktieoptionshandel finns en motsvarande fördröjning av prisinformationen innan aktien ropats på fondbörsen.

När det gäller ränteoptioner och ränteterminer finns det ingen koppling till fondbörsen som skulle motivera att optionsbörserna skulle behöva avsluta handeln med dessa instrument när fondbörsen stänger för dagen.

Vad nu sagts visar att frågan om samma öppettider för fondbörsen och för optionsbörsen inte är alldeles självklar.

Under hösten 1988 kommer Stockholms fondbörs att introducera det s.k. SAX-systemet, ett datasystem för informationsspridning om handeln vid fondbörsen. I och med att detta system tas i bruk kommer handeln med aktier att delvis ske i nya former genom att t.ex. uppropet försvinner. Vidare kommer informationen om handeln att förbättras. Bland annat kommer prisinformation att finnas om den handel som sker efter fondbörsens stängning. Utvecklingen verkar således vara på väg mot ett läge där frågan om gemensamma öppethållandetider minskar i betydelse.

Det viktiga för sambandet mellan priserna på avista- och derivatmarknaden är, att det finns information om handeln på de båda marknaderna och att, om prisinformationen om handeln på den ena marknaden upphör, det bör övervägas om handeln på den andra marknaden skall avslutas. I annat fall

torde allmänhetens förtroende för marknaderna lätt kunna rubbas. Det får därför ankomma på bankinspektionen att övervaka om, mot bakgrund av detta prissamband, handeln med optioner och terminer sker på ett tillfredsställande sätt.

Börstväng för med sig vissa negativa konsekvenser. Den enskilde kundens möjligheter att göra affärer beskärs. En större aktör kan ha intresse av att göra affärer utanför börsen eftersom, om de gjordes på marknadsplatsen, priset skulle kunna påverkas negativt för hans del. Större aktörer har vidare möjlighet att under kvällstid följa t.ex. kursutvecklingen på New York-börsen och kan därmed ha intresse av att anpassa sina options- eller terminsaffärer till vad som händer där. Utvecklingen går över huvud taget mot en mer global handel där affärer kan göras i stort sett dygnet runt. I detta sammanhang kan framhållas att tillåtande av efterhandel skulle öka servicen för utländska kunder som befinner sig i en annan tidszon och inte kan ge sin order förrän de svenska optionsbörserna stängt.

De skäl som här anförts emot införandet av ett börstväng har emellertid enligt utredningens mening inte samma tyngd som de som talar för börstväng.

De flesta av de skäl som ovan anförts för ett börstväng kan åberopas både vad gäller aktiehandeln och options- och terminshandeln. Frågan om börstväng borde därför av likformighetsskäl övervägas i ett sammanhang. I optionsutredningens uppdrag ligger dock inte att överväga efterhandeln vara eller inte vara vad gäller aktiehandeln. Uppdraget är begränsat till börshandeln med optioner och terminer.

Det skäl för börstväng som enbart är hänförligt till options- och terminshandeln utgörs av sambandet mellan avistapriserna och priserna på derivatinstrumenten och

riskerna för att en osund handel uppkommer på derivatmarknaden under tid då information om avistapriserna saknas. Vad nu sagts talar för att en särreglering vad gäller börshandeln med optioner och terminer görs i fråga om börstvång.

Sammantaget är de skäl som talar för införandet av ett börstvång betydligt starkare än de skäl som talar emot. Det avgörande motivet för börstvång rör likabehandlingen av kunderna. Det är utredningens bestämda uppfattning att ett börstvång väsentligt skulle främja neutraliteten i börshandeln, dvs. att handeln kommer att ske på lika villkor för alla kunder. Genom ett börstvång garanteras också att en riktig prissättning sker i handeln. Till detta kommer vad som sagts om prissambandet mellan avista- och derivatmarknaden. Införandet av en bestämmelse om börstvång utgör mot bakgrund av vad som här sagts en väsentlig beståndsdel i det föreslagna regelsystemet för att befästa den grundsats som utredningens förslag vilar på, nämligen att handeln med optioner och terminer skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för denna verksamhet upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras.

Den föreslagna regeln om börstvång är konstruerad så att clearingorganisationen inte får registrera avslut som gjorts utanför optionsbörsen avseende sådana standardiserade optioner och terminer som upptagits för handel av optionsbörsen. Avslut måste alltså göras på optionsbörsen för att köpare och säljare skall komma i åtnjutande av den trygghet som clearing av affären innebär. Avslut, som görs utanför optionsbörsen, hamnar alltså vid sidan av systemet.

6.3.3.11 Säkerheter

Clearingorganisationens viktigaste uppgift är som tidigare nämnts att gentemot kunderna garantera uppfyllelsen av alla avtal som registreras. För att kunna upprätthålla trovärdig-

heten av en sådan garanti är det nödvändigt att clearing-organisationen kräver att utfärdaren av en option eller köparen eller säljaren av ett terminskontrakt ställer säkerhet för sina åtaganden. Även innehavaren av en option måste uppfylla sin del av avtalet genom att betala premien. När premien väl är betald kan några ytterligare krav inte ställas mot honom.

Storleken av en optionsutfärdares åtagande eller en köpares eller en säljares åtagande enligt ett terminskontrakt varierar under den tid som avtalet består. Skälet härtill är främst att den underliggande tillgångens värde varierar över tiden vilket återverkar på options- eller terminskontraktets värde. Det går alltså att dag för dag räkna ut hur stor den ackumulerade förlusten eller vinsten är för varje kontrakt. De säkerheter som skall ställas måste till att börja med alltid täcka den ackumulerade förlusten. Vad som förstås med detta kan enklast förklaras med ett exempel. Antag att någon utfärdar en säljoption avseende 100 aktier till lösenpriset 200 kr. per styck, dvs. han utfäster sig att när som helst under optionens löptid köpa 100 aktier till kursen 200 kr. Efter en tid är aktiekursen 150 kr. vilket innebär att optionen för hans del går med 5 000 kr. i förlust ($100 \times (200 - 150)$). För att clearingens skall vara säker på att optionsutfärdaren kommer att kunna infria sitt åtagande krävs alltså till att börja med att han lämnat en säkerhet motsvarande minst 5 000 kr.

Det kan nu inträffa att kursen fortsätter att sjunka. Det framstår då som ett rimligt krav att optionsutfärdaren eller den som köper eller säljer på termin ställer säkerhet, förutom för den ackumulerade förlusten, även för den sannolika kursförändringsrisken för nästa eller några följande dagar. På detta sätt skapas en tidsfrist för clearingens att hinna reagera den dag då säkerhetsbeloppet inte uppgår till föreskriven nivå.

Vad nu sagts gäller både för optioner och för terminer. När det gäller optioner finns det ytterligare en omständighet att beakta. Som närmare utvecklats i avsnitt 2.4.5 är premiens storlek beroende av optionens realvärde och tidsvärde. Realvärdet motsvaras av vad som här ovan benämnts den ackumulerade förlusten. Tidsvärdet utgörs av skillnaden mellan premien och realvärdet. För att clearingorganisationen skall vara säkerställd måste även tidsvärdet täckas av säkerhetsbeloppet.

Säkerhet beräknad efter den här beskrivna metoden kallas för marginalsäkerhet. Internationellt förekommer endast denna metod, där principen alltså är att alltid ställa säkerhet för den ackumulerade förlusten och för kursförändringsrisken i den underliggande tillgången samt vad gäller optioner för tidsvärdet.

Beräkningen av den ackumulerade förlusten vållar i princip inget problem (jfr dock vad som sagts om säkerhetsberäkning då börsstopp råder för viss aktie i avsnittet om börsstopp - 6.3.3.8). När det gäller tidsvärdet kan olika metoder användas. Internationellt brukar man använda sig av slutpremien varje dag. Slutpremien täcker då både realvärdet och tidsvärdet. Detta system används av SOFE. OM däremot räknar först ut realvärdet. Tidsvärdet och kursförändringsrisken sammanräknas och uttrycks som en procentsats av värdet av den underliggande tillgången.

Svårigheten är att bestämma storleken av kursförändringsrisken i den underliggande tillgången. Sätts den för högt leder den till att resurser onödigtvis dras från marknaden vilket leder till lägre likviditet. Sätts den å andra sidan för lågt uppstår i förlängningen risk för att clearingorganisationen inte klarar av sitt garantiåtagande.

I ett marknadsläge där kurssättningen kännetecknas av små prisrörelser bör kursförändringsrisken bedömas utifrån

detta förhållande och i ett läge med kraftiga kurssvängningar måste detta beaktas vid säkerhetskravens utformning. Konsekvensen härav blir att kraven på säkerhet bör kunna variera från tid till annan. Med detta måste följa ett krav på att säkerhetsreglerna snabbt måste kunna förändras vid förändrat marknadsläge. Systemet bör alltså kännetecknas av flexibilitet.

Säkerhetsnivån bör dock aldrig underskrida en viss lägsta nivå. Den grundnivån bör vara så väl tilltagen att den säkerställer även relativt kraftiga och snabba kurssvängningar. Innebörden härav är att det alltid måste finnas ett visst mått av översäkerhet i systemet. Härigenom uppnås nämligen den tryggheten att, vid plötsliga och kraftiga kursrörelser, clearingorganisationen får tid på sig att reagera genom att höja säkerhetskravet och att avsluta de konton där säkerheter inte fylls på i föreskriven utsträckning. Den här beskrivna grundnivån skall fastställas i samband med att bankinspektionen godkänner villkoren för handeln.

Av det kraftiga kursfallet på aktiemarknaden som inträffade under oktober 1987 kan den slutsatsen dras att miniminivån vad gäller säkerhetsbeloppet bör sättas relativt högt. Vidare visar denna händelse att det krävs att clearingorganisationen måste ha möjlighet att snabbt besluta om en höjning av säkerhetsbeloppet. I en sådan situation bör det vara möjligt för clearingorganisationen att, utan att först inhämta bankinspektionens godkännande, besluta om en skärpning av säkerhetskravet. Det bör också vara möjligt för clearingorganisationen att, sedan en skärpning av säkerhetskravet genomförts, på egen hand besluta om en återgång till den tidigare gällande säkerhetsnivån. En skärpning av säkerhetskraven torde utlösas av att kurssvängningarna på marknaden blivit kraftigare än vad som kan anses normalt. När så förhållandena stabiliserats bör säkerhetsnivån åter kunna sänkas. Den får dock inte utan

bankinspektionens godkännande sättas under den nivå som bankinspektionen tidigare godkänt.

Om clearingorganisationen, efter ett beslut om skärpning av säkerhetskraven, inte skulle få återgå till den tidigare gällande säkerhetsnivån, utan att först begära bankinspektionens godkännande, skulle risk finnas för att clearingorganisationen avstod från att skärpa säkerhetskraven även om detta hade fog för sig. Ett sådant förbud mot sänkning skulle alltså kunna få till effekt att säkerhetskraven under en kursinstabil period utnyttjades som ett konkurrensmedel. Detta skulle vara ett oacceptabelt förhållande.

Reglerna om säkerhet motiveras inte bara av att clearingorganisationen alltid skall kunna fullgöra sina åtaganden utan också omsorgen om den enskilde kunden. Säkerhetskraven leder nämligen till att en privatperson med små ekonomiska resurser inte har ekonomiska möjligheter att ta stora risker i handeln. Kravet på säkerhet leder också till att den enskilde kontinuerligt blir medveten om vilket belopp han riskerar att förlora i handeln.

Mot bakgrund av vad som nu anförts föreslår utredningen att man i lagen slår fast att den som utfärdar en standardiserad option eller köper eller säljer en standardiserad termin alltid skall ställa och vidmakthålla betryggande säkerhet för sitt åtagande. Det är av vikt att betona att säkerhet skall finnas i alla led, dvs. alla kunder vare sig de är direkt anslutna till clearingorganisationen eller ej skall ställa säkerhet för sina åtaganden. Därvid saknar det betydelse om en ej direktansluten kund ställer säkerhet gentemot fondkommissionären och denne i sin tur lämnar säkerhet för kundens åtaganden gentemot clearingorganisationen eller om den enskilde kunden ställer säkerhet direkt gentemot clearingorganisationen. Något undantag från bestämmelsen om ställande av säkerhet får således inte finnas

inom handeln. Skälen härför utvecklas närmare i avsnitt 6.3.3.13.

Vidare måste i lagbestämmelsen anges vad som avses med betryggande säkerhet. Med utgångspunkt i vad som tidigare anförts föreslår utredningen, att säkerheten skall anses vara betryggande när säkerhetsbeloppet är så stort att en parts options- och terminskontrakt kan avslutas utan att ytterligare kapital behöver tillskjutas. Som framhållits ovan innebär detta att ett visst mått av översäkerhet alltid måste finnas.

Vidare föreslår utredningen att clearingorganisationen får besluta om en skärpning av säkerhetskraven och om en återgång av säkerhetskraven till den nivå som gällde innan säkerhetskraven höjdes utan att först inhämta bankinspektionens godkännande.

Större aktörer har i regel både positioner som går med vinst och sådana som går med förlust. Något hinder emot att vid beräkning av säkerhetsbehovet balansera vinster och förluster bör inte ställas upp. Detta bör utvecklas något närmare.

Crossclearing är ett begrepp som används inom clearingverksamheten. Begreppet förekommer i tre olika betydelser. Det kan därför finnas skäl att kort ange vad som kan avses med detta uttryck. För det första kan det innebära att man täcker ett behov av säkerhet som finns hos en clearingorganisation med ett säkerhetsöverskott som man har hos en annan clearingorganisation. Denna form av crossclearing förekommer inte i Sverige och såvitt känt inte heller utomlands.

För det andra kan crossclearing innebära, att en sammanräkning av det totala säkerhetsbehovet för en kund sker av affärer som utförts på olika marknadsplatser av en clearing-

organisation som är gemensam för marknadsplatserna. Inte heller denna form av crossclearing förekommer i Sverige.

För det tredje kan crossclearing innebära, att man salderar säkerhetsbeloppen hos en clearingorganisation mellan olika typer av optioner och terminer. Det blir således frågan om en gemensam säkerhetsberäkning för olika typer av optioner och terminer. Denna form av crossclearing förekommer både på OM och SOFE. Både OM och SOFE får enligt de villkor som styr handeln utföra crossclearing mellan samtliga de instrument som tillhandahålls. Hos SOFE utförs i praktiken dock crossclearing endast för optioner, dvs. det räknas fram ett gemensamt säkerhetsbelopp för samtliga positioner i aktieoptioner och indexoptioner. Däremot fastställs ett särskilt säkerhetsbelopp vad gäller indexterminerna.

Hos OM utförs crossclearing mellan dels de olika aktieoptionerna och dels mellan indexoptioner och indexterminer. På räntesidan kan i dag crossclearing ske på så sätt att ett positivt säkerhetssaldo på ränteoptionssidan kan användas för att täcka ett negativt säkerhetssaldo på ränteterminssidan. Det är dock för närvarande inte tekniskt möjligt att på motsvarande sätt utnyttja ett positivt säkerhetssaldo på ränteterminssidan. På OM räknar man dock med att ha löst detta problem inom några månader.

Vad nu sagts innebär att en kund som gör affärer med olika typer av optioner och terminer måste ha flera konton. Även om kunden så önskar kan i dag gemensam säkerhetsberäkning för kundens totala engagemang i handeln inte ske. Situationer kan då uppstå där kunden har överskott vad gäller säkerhet på vissa konton och underskott på andra konton samt att en saldering mellan dessa olika konton i vissa fall kan ske och i andra fall inte.

Det går alltså inte att ha kundens totala behov av säkerhet som riktpunkt för säkerhetsbeloppets storlek. I stället

får man beräkna säkerhetsbehovet på varje konto och på det sättet fastställa säkerhetsbeloppets storlek konto för konto. I de fall gemensam säkerhetsberäkning sker för flera konton blir det säkerhetsbehov som då räknas fram avgörande för säkerhetsbeloppets storlek vad gäller denna grupp av konton.

Riktpunkten skall alltså vara att säkerhetsbeloppet för varje konto skall vara så stort att det täcker vad det kostar att avsluta de options- eller terminskontrakt som är registrerade på kontot eller, om gemensam säkerhetsberäkning gjorts mellan flera konton, det täcker kostnaden för att avsluta samtliga de kontrakt för vilka gemensam säkerhetsberäkning skett.

I den mån säkerhetsbeloppet vid något tillfälle inte uppgår till angiven nivå bör clearingorganisationen åläggas en skyldighet att avsluta de kontrakt som säkerhetsbeloppet avsåg att täcka, om inte särskilda skäl talar däremot. Utredningen föreslår att denna skyldighet fastslås i lag. Med uttrycket "om inte särskilda skäl talar däremot" avses främst att det fattas endast ett obetydligt belopp och clearingorganisationen på goda grunder kan utgå från att det felande beloppet betalas inom en kortare tid.

I de fall säkerhet ställs av enskild kund till fondkommissionär och av fondkommissionären för kundens räkning till clearingorganisationen torde risken för att säkerhetskravet inte kan uppfyllas vara störst i ledet kund/fondkommissionär. Situationen kan då bli den att fondkommissionären kontinuerligt fyller på säkerhet för kundens räkning gentemot clearingorganisationen i föreskriven utsträckning medan den enskilde kunden inte i motsvarande utsträckning fyller på säkerhet gentemot fondkommissionären. Detta leder till att fondkommissionären inte är skyddad mot förluster. I samband med det kraftiga kursfallet på aktier under oktober 1987 inträffade denna situation för flera fondkommissionärer.

Det skulle mot bakgrund av det anförda finnas skäl att överväga om inte också fondkommissionärerna i fall som här antytts borde åläggas en skyldighet att avsluta en kunds options- och terminskontrakt som inte är täckta av betryggande säkerhet. Enligt utredningens förslag skall emellertid inte några kunder undantas från skyldigheten att ställa betryggande säkerhet för sina åtaganden i handeln. En fondkommissionär har således inte rätt att medge undantag från denna regel. Däri får anses ligga att så snart säkerhetskravet inte är uppfyllt kundens options- och terminsaffärer omedelbart måste avvecklas. Det får ankomma på bankerna och fondkommissionsbolagen att utarbeta rutiner så att kunderna kontinuerligt lämnar säkerhet i föreskriven utsträckning. Om det behövs bör vidare avtalen med kunderna kompletteras så att fondkommissionären, när brist på säkerhet uppkommer på något konto, omedelbart får avveckla detta. På grund av vad nu anförts anser utredningen det inte erforderligt att föreslå en lagregel av ovan antytt innehåll.

6.3.3.12 Leveranskapacitet

I Sverige har bankinspektionen ställt krav på att den som utfärdar en köption eller förvärvar en säljoption avseende aktier eller säljer aktier på termin, i samband med avtalets ingående i princip måste inneha de underliggande aktierna (leveranskapacitet). Däremot har något motsvarande krav från bankinspektionens sida inte ställts upp vad gäller ränte- och indexinstrument. OM och SOFE har godtagit detta krav och tagit in sådana bestämmelser i sina villkor såvitt gäller aktieoptioner. Det främsta motivet till kravet, vilket lär sakna motsvarighet utomlands, står att finna i blankningsförbudet i 23 § andra stycket fondkommissionslagen.

En blankningsaffär utmärks av att säljaren inte äger de fondpapper han överlåter utan har lånat dem av tredje man. Avsikten är att säljaren senare skall återställa de lånade fondpapperen till tredje man genom att göra täckningsköp

av samma slags papper till en förhoppningsvis lägre kurs. Enligt lagen får en fondkommissionär inte "blanka" för egen räkning och ej heller medverka vid blankning för annans räkning. Blankningsförbudet omfattar inte uttryckligen den situationen att någon säljer ett fondpapper som han vid försäljningstillfället inte förfogar över. Enligt av bankinspektionen utfärdade rekommendationer skall emellertid den kund som ger en fondkommissionär i uppdrag att sälja aktier lämna ifrån sig aktierna till kommissionären på avslutsdagen eller i undantagsfall senast kl. 12.00 dagen därefter. Frågan om blankning har närmare utvecklats i avsnitt 4.1.1.

Den som utfärdar en köption avseende ett fondpapper utfäster sig att på anfordran sälja detta till lösenpriset. Görs en sådan utfästelse av någon som inte innehar fondpapperet kan denne komma att hamna i en blankningsliknande situation den dag då lösen begärs. För att undvika detta kan det vara motiverat att upprätthålla krav på leveranskapacitet redan då optionen utfärdas. Av likformighetsskäl borde då leveranskapacitet krävas inte bara när det underliggande fondpapperet är aktier utan även för utfärdade köptioner avseende obligationer (räntoptioner) och aktiefondsandelar (indexoptioner).

Den som förvärvar en säljoption avseende ett fondpapper äger rätt men är inte skyldig att sälja fondpapperet till lösenpriset. Innehavaren av en säljoption kommer att utnyttja optionen endast i ett läge då kurserna gått ned. Han kan då köpa fondpapperet på den öppna marknaden till ett pris som ligger under det i optionen angivna lösenpriset för att sedan sälja det till utfärdaren för lösenpriset. I det fall då förhållandena är de motsatta, dvs. fondpapperet har ett högre pris på den öppna marknaden än lösenpriset, kommer optionen inte att utnyttjas. I det senare fallet kommer någon blankningsliknande situation aldrig att uppstå. I det första fallet skulle en sådan situation uppstå om options-

innehavaren först begär att optionen skall lösas och sedan köper fondpapperen på den öppna marknaden. För att kunna sälja fondpapper som han inte äger skulle han kunna låna sådana av någon annan och därmed skulle en blankningssituation uppstå. För att undvika ett sådant förfarande kan det vara motiverat att upprätthålla leveranskapacitetskrav även vid innehav av säljoptioner avseende fondpapper. Kravet borde då i princip även gälla innehav av säljoptioner avseende obligationer och aktiefondsandelar.

I praktiken torde dock innehavaren inte begära lösen om han inte äger fondpapperet eftersom han kan få samma utfall på affären genom kvittning, dvs. återförsäljning av optionen, och någon blankningssituation uppkommer då inte.

Kravet på leveranskapacitet när det gäller innehavda säljoptioner kan vidare ifrågasättas från affärsmässiga utgångspunkter. Den som förvärvar en säljoption tror på en negativ värdeutveckling på det fondpapper som optionen avser. Att i ett sådant läge kräva att han förvärvar fondpapperet innan han förvärvar optionen strider mot normala affärsmässiga principer. Det nuvarande leveranskapacitetskravet har också lett till att handeln i säljoptioner avseende aktier är förhållandevis liten.

Den som innehar fondpapper kan av olika skäl vilja behålla dessa även om han tror att marknadsutvecklingen blir negativ. Han kan då genom förvärv av säljoptioner försäkra sitt fondpappersinnehav vid en viss kurs- eller räntenivå. I försäkringsfallet innebär således ett leveranskapacitetskrav beträffande innehavda säljoptioner inget negativt för handeln.

Terminskontrakt avseende försäljning av fondpapper kan vara konstruerade på olika sätt vad gäller leveransskyldigheten. Enligt vissa terminskontrakt kan endast säljaren bestämma om leverans skall ske eller ej medan enligt andra

denna rätt tillkommer både säljaren och köparen. I den första avtalskonstruktionen torde någon blankningssituation inte behöva uppkomma eftersom säljaren knappast begär att få leverera om han inte äger fondpapperen. I stället kommer kontantavräkning att ske. Det andra fallet däremot kan leda till uppkomsten av en blankningssituation och det kan därför vid sådana avtalskonstruktioner vara motiverat med ett leveranskapacitetskrav.

Som framgått ovan är frågan om leveranskapacitet intimt förknippad med blankningsproblematiken. Enligt direktiven till värdepappersmarknadskommittén (Fi 1987:03) har kommittén bl.a. att ta blankningsregeln i fondkommissionslagen under förnyat övervägande. Frågan om leveranskapacitetskravet skall behållas eller ej i options- och terminshandeln kan därför inte slutligt avgöras förrän frågan om blankning skall tillåtas eller ej blivit avgjord. Utredningen anser därför, att det för närvarande inte finns skäl att avvika från den ståndpunkt bankinspektionen intagit såvitt avser utfärdade köpaktieoptioner och terminskontrakt avseende aktier där köparen kan begära leverans och föreslår därför en regel med innehåll att leveranskapacitet skall finnas för nämnda instrument.

Däremot finns, som framgår av vad ovan anförts, enligt utredningens mening inte skäl att under åberopande av blankningsförbudet kräva leveranskapacitet vad gäller innehavda säljaktieoptioner eller terminskontrakt avseende aktier där köparen inte kan begära leverans.

Leveranskapacitet skulle emellertid också kunna motiveras utifrån den utgångspunkten att all handel med optioner och terminer som sker utan att den som går in i handeln äger den underliggande tillgången är osund. En sådan inställning leder till att leveranskapacitet skall upprätthållas för alla optioner och terminer oavsett vilken den underliggande tillgången är. Mot ett sådant synsätt kan dock invändningar

resas. Den som äger en värdepappersportfölj som innehåller aktier kan t.ex. vilja försäkra sig med ränteooptioner eftersom ränteförändringar ofta påverkar aktiekurserna. Ett bättre sätt är att försäkra sig med aktieindexoptioner. Inte heller i det fallet är det dock nödvändigt att den egna aktieportföljen innehåller de aktier indexet är baserat på. Det viktiga är således inte att man innehar de värdepapper som är föremål för options- eller terminshandel utan att man i derivatmarknaden kan hitta något instrument som får en positiv värdeutveckling om värdet på det egna värdepappersinnehavet faller. Det behöver därför inte uppstå någon osund spekulering i anledning av att den som agerar på derivatmarknaden inte äger de värdepapper som derivaten avser.

Leveranskapacitetskravet skulle vidare kunna motiveras av att man vill förhindra prismanipulationer i den underliggande tillgången. Kravet på innehav av aktier vad gäller utfärdade köpaktieoptioner leder nämligen till att en s.k. corner eller squeeze inte kan genomföras, se avsnitten 2.7.2 och 2.7.3. Möjligheterna att utföra prismanipulationer kan dock förhindras genom införande av positionsbegränsningsregler. Sådana regler får också till följd att alltför vidlyftig spekulering motverkas. I avsnitten om positions- och lösenbegränsningar (6.3.3.14 och 6.3.3.15) lämnas en närmare redogörelse om detta. De regler om leveranskapacitet som utredningen föreslår har emellertid som nyss anförts sin bakgrund i det nuvarande blankningsförbudet och inte i riskerna för manipulationer.

Leveranskapacitetskravet kan enligt de villkor som gäller i dag uppfyllas antingen genom deposition av aktierna eller genom anvisande av en s.k. motoption. En motoption utgörs alltid av en innehavd köpaktieoption. Att inneha en sådan köpoption innebär en rätt att köpa aktier till i optionen angivet lösenpris. Den som utfärdar en köpoption eller förvärvat en säljoption avseende aktier kan alltså i

stället för att deponera aktierna anvisa en innehavd köpoption avseende samma aktie. I de fall då motoptionens lösenpris överstiger dagsvärdet på de underliggande aktierna måste ytterligare säkerhet ställas för att leveranskapacitetskravet skall anses vara uppfyllt. Tilläggssäkerheten uppgår till ett belopp som motsvarar skillnaden mellan lösenpriset och börsvärdet på ifrågavarande aktier.

Accepterandet av motoptioner leder till att vissa optionsstrategier, såsom t.ex. en hausse-pris-spread eller en baisse-pris-spread med köpoptioner, se avsnitt 4.1.1, kan utföras utan att den som genomför strategin behöver inneha en enda aktie. Eftersom en hausse-pris-spread och en baisse-pris-spread innefattar utfärdande av köpoptioner har frågan om man skall godta anvisande av en motoption som ersättning för deposition av aktierna anknytning till blankningsproblematiken. Vid utförande av baisse-pris-spread måste tilläggssäkerhet ställas eftersom motoptionen har sämre villkor än den utfärdade köpoptionen medan detta inte behövs vid en hausse-pris-spread. I avbidan på blankningsfrågans lösning bör ett förfarande utfört på ovan beskrivet sätt, enligt utredningens mening, accepteras.

Skulle det introduceras ett terminskontrakt avseende aktier på en optionsbörs där, enligt villkoren, köparen kan begära leverans av de underliggande aktierna, skall, som nämnts, ett leveranskapacitetskrav ställas på säljaren av ett sådant terminskontrakt. Kravet kan i första hand uppfyllas genom deposition och pantförskrivning av aktierna. Även i ett sådant fall bör dock kravet också anses uppfyllt om kunden anvisar ett terminskontrakt där han uppträder som köpare av ifrågavarande aktier (mottermin). I de fall motterminen har sämre villkor måste, på motsvarande sätt som vid anvisande av en motoption, tilläggssäkerhet ställas för att leveranskapacitetskravet skall anses vara uppfyllt.

Utredningen föreslår därför, att den som utfärdar en köption avseende aktier eller säljer aktier på termin, i de fall då köparen enligt villkoren i terminskontraktet, äger rätt att begära leverans skall, vid avtalets ingående, genom deposition och pantsättning av aktierna eller på annat sätt säkerställa att leverans av aktierna kan ske.

6.3.3.13 Frågan om undantag från bestämmelserna om säkerhet och leveranskapacitet

Såsom nämnts upprätthåller clearingorganisationen en garantifunktion i handeln genom att inträda som part i varje transaktion. För att kunna upprätthålla denna garantifunktion återförsäkrar clearingens risken hos den som utfärdar en option eller köper eller säljer en termin genom att från denne kräva säkerhet.

Säkerhetssystemet fungerar i dag hos OM och SOFE i huvudsak på följande sätt. Banker och fondkommissionsbolag är direkt anslutna till handeln vid OM och SOFE. Även andra företag och till och med privatpersoner kan vara direkt anslutna till handeln om de uppträder som market maker i något eller några instrument. Övriga aktörer måste göra sina affärer genom en till handeln ansluten fondkommissionär. Fondkommissionärerna är mot clearingorganisationen ansvariga för både affärer i egen räkning och i kommission. Övriga direktanslutna aktörer står själva ansvariga för sina affärer.

Enligt de villkor för handeln som gäller vid OM och SOFE kan clearingorganisationerna befria vissa kunder från skyldigheten att ställa säkerhet. Bestämmelsen tar sikte på dem som är direkt anslutna till handeln. I affärsledet fondkommissionär/kund har fondkommissionären möjlighet att, med bibehållande av sitt ansvar mot clearingorganisationen, underlåta att kräva att kunden ställer säkerhet för sina åtaganden i handeln. De kunder som blivit befriade från skyldigheten att ställa säkerhet brukar benämnas nollriskkunder.

Vad här sagts om befrielse från att ställa säkerhet gäller även befrielse från leveranskapacitetskravet.

I affärslivet graderas kunder bl.a. efter sin kreditvärdighet. Att bygga upp en god kreditvärdighet kan ta lång tid och kräver upppoffringar. Intresset för att nå dit skulle inte vara så stort om det inte lönade sig på sikt. Mot bakgrund av ett sådant resonemang kan det framstå som naturligt att kunder behandlas olika.

Även i lagstiftningen finns exempel på bestämmelser som anger att kunder kan behandlas olika beroende på kreditvärdighet. T.ex. får enligt 1 kap. 13 § första stycket bankrörelselagen en bank bevilja kredit endast om låntagaren på goda grunder kan förväntas fullgöra låneförbindelsen och dessutom betryggande säkerhet ställs i form av fast eller lös egendom eller i form av borgen. Banken har dock rätt att avstå från säkerhet om den kan anses obehövlig eller om det annars föreligger särskilda skäl. Enligt uttalanden i motiven till bestämmelsen (prop. 1986/87:12, s. 241) är säkerhet obehövlig vid kreditgivning till staten, kommuner eller andra säkra låntagare. Särskilda skäl att avstå från säkerhet kan föreligga då banken på objektiva grunder hyser förtroende för en lånesökande eller då fråga är om mindre lån.

Handeln med optioner och terminer kan innefatta ett mycket stort risktagande, vilket kan medföra att stora förluster uppstår på kort tid. Detta har belysts inte minst av vad som inträffat i samband med den kraftiga börsnedgången hösten 1987. I början av oktober 1987 kunde man således t.ex. utfärda indexoptioner med lösenindex 660 och med slutdag den 27 november 1987. Den premie som erhöles i samband med utfärdandet uppgick uppskattningsvis till ca 3 500 kr. På slutdagen hade emellertid indexet sjunkit till ca 445 vilket innebar att varje utfärdad säljoption medförde en förlust på 21 500 kr. minus erhållen premie 3 500 kr., dvs. 18 000 kr.

Redan vid 100 st. utfärdade optioner uppkom en förlust på 1 800 000 kr. Exemplet visar hur snabbt läget kan förändras i optionshandeln. Samma sak gäller även i handeln med terminer. Mot denna bakgrund måste det lämpliga i att göra traditionella kreditvärdighetsbedömningar i denna typ av handel ifrågasättas.

Deposition och pantförskrivning av tillgångar för ställande av säkerhet medför emellertid att resurser binds. Dessa resurser kan inte satsas på annat och man kan därför se det så att ställande av säkerhet kostar pengar. Den som slipper ställa säkerhet får därmed en fördel framför andra aktörer i handeln. Förekomsten av s.k. nollriskkunder leder således till att aktörerna på marknaden konkurrerar på olika villkor. Detta är som framgått ovan inget unikt i affärslivet men förhållandet strider mot en av de principer som bör gälla för börshandel, nämligen att alla kunder skall behandlas lika.

Enligt utredningens bedömning bör det inte få finnas några undantag från kraven på säkerhet och leveranskapacitet. Detta förhållande har kommit till uttryck i utredningens tidigare nämnda förslag att säkerhet alltid skall ställas och att leveranskapacitet skall finnas i vissa, särskilt uppräknade fall. Några nollriskkunder skall således inte få förekomma. Det bör observeras att även bankerna av likformighets- och rättviseskäl skall ställa säkerhet i handeln i samma utsträckning som alla andra.

Utredningen är medveten om att kravet att även bankerna skall ställa säkerhet kan medföra vissa svårigheter, som har samband med deras emissionsverksamhet i utlandet. Vid genomförandet av ett sådant emissionsprogram måste en bank garantera, att ingen annan har fått bättre säkerhet av banken än den banken lämnar vid emissionen.

Utredningens förslag innebär emellertid att säkerhetskravet fastställs i lag. Något undantag från den föreslagna bestämmelsen finns inte. Det förhållandet att en bank följer lagens bestämmelser och ställer säkerhet borde inte innebära att bankens kreditvärdighet därmed kan ifrågasättas. Enligt utredningens bedömning utgör därför de svårigheter som här antytts inte skäl att införa ett undantag från säkerhetskravet för banker.

Ett speciellt problem i detta sammanhang är att kommuner inte har möjlighet att pantsätta egendom. Enligt 4 kap. 7 § andra stycket kommunallagen (1977:178) får kommun och landstingskommun inte upplåta panträtt i sin egendom till säkerhet för fordran. Säkerhetskravet torde en kommun kunna uppfylla genom att ställa bankgaranti. Däremot är det inte möjligt för en kommun att uppfylla leveranskapacitetskravet genom deposition och pantförskrivning av de underliggande aktierna. Det synes dock inte föreligga något behov för en kommun att engagera sig i handeln med optioner och terminer avseende aktier. Någon anledning att föreslå en ändring i kommunallagen eller att föreslå ett undantag från leveranskapacitetskravet såvitt avser kommuner kan därför inte anses vara motiverat. Detta får till följd att en kommun kommer att ha begränsade möjligheter att agera i derivathandeln avseende aktier.

6.3.3.14 Positions begränsningar

Positions begränsning, innebär att det sätts ett tak för hur många optioner eller terminer avseende samma underliggande tillgång som en enskild kund får köpa eller sälja. Syftet med en sådan begränsning kan vara att förhindra eller minska risken för manipulationer och att begränsa den totala risk som någon får utsätta sig för i handeln. Genom att införa regler om positions begränsningar i handeln kan man också uppnå att aktörerna blir mer jämspelta, vilket är till fördel för marknadens funktion.

Behovet av positionsbegränsningsregler för att förhindra förekomsten av prismanipulationer är störst när det gäller optioner och terminer avseende aktier. Så länge kravet på leveranskapacitet består vad gäller utfärdade köpoptioner avseende aktier och försäljning av aktier på termin så saknas det i praktiken möjlighet att utföra en s.k. corner eller squeeze, se avsnitten 2.7.2 och 2.7.3. Däremot finns det vissa möjligheter att utföra s.k. mini-manipulationer samt capping och pegging, se avsnitten 2.7.4 och 2.7.5. De tre sistnämnda typerna av manipulationer har det gemensamt att någon genom stora köp eller försäljningar av aktier påverkar aktiekursen i önskad riktning för att sedan dra fördel av detta i derivathandeln. Möjligheterna att utföra dessa manipulationer kvarstår emellertid även om man inför positionsbegränsningsregler på derivatmarknaden. Att vidta åtgärder för att manipulera priset på den underliggande tillgången innefattar dock ett ganska stort risktagande. För att någon skall vara villig att ta en sådan risk måste möjligheten till vinst vara god om manipulationen lyckas. Genom en positionsbegränsningsregel kan man begränsa den potentiella vinsten och därmed minskar också intresset för att utföra dessa eller andra typer av manipulationer.

Ett index baserat på flera olika aktier påverkas av kursutvecklingen för de enskilda aktierna. Genom stora köp eller försäljningar av de i indexet ingående aktierna kan indexvärdet påverkas. Ju fler olika aktier som ingår i ett index desto svårare är det att påverka och därmed minskar risken för manipulationer. Det är dock inte bara antalet ingående aktier, som avgör om indexet är lätt eller svårt att påverka, utan också om indexet domineras av ett eller ett par aktier. I ett index kan olika aktier tillmätas olika tyngd, t.ex. i förhållande till bolagets aktiekapital. Kursförändringen hos aktierna i ett aktiebolag med ett stort aktiekapital ger alltså större utslag på indexet än kursförändringen på aktierna i ett mindre bolag. Domineras ett index av ett eller ett par aktier uppnås en förhållande-

vis stor förändring av indexvärdet genom insatser riktade enbart mot dessa aktier. I hos OM och SOFE begagnade index ingår emellertid de 30 resp. 16 av de mest omsatta aktierna på Stockholms fondbörs. Det torde därför vara relativt svårt för någon att påverka storleken av dessa index i syfte att tjäna pengar i options- och terminsmarknaden. Man kan dock inte bortse från risken härför.

Manipulationer inom obligationsmarknaden syftar till att påverka den allmänna räntenivån. För att detta skall lyckas krävs avsevärda insatser i vart fall om ränteförändringen skall bestå en tid. Möjligheterna för en aktör att påverka marknadsräntan under en kortare tidsrymd kan dock inte uteslutas. Stängningsräntan för ränteoptioner fastställs vid ett visst klockslag en viss dag. Man kan därför inte bortse från möjligheten av manipulationer strax före detta klockslag. Vissa möjligheter till s.k. capping eller pegging torde därför finnas även vad gäller ränteoptionerna.

Mot bakgrund av vad som sagts föreslår utredningen, i syfte att begränsa möjligheterna till manipulationer, att villkoren för handeln skall innehålla regler som begränsar det antal positioner någon får inta i handeln.

Begränsningsreglerna bör avse antalet optioner eller terminer på samma sida. Därmed förstås vad gäller optionerna att antalet utfärdade köpoptioner får kvittas mot antalet innehavda köpoptioner avseende samma underliggande tillgång innan det fastställs om begränsningsregeln överskridits. Motsvarande gäller för utfärdade och innehavda säljoptioner. Däremot skall antalet innehavda säljoptioner läggas ihop med antalet utfärdade köpoptioner och antalet utfärdade säljoptioner med antalet innehavda köpoptioner allt under förutsättning av att optionerna avser samma aktie, obligation, index osv.

När det gäller terminerna kvittas antalet sålda kontrakt med antalet köpta kontrakt avseende samma underliggande tillgång.

Om det förekommer optioner och terminer avseende samma underliggande tillgång bör begränsningsregeln avse summan av antalet optioner och terminer på samma sida. Därvid bör en köpt termin, en innehavd köpoption och en utfärdad säljoption läggas ihop när regeln tillämpas eftersom nämnda produkter ger ett positivt utfall i en uppåtgående marknad. Även en såld termin, en innehavd säljoption och en utfärdad köpoption bör anses vara på samma sida eftersom dessa ger ett positivt utfall i en nedåtgående marknad.

En positionsbegränsningsregel som gäller optioner och terminer avseende aktier bör i princip vara relaterad till antalet utestående aktier i resp. aktiebolag och till aktieomsättningen i dessa aktier. Skälet härtill är att det är lättare att manipulera aktiekursen på aktier i ett mindre bolag och detta gäller särskilt om omsättningen av aktierna är låg. Avser optionerna eller terminerna aktier i ett mindre bolag bör därför det antal positioner någon får inta sättas relativt lågt. Avser de i stället aktier i ett större bolag bör antalet positioner kunna sättas högre. Hänsyn måste också tas till hur många aktier en option eller termin avser enligt de standardiserade villkoren.

I dag förekommer ingen börshandel med aktier på termin. Däremot finns sådan handel med aktieoptioner. Enligt nuvarande handelsregler avser varje option 100 st. aktier och för närvarande finns sådana optioner bara på de mest likvida aktierna på Stockholms fondbörs A:1-lista. Så länge dessa garantier för likviditet föreligger torde det inte finnas skäl att uppställa olika begränsningsregler för de skilda aktieoptionerna.

Såsom tidigare nämnts är det lättare att manipulera ett aktieindex ju färre aktier som ingår i detsamma. Det är också lättare att manipulera ett index om det domineras av en eller ett par aktier. Begränsningsregeln måste därför utformas med hänsyn till angivna faktorer. Hänsyn måste också tas till storleken av det underliggande värdet.

Det underliggande värdet vad gäller OM:s och SOFE:s indexinstrument motsvarar i stort sett varandra. Indexserierna är som nämnts baserade på de 30 resp. 16 mest omsatta aktierna på fondbörsens A:1-lista. Såsom förutsättningarna är i dag saknas därför enligt utredningens mening skäl att ha olika positionsbegränsningsregler för OM:s resp. SOFE:s indexinstrument. Det tak som sätts upp för resp. börs' instrument bör avse summan av antalet optioner och terminer på samma sida eftersom de avser samma index.

De ränteoptioner och ränteterminer som i dag erbjuds marknaden av OM avser riksobligationer. Handel med terminskontrakt avseende riksobligationer förekommer dock i betydande omfattning också på den i avsnitt 3.2.5 beskrivna telefonmarknaden. Ränteoptionerna förfaller samtidigt som terminshandeln i motsvarande terminskontrakt upphör. I princip fastställs stängningsräntan för ränteoptionerna och ränteterminerna utifrån samma utgångspunkter. På den terminsmarknad för riksobligationer som ligger utanför OM finns inga positionsbegränsningsregler. Det kan därför i och för sig ifrågasättas om det är särskilt meningsfullt att sätta upp en positionsbegränsningsregel vad gäller ränteoptioner och ränteterminer som syftar till att begränsa intresset för att manipulera stängningsräntan inom börs-handeln. Även om en sådan regel på grund av vad nyss sagts endast skulle få en marginell betydelse anser utredningen det av likformighetsskäl vara motiverat att den föreslagna positionsbegränsningsregeln skall gälla även för börs-handel med ränteoptioner och ränteterminer.

I samband med de stora kursfallen på aktier under hösten 1987 och i anledning av att det kom fram att banker och försäkringsbolag gjort stora förluster bland annat på optionsmarknaden startade i massmedia en debatt om inte främst bankers och försäkringsbolags möjligheter att agera i denna marknad borde begränsas. Förlusterna hade uppkommit på grund av dels att man i egna affärer tagit alltför stora risker genom att inta stora positioner på samma sida, dels vad gäller bankerna att man underlåtit att ta in säkerhet i samband med kommissionsaffärer.

Den positionsbegränsning som utredningen föreslår syftar till att sätta ett tak för varje enskild kunds engagemang i handeln. Avsikten är således inte att de affärer en fondkommissionär gör i kommission skall belasta den egna limiten. Detta medför att en sådan begränsningsregel endast förhindrar t.ex. en bank att i egna affärer utsätta sig för alltför stora risker.

Risken för förluster vid kommissionsaffärer på grund av att säkerhet ej krävts motverkas genom att nollriskbegreppet avskaffas i options- och terminshandeln.

Olika aktörer förvaltar kapital utifrån skilda förutsättningar. Kapitalet är också olika stort. Banker och försäkringsbolag är skyldiga att skydda sina kunder mot ekonomiska förluster. Det kapital de förvaltar skall ge bästa möjliga avkastning under betryggande former. Detta innebär att gjorda kapitalplaceringar inte får vara så riskfyllda att de äventyrar spararnas eller försäkringstagarnas kapital. Även andra institutioner och företag såsom kommuner, fondkommissionsbolag, m.fl. har att utifrån i lag angivna förutsättningar förvalta kapitalet på bästa sätt under betryggande former.

Nu uppräknade institutioner och företag har dock en betydande kapitalstyrka och det skulle krävas avsevärda fel-

spekulationer för att verksamheten skulle vara i fara. För en enskild person däremot kan redan ett begränsat deltagande i handeln leda till en ekonomiskt bekymmersam situation. En begränsningsregel skulle kunna syfta till att ingen skall försättas i en situation där han inte kan fullgöra sina skyldigheter i börshandeln med optioner och terminer. Detta skulle, om man beaktade vars och ens ekonomiska styrka, emellertid leda till mycket differentierade regler.

Enligt utredningens mening går det inte att uppställa positionsbegränsningsregler utifrån varje enskild kunds ekonomiska styrka. Varje kund skall enligt vad tidigare föreslagits ställa säkerhet för sina åtaganden i handeln eller betala premien vid förvärv av optioner. Redan dessa förhållanden gör att kapitalsvaga kunder inte kan inta fler positioner än de har råd med. En bank, ett försäkringsbolag och liknande företag har däremot betydande resurser och kan därigenom utsätta sig för en betydande riskexponering. Även om detta endast leder till begränsade förluster kan ett alltför stort risktagande från deras sida leda till att allmänhetens förtroende för dessa företag minskar. Det skulle därför vara olyckligt om allmänheten, med rätt eller orätt, fick det intrycket att deras sparade medel i betydande omfattning användes i utpräglat riskfyllda options- eller terminsaffärer. För att motverka en sådan utveckling anser utredningen att en begränsningsregel också bör syfta till att riskexponeringen i den börshandel som här avses minskas.

Ett alltför stort risktagande från vissa kunder kan som sagts leda till att allmänhetens förtroende för handeln inte kan upprätthållas. Att positionsbegränsningsreglerna också måste utformas från denna utgångspunkt följer redan av den grundsats på vilken lagen bygger.

Tillvägagångssättet när det gäller fastställande av den maximala positionsnivån bör vara följande. Först fastställs

den nivå som motiveras av riskerna för prismanipulationer. När detta gjorts bör en allmän bedömning göras om den satta nivån är för hög i förhållande till de syften som lagens allmänna grundsats skall tillgodose. Är så fallet måste alltså en sänkning till en godtagbar nivå ske.

Ytterligare ett par frågor bör beröras innan frågan om positionsbegränsningar kan anses vara avklarad, nämligen om det finns skäl att den fastställda nivån skall gälla för varje optionsbörs eller om positioner intagna på olika optionsbörser skall summeras. Dessutom bör begränsningsreglernas negativa inverkan på handeln diskuteras.

De indexinstrument som OM och SOFE erbjuder marknaden liknar varandra. Värdeutvecklingen för dem är likartad och de aktier som ingår i de båda indexserierna OMX och SX 16 är delvis gemensamma. Manipulationer riktade mot OMX kan därför ge ungefär samma effekt på SX 16. Samma riskexponering kan uppnås oavsett om man handlar i OMX eller SX 16. Det kan därför ifrågasättas om inte en positionsbegränsningsregel borde avse summan av positioner i OMX och SX 16. Samma förhållande gäller de aktieoptioner som erbjuds av både OM och SOFE och som avser samma aktier.

De skäl som tidigare anförts till stöd för en positionsbegränsningsregel talar i och för sig för att det sker en summering av antalet positioner mellan olika börser vad gäller optioner eller terminer med samma underliggande tillgång eller baserade på samma eller ett liknande index. Kontrollen av att en sådan begränsningsregel följs skulle t.ex. kunna utföras av det av OM och SOFE gemensamt ägda bolaget Clearing Control Handelsbolag (CC). En sådan kontroll skulle dock bli komplicerad. För att den skulle fungera torde krävas, att både OM och SOFE kontinuerligt till CC rapporterade antalet positioner för varje kund, för att CC sedan skulle kunna summera de positioner som intagits på OM och SOFE.

I en situation där det visade sig att en kund överskridit begränsningsregeln genom att inta positioner vid flera optionsbörser skulle det möjligen kunna uppstå tvist vid vilken av börserna positionen skulle minskas.

Som framgår ovan har utredningen funnit att risken för manipulationer är relativt liten vad gäller de derivatinstrument som finns på den svenska marknaden i dag. Vidare torde banker, försäkringsbolag, kommuner m.fl. liknande företag och institutioner numera vara betydligt mer försiktiga vad gäller riskexponeringen i handeln. Mot bakgrund härav torde en positionsbegränsningsregel som gäller de sammanlagda positionerna vid flera optionsbörser endast få begränsade fördelar. Med beaktande av detta och även av de kontrollsvårigheter och andra problem som en sådan regel skulle föra med sig finner utredningen inte tillräckliga skäl föreligga att föreslå att en sådan regel införs.

En positionsbegränsningsregel kan få vissa negativa återverkningar på handeln. Den kan leda till att likviditeten sjunker och att den som vill försäkra sig mot kursfall i den egna värdepappersportföljen inte kan göra det fullt ut.

När det gäller likviditetsminskningen anser utredningen att den effekten inte kan undvikas. De skäl som anförts för positionsbegränsning väger alltså i detta sammanhang tyngre.

För större aktörer kan det innebära en nackdel att inte kunna försäkra hela sin värdepappersportfölj genom att köpa säljoptioner. I de fall då det verkligen är frågan om försäkring torde man inte kunna rikta några allvarligare erinringar mot förfarandet. I den situationen föreligger inte någon risk för manipulationer och inte heller innefattar innehavet av säljoptionerna något risktagande utöver premien.

Enligt de positionsbegränsningsregler som gäller i USA kan verkställande direktören för en börs medge undantag från regeln. Utredningen anser att det på motsvarande sätt bör öppnas en möjlighet för ledningen för en clearingorganisation att, om särskilda skäl föreligger, medge undantag från en positionsbegränsningsregel. Särskilda skäl bör t.ex. anses föreligga om fråga är om en ren försäkrings-situation.

En positionsbegränsningsregel måste för att den skall vara verkningsfull kunna kontrolleras. Om inte någon kund hos en optionsbörs tillåts att ha mer än ett konto kan antalet positioner kontrolleras utan svårighet. Såsom handeln fungerar i dag är det dock inget som hindrar en kund från att ha mer än ett konto och för OM och SOFE/Clearingbolaget är kontona anonyma. Genom medverkan av det av OM och SOFE startade företaget Clearing Control Handelsbolag skulle det även med bibehållande av det nuvarande kontosystemet kunna utföras en positionskontroll, se avsnitt 3.2.4. Såsom utredningens förslag är utformat ankommer det på clearingorganisationen att presentera en metod för sådan kontroll. Vilken metod som väljs bör alltså ankomma på clearingorganisationen att ange. Det väsentliga är att den fungerar i praktiken.

6.3.3.15 Lösenbegränsningsregler

Med lösenbegränsning avses att en part, under en viss tidsperiod, inte får begära leverans av den underliggande tillgången i fråga om ett större antal optioner eller terminer än som särskilt fastställts.

Syftet med att införa lösenbegränsningsregler är främst att minska effekterna i en corner - eller squeezesituation. Här beskrivs därför först kortfattat hur sådana manipulationer fungerar (en utförligare beskrivning finns i avsnitten 2.7.2 och 2.7.3) och därefter diskuteras om det är

motiverat att införa lösenbegränsningsregler mot bakgrund av möjligheterna att utföra otillbörliga affärer av detta slag.

En corner eller squeeze i derivathandeln uppstår när det förekommer brist på leveransbara kvantiteter i den underliggande tillgången. Den som utför manipulationen har själv skapat bristsituationen eller utnyttjar en sådan situation som uppkommit av andra orsaker. Bristsituationen utnyttjas genom att den som genomför manipulationen förvärvar köpoptioner avseende bristvaran eller köper den på termin i sådan mängd, att han kontrollerar en större mängd av den underliggande varan än vad som är möjligt att leverera för den eller de som utfärdat köpoptionerna eller sålt varan på termin. När den som utfört manipulationen begär leverans i enlighet med options- eller terminskontrakten, kan de som är skyldiga att leverera tvingas att köpa bristvaran av den som utfört manipulationen eller av andra till priser som dikteras av dem.

Genom att begränsa det antal optioner eller terminer någon får inneha minskar möjligheterna att genomföra en corner eller en squeeze. Det borde då vara tillräckligt med enbart de av utredningen tidigare föreslagna positionsbegränsningsreglerna. Man kan emellertid tänka sig en situation då den som vill utföra en corner eller en squeeze intar det antal positioner som uppställs i positionsbegränsningsregeln och därefter utnyttjar dessa positioner genom lösen, att han omedelbart därefter ånyo intar samma antal positioner och därefter på nytt utnyttjar dessa genom lösen osv. På detta sätt skulle alltså en positionsbegränsningsregel komma att sakna eftersträvad effekt, om man inte samtidigt införde regler om lösenbegränsning.

Lösenbegränsningsregler fyller till att börja med en funktion i de fall då säkerhet ställs i form av marginalsäkerhet. Såsom anges i avsnittet om leveranskapacitet (6.3.3.12)

föreslår utredningen vad avser optioner och terminer avseende aktier att leveranskapacitet skall finnas, såvitt nu är i fråga, för utfärdade köpoptioner och vid försäljning på termin, redan vid avtalets ingående. Utifrån risken för en corner eller squeezesituation saknas det skäl att i de fall leveranskapacitetskravet uppfylls genom pantsättning av aktierna införa lösenbegränsningsregler såvitt avser aktieoptioner och terminer avseende aktier.

Om leveranskapacitetskravet i stället uppfylls genom anvisande av en motoption kan dock, åtminstone i teorin, en cornerliknande situation uppstå. Följande exempel kan illustrera detta. A förvärvar ett stort antal köpoptioner med lösenpriset 100 kr., vilket ungefär motsvarar aktiekursen. Samtidigt utfärdar han ett stort antal köpoptioner med lösenpriset 150 kr. A förvärvar också en så stor del av de underliggande aktierna att det uppstår en brist på leveransbara aktier i det fall han begär lösen. De köpoptioner som A innehar har utfärdats av B som också förvärvat de av A utfärdade optionerna. Sistnämnda optioner anvisar B som motoptioner för dem han utfärdat. A begär nu lösen vad gäller de av honom innehavda optionerna. B utses att leverera aktierna till A. För att kunna fullgöra denna skyldighet är B - eftersom det inte finns några aktier att få tag i på den öppna marknaden - tvungen att i sin tur begära lösen. A utses att leverera aktierna till B vilket sker till lösenpriset 150 kr./st. varefter B i sin tur endast får ut 100 kr./st. av A.

Det är tveksamt om denna situation kan uppstå i praktiken. De i dag noterade aktieoptionerna avser endast aktier i de största bolagen i Sverige. Det verkar därför osannolikt att någon skulle kunna samla på sig så mycket aktier som skulle krävas.

Vad gäller övriga optioner och terminer har utredningen inte föreslagit något krav på leveranskapacitet. Därav

följer dock inte automatiskt att det är motiverat att införa lösenbegränsningsregler.

Den underliggande tillgången vad gäller de i Sverige förekommande indexoptionerna och indexterminerna utgörs av andelar i olika aktiefonder. Dessa aktiefonder är s.k. öppna fonder, vilket innebär att antalet andelar i fonden inte är begränsat. Konsekvensen härav blir att det aldrig kan uppstå en bristsituation vad gäller aktiefondsandelar. Det är därför knappast motiverat med lösenbegränsningsregler vad gäller indexinstrumenten såsom de är utformade i dag. Dessutom kan tilläggas att, såvitt känt, lösen hittills aldrig begärts vad gäller dessa instrument.

När det gäller ränteoptioner och ränteterminer utgörs den underliggande tillgången av en riksobligation å nominellt en miljon kr. (kontraktsobligation). Enligt de villkor som gäller för handeln i dag finns det möjlighet för optionsutfärdaren eller den som säljer på termin att leverera även andra obligationer än kontraktsobligationen. Med hänsyn härtill framstår det som osannolikt att det skulle kunna uppstå en bristsituation av leveransbara obligationer. Utifrån den här diskuterade utgångspunkten saknas det därför skäl att införa lösenbegränsningsregler vad gäller de nuvarande ränteinstrumenten.

Såsom de standardiserade villkoren för ränte- och indexinstrument är utformade i dag av OM och SOFE och med beaktande av det föreslagna leveranskapacitetskravet vad gäller aktieoptionerna, framstår det som tveksamt om det är motiverat med ett obligatoriskt krav på lösenbegränsningsregler i handeln. Förutsättningarna kan dock komma att ändras, t.ex. genom att nya instrument introduceras. Utredningen föreslår därför, att handelsvillkoren skall innehålla regler om lösenbegränsningar endast i den mån det behövs för att motverka otillbörlig påverkan av värdet på den underliggande tillgången.

Om någon, när lösenbegränsningsregler finns, begär lösen av det maximala antalet positioner som tillåts enligt begränsningsregeln bör han inte för all framtid vara förhindrad att på nytt avsluta sina positioner genom lösen. En lösenbegränsningsregel bör därför avse en bestämd tidsperiod. De ränteoptioner och de indexoptioner som är föremål för handel i dag är av europeisk typ. Detta innebär att leverans endast kan förekomma i samband med slutdagen. När det gäller aktieoptionerna är dessa av amerikansk typ och leverans kan begäras när som helst under löptiden. Erfarenhetsmässigt förekommer lösen av aktieoptioner företrädesvis i samband med slutdagen. Detta innebär att den kritiska tidpunkten vad gäller lösen inträffar i samband med slutdagen. Det förhållandet torde gälla för alla typer av optioner och terminer. Mot bakgrund härav kan den tidsperiod under vilken en lösenbegränsningsregel skall gälla sättas relativt kort. Även det förhållandet att en manipulation för att lyckas måste utföras och avslutas på kort tid leder till denna bedömning. Enligt utredningens mening skulle en tänkbar modell vara, att efter amerikansk förebild låta begränsningsregeln gälla under fem på varandra följande bankdagar.

6.3.3.16 Tillsyn

Som tidigare konstaterats anser utredningen att optionsbörsverksamhet och clearingverksamhet bör stå under det allmännas kontroll. Tillsynen av verksamheten bör utövas av bankinspektionen. På grund av verksamhetens karaktär kan de flesta bestämmelserna om tillsynen utformas efter förebild av lagen om Stockholms fondbörs eller fondkommissionslagen.

Bankinspektionen föreslås få till uppgift att övervaka att den verksamhet som bedrivs av en optionsbörs och en clearingorganisation fungerar på ett tillfredsställande sätt och i överensstämmelse med lag samt med villkoren för handeln.

Inspektionen skall vidare följa verksamheten i den mån det behövs för kännedom om förhållanden som är av betydelse för en sund utveckling av börshandeln. Ledningen för en optionsbörs och en clearingorganisation föreslås bli skyldiga att hålla protokoll m.m. tillgängliga för bankinspektionen och även lämna inspektionen de upplysningar om verksamheten som den begär. I likhet med vad som gäller för fondkommissionsbolagen föreslås att bankinspektionen när den finner det behövligt eller när regeringen beslutar det skall ha rätt att göra undersökning hos en optionsbörs eller en clearingorganisation. Om det behövs för att vinna klarhet i något förhållande som rör verksamheten vid optionsbörsen eller clearingen, och detta inte kan ske på enklare sätt, föreslås att bankinspektionen får möjlighet att kalla till sammanträde med ledningen för optionsbörsen eller clearingorganisationen.

För att förhindra att ett av optionsbörsen eller clearingorganisationen fattat beslut, som strider mot lag eller mot villkoren för handeln, verkställs föreslås, att bankinspektionen ges möjlighet att förbjuda att beslutet verkställs. Har beslutet redan verkställts, föreslås att inspektionen ges rätt att förelägga ledningen att göra rättelse, naturligtvis under förutsättning av att rättelse kan vidtas. Vidare föreslås att inspektionen skall kunna förelägga ledningen att fullgöra de skyldigheter som följer av lag. Det kan t.ex. röra sig om skyldigheten att kontrollera att positionsbegränsningsreglerna eller säkerhetskraven följs. Som sanktionsmedel föreslås att förbud och förelägganden får förenas med vite.

Som ett yttersta medel för upprätthållandet av det allmännas kontroll, bör bankinspektionen ges möjlighet att under vissa förutsättningar förbjuda verksamheten. Så bör kunna ske vid brott mot de förutsättningar som anges i lagen eller om verksamheten eljest bedrivs på ett sätt som motverkar en sund utveckling. Förbud bör meddelas endast om det är

frågan om en allvarlig överträdelse. Avsikten är inte att varje överträdelse skall leda till att verksamheten förbjuds. Det är först när det framgår att optionsbörsen eller clearingorganisationen vägrar att låta sig tillrättaföras som förbud bör tillgripas. Underlåter en optionsbör vid flera tillfällen att följa villkoren för handeln, t.ex. genom att inte borsstoppa handeln när detta skall göras eller genom att låta anställda handla med optioner eller terminer eller om clearingorganisationen underlåter att kontrollera att säkerhetskraven eller positionsbegränsningsreglerna följs, kan det bli aktuellt att meddela förbud. I de fall då överträdelserna inte är så allvarliga att förbud är påkallat, ges inspektionen rätt att meddela skriftliga erinringar. Vid mindre allvarliga missförhållanden bör inspektionen ges möjlighet att i särskilt beslut göra anmärkning om det.

Om det förekommer upprepade anledningar till erinran på ett eller flera områden, utan att överträdelserna sedda var för sig framstår som särskilt allvarliga, kan det vara ett tecken på en allmän olämplighet hos ledningen för en optionsbör eller en clearingorganisation. En sådan allmän olämplighet bör kunna uppfattas som en tydlig signal om att en sund utveckling av verksamheten motverkas. Den bör därför kunna leda till att verksamheten förbjuds.

Bankinspektionen skall när det gäller bl.a. banker och fondkommissionsbolag utse en revisor att med övriga revisorer delta i revisionen av dessa företag. Genom revisorns arbete ges inspektionen möjlighet till en mer kontinuerlig inblick i verksamheten. Att inspektionen får denna fortlöpande kännedom om hur verksamheten bedrivs är viktigt också i fråga om optionsbörser och clearingorganisationer. Utredningen föreslår därför att inspektionen även för dessa subjekt skall utse en revisor.

6.3.3.17 Avgifter vid optionsbörs och clearingorganisation

En grundläggande förutsättning för effektiv börsverksamhet är att avgifterna hålls på en rimlig nivå. Den förutsättningen gäller generellt och alltså oberoende av i vilken institutionell form verksamheten bedrivs. Målet att hålla avgifterna nere kan uppnås om flera optionsbörser och clearingorganisationer konkurrerar med varandra. För att konkurrensen skall få denna effekt krävs att det finns verklig konkurrens mellan flera företag på marknaden. Den svenska marknaden för standardiserade optioner och terminer är emellertid för närvarande inte sådan att det kan antas bli fråga om annat än fåtalskonkurrens. En fri prissättning kan i denna situation leda till att avgifterna till optionsbörser och clearingorganisationer kan hamna på en för hög nivå. Enligt utredningens mening bör det därför finnas en möjlighet för regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer att ange de högsta avgifter som får tas ut av en optionsbörs eller en clearingorganisation.

6.3.3.18 Tystnadsplikt

För att de kunder som handlar med de optioner och terminer som saluförs vid en optionsbörs skall kunna känna förtroende för dem som i sin tjänst eller genom erhållet uppdrag får insyn i deras affärsförhållanden eller personliga förhållanden är det av vikt att veta att sådana kunskaper inte sprids vidare. Det framstår därför som väsentligt att överväga om det är erforderligt att införa en bestämmelse om tystnadsplikt för befattningshavare vid och uppdragstagare hos en optionsbörs eller en clearingorganisation som på grund av sin ställning kan få kännedom om förhållanden som nyss nämnts.

I 36 § lagen om Stockholms fondbörs stadgas, att den som är eller har varit ledamot av börsstyrelsen, styrelse-

suppleant eller befattningshavare vid fondbörsen ej får obehörigen yppa eller nyttja vad han under uppdraget eller i tjänsten har fått veta om annans affärsförhållanden eller personliga förhållanden. Den som bryter mot bestämmelsen kan dömas för brott mot tystnadsplikt enligt 20 kap. 3 § brottsbalken.

I motiven till bestämmelsen om tystnadsplikt för vissa personer knutna till Stockholms fondbörs (prop. 1975/76:175 s. 25 f.) angavs, att en förutsättning för att ansvar skulle kunna utkrävas var att yppandet eller nyttjandet av vad som meddelats skett obehörigen. Som exempel härpå nämndes, att den som omfattas av tystnadsplikten i sina privata aktieaffärer utnyttjar en uppgift om ett börsbolag som han erhållit i förtroende inom fondbörsen. I motiven framhölls vidare, att tystnadsplikten kan brytas av vittnesplikt eller annat tvingande skäl samt att obehörigt yppande eller nyttjande inte torde föreligga om den som berörs av åtgärden lämnat medgivande till den eller uppenbarligen inte kan lida någon skada därigenom. I motiven påpekades, att revisorer som utsågs för att granska fondbörsens räkenskaper och förvaltning räknas som befattningshavare och de omfattas sålunda av bestämmelsen.

Enligt 20 kap. 3 § första stycket brottsbalken skall den som yppar vad han till följd av lag eller annan författning är pliktig att hemlighålla eller som olovligen utnyttjar sådan hemlighet dömas till böter eller fängelse i högst ett år. Stadgandet förutsätter uppsåt. Av andra stycket i nämnda stadgande framgår att även gärning som begås av oaktsamhet är straffsanktionerad och att påföljden då är böter. I ringa fall döms ej till ansvar.

Den verksamhet som bedrivs av en optionsbörs är likartad den verksamhet som bedrivs vid Stockholms fondbörs. Det framstår därför som naturligt att en bestämmelse om tystnadsplikt, motsvarande den som gäller för fondbörsen,

även införs vad gäller en optionsbörs. I börshandeln med optioner och terminer kan även befattningshavare vid och uppdragstagare hos en clearingorganisation få kännedom om kundernas affärsförhållanden och personliga förhållanden. En regel om tystnadsplikt bör därför även omfatta denna grupp. Utredningen föreslår därför en bestämmelse om tystnadsplikt för den som är eller har varit styrelseledamot, styrelsesuppleant eller befattningshavare vid en optionsbörs eller en clearingorganisation tas in i lagen.

6.3.3.19 Förbud mot handel i vissa fall

Enligt anställningsavtalen är personalen vid OM och SOFE förbjuden att göra egna affärer i optioner och terminer, som saluförs på den egna arbetsplatsen. Bestämmelsen innefattar också hinder för personal vid OM att göra egna affärer på SOFE och tvärtom. Förbudet gäller också för make/maka eller sambo och för den anställdes omyndiga barn samt för juridisk person över vars verksamhet den anställda har ett väsentligt inflytande. Däremot finns det inte något hinder för personalen vid OM och SOFE att göra affärer för annans räkning.

Den som är anställd vid en optionsbörs eller en clearingorganisation bör enligt utredningens mening inte för egen eller annans räkning få göra affärer med standardiserade optioner eller terminer. Det är uppenbarligen av stor betydelse att de som är anställda vid en optionsbörs eller en clearingorganisation omfattas av allmänhetens förtroende. Dessa personer har eller kan lätt skaffa sig speciella kunskaper om handeln och utnyttja dessa för egen vinning. Ett sådant utnyttjande skulle onekligen uppfattas som stötande. Samtliga anställda bör omfattas av ett sådant förbud. Även befattningshavarens make/maka, sambo och omyndiga barn bör omfattas av förbudet. Vidare bör även juridisk person över vilken befattningshavaren eller uppräknade närstående har ett avgörande inflytande vara förhindrad att handla

med optioner och terminer. Skälet härtill är att förbudet annars utan svårighet skulle kunna kringgås. Även utsedda revisorer är att anse som befattningshavare och omfattas således av förbudet. Däremot saknas det anledning att låta den som utan att vara anställd är styrelseledamot eller styrelsesuppleant omfattas av bestämmelsen. Skälet härtill är att en sådan person inte deltar i det dagliga arbetet vid optionsbörsen och clearingorganisationen. Han har därför inte samma möjligheter som de anställda att skaffa sig kunskaper om handeln.

Begreppet för annans räkning bör närmare klargöras. Som nämnts i avsnitt 3.2.1.1, upprätthåller OM i sin verksamhet en brokerfunktion. Detta innebär att hos OM anställd personal i vissa situationer arbetar med att få till stånd avslut när det gäller större eller mer komplicerade order. Denna mäklarverksamhet kan vara passiv i det att OM:s personal söker para ihop affärerna utifrån de bud som rings in från de till handeln direkt anslutna aktörerna. Den kan också vara aktiv genom att OM:s personal ringer upp en aktör för att få ett avslut till stånd. Fråga kan här uppstå om dessa affärer skall anses företagna för annans räkning i den mening som här avses.

I detta sammanhang finns det anledning att påpeka att det från principiella utgångspunkter kan resas invändningar mot att OM bedriver brokerverksamhet som ett led i börsverksamheten. Skälet härtill är att brokerverksamhet normalt inte hör hemma hos den som skall hålla marknadsplats. Brokerverksamheten gör att marknadsplatsens neutralitet skulle kunna sättas i fråga. Denna principiella fråga har enligt utredningens mening samband med frågan hur options- och terminsmarknaden skall vara organiserad. Utredningen tar därför inte här ställning till om brokerverksamheten som sådan skall tillåtas eller ej. Utredningen konstaterar endast att brokerverksamheten syftar till att på ett neutralt sätt hjälpa kunderna att hitta en motpart. Det förhållandet att

anställd personal på nu beskrivet sätt sysslar med mäklarverksamhet för optionsbörsens räkning skall därför inte ses som om de gör affärer för annans räkning.

Däremot bör det vara förbjudet för en enskild befattningshavare att åta sig att för någon annans räkning göra options- eller terminsaffärer, dvs. uppträda i rollen som ombud och därvid tillvarata sin huvudmans intressen.

Det finns även anledning att något närmare undersöka om det finns skäl att förbjuda befattningshavare vid en optionsbörs eller en clearingorganisation att göra options- eller terminsaffärer vid en annan optionsbörs. I de fall då samma option eller termin saluförs på flera optionsbörser kan de speciella kunskaper befattningshavaren har tillgång till på den egna arbetsplatsen utnyttjas för egen vinning genom att göra affärer på den andra optionsbörsen.

Vid OM och SOFE förekommer handel med aktieoptioner avseende samma aktier. De indexinstrument som saluförs på dessa börser är likartade. Enligt utredningens mening synes, mot bakgrund av vad som här sagts, det vara konsekvent att förbudet skall gälla all handel med optioner och terminer oberoende av vid vilken optionsbörs affärerna genomförs under förutsättning att samma eller, när det gäller indexinstrument, liknande optioner eller terminer förekommer på den egna arbetsplatsen.

Innebörden av detta skulle, mot bakgrund av de förhållanden som för närvarande gäller, bli att personal hos SOFE/Stockholms Clearinghus Aktiebolag fick handla med ränteinstrumentet och sådana aktieoptioner som inte saluförs på SOFE hos OM och att personalen vid OM kunde hos SOFE handla med de aktieoptioner som inte förekommer hos OM. En lagregel med ett sådant innehåll skulle bli relativt komplicerad. När det gäller indexinstrument skulle regeln i framtiden också kunna bli svår att tillämpa. Exempelvis skulle gränsen

mellan vad som kan anses vara ett liknande index kunna bli svår att dra.

En förbudsregel av det innehåll som här diskuteras är i grunden motiverad av att allmänheten skall ha förtroende för de befattningshavare som administrerar handeln. Miss-tankar om att dessa befattningshavare utnyttjar sina speciella kunskaper om handeln för egen vinning och därmed på bekostnad av andra skadar på sikt handeln i stort. I ljuset härav finner utredningen att övervägande skäl talar för att förbudet skall gälla all handel med optioner och terminer som saluförs på en optionsbörs.

Utredningen föreslår därför att det enligt lag skall vara förbjudet för befattningshavare vid en optionsbörs eller en clearingorganisation att göra affärer med standardiserade optioner eller terminer för egen eller annans räkning. Förbudet skall också gälla för make/maka, sambo, omtydligt barn och juridisk person över vars verksamhet befattningshavaren eller denne närstående har ett avgörande inflytande. Förbudet gäller både vid den optionsbörs där befattningshavaren är anställd och vid andra optionsbörser.

Det finns i detta sammanhang också anledning att diskutera om det skall finnas någon begränsning i de anställdas rätt att handla med underliggande värdepapper.

I 39 § fondkommissionslagen stadgas, att den som på grund av sin befattning eller annars har anknytning till fondkommissionär ej för egen räkning genom köp, byte eller därmed jämförligt fång får förvärva fondpapper annat än för långsiktig förmögenhetsförvaltning, om han normalt har insyn i uppdragsgivares värdepappersaffärer, som har sådan omfattning att det allmänna försäljningsvärdet kan påverkas. Utan hinder härav får dock förvärv ske av sådana obligationer och förlagsbevis som inte är konvertibla.

Skälet till att ovan redovisade bestämmelse i fondkommis-sionslagen intogs i lagen var att de befattningshavare som normalt har insyn i enskildas värdepappersaffärer av större omfattning inte bör få utnyttja sin speciella kunskap för egen vinning (prop. 1978/79:9 s. 142 f.).

OM och SOFE har i sina anställningsvillkor infört ett förbud för personalen att förvärva sådana fondpapper som är föremål för options- och terminshandel annat än för långsiktig förmögenhetsförvaltning. Förbudet gäller också för make/maka och sambo, omyndigt barn till den anställda och juridisk person över vars verksamhet den anställda har ett väsentligt inflytande.

Normalt bestäms priset på aktieoptionerna bl.a. med utgångs-punkt från börsvärdet på de underliggande aktierna, dvs. prisbilden på optionsmarknaden styrs av aktiemarknaden. I detta normalfall kan en befattningshavare på en optionsbörs eller en clearingorganisation inte anses ha några speciella kunskaper vad gäller handeln med aktier som skulle motivera att befattningshavaren förbjöds att förvärva aktier.

Frågan är om det kan uppstå situationer där det är optionsmarknaden som bestämmer aktiepriset. Detta skulle kunna ske om investerarna föredrar optionsmarknaden framför aktiemarknaden exempelvis beroende på att den har högre likviditet, mindre initiala investeringskrav osv.

Om investerarna föredrar optionsmarknaden och där uttrycker sin uppfattning om ett företags aktier, kan detta påverka premien för optionerna på det sättet att de inte återspeglar den normala relationen mellan lösenpris och marknadsvärdet av de underliggande aktierna. När en sådan diskrepans upp-kommer leder det till arbitrage varvid jämvikten återställs. På detta sätt skulle optionsmarknaden kunna påverka aktie-kurserna.

En befattningshavare vid en optionsbörs eller en clearing-organisation som upptäcker att en sådan avvikelse uppstår mellan premien på optionen och aktiekursen skulle på grund av sin kännedom kunna utnyttja detta för egen vinning genom att agera på den underliggande marknaden.

På en optionsbörs där alla aktörer samtidigt har tillgång till denna information torde emellertid möjligheterna för befattningshavaren att utnyttja kunskapen före alla andra vara begränsad. I det fallet besitter inte befattningshavaren några särskilda kunskaper som gör att han borde vara förbjuden att göra affärer i den underliggande tillgången.

Till detta kommer att för att optionsmarknaden skall kunna styra prissättningen på den underliggande marknaden måste omfattningen av optionsaffärerna vara betydande. Endast härigenom kan det efterföljande arbitraget ge en kurshöjande effekt på den underliggande tillgången. Med de optioner som finns i dag på den svenska marknaden torde risken för att en sådan situation uppkommer endast finnas i aktieoptionshandeln. När det gäller ränte- och indexoptionssidan är däremot möjligheten försumbar.

Det finns dock ytterligare en aspekt som bör diskuteras. Som nämnts tidigare upprätthåller OM en brokerfunktion som innebär att OM:s personal på tavlor antecknar de telefonbud som kommer in. Dessa tavelanteckningar är så länge avslut inte skett kända endast för OM:s personal och således inte för marknaden i övrigt. I den mån en sådan tavelanteckning indikerar att optionspremierna inte är i jämvikt i förhållande till aktiekursen så skulle OM:s personal ha en speciell kunskap som ingen annan, utom den som lämnat budet, har. Denna kunskap skulle OM:s personal kunna utnyttja för egen vinning. Det är dock tveksamt i vad mån en sådan situation skulle kunna uppstå i praktiken.

Som framgår av den förda argumenteringen är skälen för att införa ett förbud för befattningshavare vid en optionsbörs eller en clearingorganisation att förvärva aktier och andra värdepapper som är föremål för options- eller terminshandel relativt svaga.

Regler om förbud mot egenhandel i den underliggande tillgången har sin grund i insiderproblematiken. Värdepappersmarknadskommittén (Fi 1987:03) har att, i enlighet med sina direktiv, se över de nuvarande insiderreglerna; bl.a. skall den utreda om den personkrets som anses ha insynsställning skall utvidgas.

Mot bakgrund av det anförda finner utredningen inte det vara motiverat att föreslå en regel av här antytt innehåll.

6.3.3.20 Ansvar

Utredningen föreslår att vissa brott mot den föreslagna lagen straffsanktioneras. Det framstår som naturligt att den som driver optionsbörsverksamhet eller clearingverksamhet i strid mot meddelat förbud eller utan att villkoren för handeln godkänts bör kunna ådömas straff för detta. Efter förebild i fondkommissionslagen bör också styrelseledamot eller befattningshavare hos en optionsbörs eller en clearingorganisation som lämnar bankinspektionen felaktiga upplysningar om verksamheten kunna fällas till ansvar. I likhet med vad som stadgas i fondkommissionslagen bör dock ansvar inte ådömas i ringa fall. Straffsatsen föreslås till böter eller fängelse i högst ett år.

Utredningen föreslår också att den befattningshavare vid en optionsbörs eller en clearingorganisation som för egen eller annans räkning gör affärer med optioner och terminer som är upptagna för handel vid en optionsbörs skall kunna fällas till ansvar för detta. Även vissa närstående personer kan fällas till ansvar enligt bestämmelsen. Skälet

till att bestämmelsen straffsanktionerats är att det är av väsentlig betydelse att regeln följs med hänsyn till det krav på neutralitet som måste ställas på en optionsbörs och en clearingorganisation. Straffsatsen föreslås här liksom vad gäller i övrigt till böter eller fängelse i högst ett år.

6.3.3.21 Ikraftträdande- och övergångsbestämmelser

Den nu föreslagna lagstiftningen bör träda i kraft den 1 januari 1989.

Den som vill driva optionsbörsverksamhet eller clearingverksamhet måste enligt förslaget få villkoren för handeln godkända innan verksamheten får påbörjas. Innebörden härav är att de företag som i dag bedriver sådan verksamhet för att få fortsätta verksamheten hos bankinspektionen måste begära att villkoren godkänns. Utredningens förslag innebär i förhållande till vad som gällt tidigare en viss skärpning. Detta gäller främst positionsbegränsningsregler och kontrollen av att dessa följs, att en clearingorganisation är skyldig att avsluta de options- eller terminskontrakt för vilka betryggande säkerhet inte ställts m.m. Detta innebär att de regler som i dag styr handeln måste kompletteras. Det är dock inte bara dessa kompletteringar som bankinspektionen skall granska utan granskningen skall omfatta såväl att de optioner och terminer som nu saluförs inte skadar allmänna intressen eller handeln i den underliggande tillgången som övriga villkor.

Avsikten är att den nya lagstiftningen skall träda i tillämpning på ett sådant sätt att den förekommande börshandeln med optioner och terminer i görligaste mån inte utsätts för avbrott eller andra störningar.

De företag som i dag bedriver börsverksamhet och clearingverksamhet avseende optioner och terminer bör därför ges

en möjlighet att fortsätta med verksamheten under viss tid efter det att lagen trätt i kraft och utan att villkoren för handeln godkännts.

Utredningen föreslår därför att de företag som bedriver optionsbörsverksamhet eller clearingverksamhet skall äga rätt att fortsätta verksamheten under den tid som bankinspektionens granskning av villkoren pågår och att begäran om godkännande av villkoren måste komma in till inspektionen senast en månad efter det att lagen trätt i kraft.

7 FÖRSLAG TILL VISSA ÄNDRINGAR I ANDRA FÖRFATTNINGAR

Utredningen har att i enlighet med sina direktiv (Dir. 1987:01) överväga vissa frågor som har samband med handeln med optioner och terminer. Exempel härpå är fondkommissionslagens bestämmelser om handelslager av värdepapper och om kapitaltäckning. Utredningens överväganden i nu nämnda avseenden redovisas i det följande.

7.1 Bankrörelselagen och fondkommissionslagen

7.1.1 Kapitaltäckning

Banker är skyldiga att till skydd för insättarnas medel inneha eget kapital eller egna fonder till ett visst lägsta belopp. Kapitalkravet, som endast skall täcka in kreditriskerna, bestäms i förhållande till bankens tillgångar och ingångna garantiförbindelser. Vid beräkningen av kapitalkravet delas gjorda placeringar in i fyra grupper med olika riskgrad. Placeringar i den lägsta riskgraden kräver inte kapitaltäckning medan så är fallet beträffande övriga placeringar. Kapitaltäckning krävs därvid med en, fyra resp. åtta procent av placeringen. Standardiserade optioner och terminer finns inte med i den uppräkningslista av placeringar för vilka kapitaltäckning krävs.

Fondkommissionsbolagen är skyldiga att till uppdragsgivarnas skydd ha eget kapital till ett visst lägsta belopp. Beloppet skall vara betryggande i förhållande till bolagets tillgångar och till de garantiförbindelser som bolaget ingått. Det egna kapitalet anses betryggande om det uppgår till minst tjugo procent av värdet av innehavda aktier, emissionsbevis och andelar i aktiefonder med undantag av organisationsaktier samt sex procent av övriga placeringar med vissa i fondkommissionslagen uppräknade undantag.

Under hösten 1987 antog riksdagen ett i prop. 1987/88:45 framlagt förslag om en utvidgning av kapitaltäckningskraven för bl.a. banker och fondkommissionsbolag (SFS 1987:1327-1329, NU 9, rskr. 80). Innebörden av de nya reglerna är att vissa ytterligare åtaganden kräver kapitaltäckning.

Motivet till de nya kapitaltäckningsreglerna är att det med bl.a. penningmarknadens framväxt introducerats en rad olika instrument som innebär stora åtaganden utanför balansräkningarna och för vilka enligt nuvarande bestämmelser inga kapitaltäckningskrav ställs. Avsikten är att de kreditrisker, men ej t.ex. de ränte- och valutarisker, som åtagandena kan medföra skall beaktas i kapitaltäckningshänseende. Som exempel på åtaganden som kräver kapitaltäckning anges öppna positioner vid terminshandel. I lagen anges dock inte explicit vilka åtaganden som skall kräva kapitaltäckning. Ej heller anges i lagen till vilket belopp åtagandet skall tas upp. I stället ankommer det enligt de nya bestämmelserna på regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, bankinspektionen att ange vilka åtaganden som skall kräva kapitaltäckning och att utfärda föreskrifter som innebär att ett åtagande kan få tas upp till ett belopp som är lägre än det nominella. Lagändringarna träder i kraft den 1 juli 1988.

Enligt uppgift från bankinspektionen kommer bl.a. bankers och fondkommissionsbolags åtaganden i options- och terminshandeln att ingå bland de åtaganden, som kräver kapitaltäckning enligt den nya lagstiftningen. Utredningen saknar därför anledning att ytterligare diskutera denna fråga.

7.1.2 Handelslager m.m.

Fondkommissionslagen (1979:748) innehåller bl.a. regler om i vilken omfattning ett fondkommissionsbolag får inneha aktier och vissa andra värdepapper för egen räkning. Anskaffningsvärdet av de värdepapper som ingår i detta s.k. handelslager

får enligt 16 § fondkommissionslagen uppgå till högst fyra milj. kr. eller det belopp som svarar mot fyra procent av den genomsnittliga årsomsättningen i bolagets kommissionshandel under de fem närmast föregående kalenderåren, dock högst 50 milj. kr. Genom en hänvisning i 2 kap. 7 § bankrörelselagen (1987:617) till 16 § fondkommissionslagen gäller denna regel också för en bank som har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse. När en bank eller ett fondkommissionsbolag ingår i en finansiell koncern finns särskilda regler för handelslager.

I mars 1988 har regeringen genom proposition till riksdagen (prop. 1987/88:123) bl.a. föreslagit att gränsen för det maximala värdet av handelslager höjs till 100 milj. kr. fr.o.m. den 1 juli 1988.

De värdepapper som skall räknas in i handelslagret är aktier, emissionsbevis samt andelar i aktiefonder och i ekonomiska föreningar. Vilka andra värdepapper som banker och fondkommissionsbolag får förvärva och som inte behöver inräknas i handelslagret framgår av bankrörelselagen och av fondkommissionslagen. Där anges att nämnda företag utan begränsning får förvärva t.ex. obligationer. Däremot finns i lagarna ingen uttrycklig möjlighet för banker och fondkommissionsbolag att för egen räkning göra affärer med standardiserade optioner eller terminer. Lagstiftningen har dock tolkats så att handel med dessa instrument är tillåten. Skälet härtill är följande. Banker och fondkommissionsbolag får bedriva handel med de underliggande värdepapperen; aktier, aktiefondsandelar och obligationer. Det kan därför inte föreligga något hinder mot att handla med optioner och terminer, dvs. att avtala om framtida köp eller försäljning av dessa värdepapper.

De frågor som inställer sig är för det första om det finns skäl att föreslå att det i lag klart anges att banker och fondkommissionsbolag får bedriva egenhandel och handel i

kommission med standardiserade optioner och terminer samt för det andra om denna egenhandel skall räknas in i handelslagret för värdepapper.

I ett remissyttrande över banklagsutredningens betänkande (SOU 1984:26-29) pekade Svenska bankföreningen och Svenska sparbanksföreningen på det förhållandet, att enligt den av banklagsutredningen föreslagna lagstiftningen, det inte klart framgick att en bank fick förvärva bl.a. standardiserade optioner och föreslog att ett förtydligande gjordes i den delen (prop. 1986/87:12, bil. 3, avsnitt 3.7.9 och 4.3.2). I nämnda proposition, band 1, s. 224, yttrade föredragande statsrådet, att bl.a. denna fråga fick tas upp i ett senare sammanhang.

Problemet har varit likartat för t.ex. Allmänna pensionsfondens fjärde fondstyrelse. Genom en lagändring, som trädde i kraft den 1 februari 1988, har i lagen (1983:1092) med reglemente för allmänna pensionsfonden gjorts ett tillägg som klargör att fjärde fondstyrelsen får placera medel i standardiserade köp- och säljoptioner avseende aktier i vissa svenska bolag (prop. 1987/88:11, NU 10, rskr. 111, SFS 1987:1326).

Den uppräknings av, vilka olika typer av värdepapper som banker och fondkommissionsbolag får förvärva eller bedriva handel med, är uttömmande angiven i bankrörelselagen och i fondkommissionslagen. Den tolkning som gjorts av marknaden att rätten att förvärva det underliggande värdepapperet innefattar en rätt att bedriva handel med den mer begränsade rätt som optioner innefattar är enligt utredningen inte självklar från teoretisk utgångspunkt.

Denna tolkning bygger i grunden på den uppfattningen att optioner och terminer är så starkt knutna till den underliggande tillgången att de inte bör ses som ett fristående instrument. Optioner och terminer behandlas emellertid i

praktiken som ett särskilt finansiellt instrument skilt från den underliggande tillgången. För att så är fallet talar det förhållandet att det vanligaste sättet att avsluta en intagen position är någon form av kontantavräkning. Leveranstransaktioner är däremot mindre vanliga.

När det gäller de i Sverige förekommande indexoptionerna och indexterminerna är det särskilt tydligt att dessa instrument bör ses som fristående finansiella instrument. Den underliggande tillgången är här andelar i en aktiefond. Leverans har emellertid såvitt känt aldrig förekommit i dessa instrument. Det finns inte heller något direkt samband mellan de indexserier, som är föremål för handel, och de underliggande fondandelarna. Att man på detta sätt till ett indexinstrument knutit en faktisk underliggande tillgång, vilket inte förekommer utomlands, beror i stället på att man velat ge banker och fondkommissionsbolag en formellt godtagbar möjlighet att handla med indexinstrument.

Det finns därför anledning att överväga om de nuvarande bestämmelserna bör ändras. Banker och fondkommissionsbolag har bedrivit handel med standardiserade optioner och terminer avseende värdepapper från det att OM startade sin verksamhet. Nämda instrument kan användas för att försäkra det egna värdepappersinnehavet mot kursfall. Det synes därför naturligt att banker och fondkommissionsbolag får fortsätta med handel med optioner och terminer för egen räkning.

Fondkommissionsrörelse innebär, enligt definitionen i 1 § första stycket 1. fondkommissionslagen, att yrkesmässigt utöva verksamhet som avser handel med värdepapper för annans räkning i eget namn. Fondkommissionsrörelse får enligt 3 § nämnda lag bara bedrivas efter tillstånd av bankinspektionen och tillstånd får meddelas endast svenskt aktiebolag och svenskt bankinstitut.

Innebörden av dessa bestämmelser är att fondkommissionsbolag och banker med fondkommissionstillstånd har monopol på handel med värdepapper i kommission.

Standardiserade optioner och terminer är inte att anse som värdepapper i formell mening. Enligt utredningens mening bör dock i princip likartade regler gälla för handel med standardiserade optioner och terminer som för aktier och andra värdepapper. Kommissionsaffärer med standardiserade optioner och terminer bör därför också omfattas av sagda monopol. Investerarna bör nämligen i denna handel kunna göra samma anspråk på offentlig tillsyn som gäller för kommissionsaffärer med aktier och andra värdepapper. Fondkommissionsrörelsebegreppet i fondkommissionslagen bör därför utvidgas till att omfatta även de standardiserade optioner och terminer som behandlas i utredningens förslag. Detta innebär att, om det uppstår legala och affärsmässiga förutsättningar för en handel med standardiserade optioner och terminer avseende valutor och råvaror på sätt som förutsätts enligt utredningsförslaget, fondkommissionärsmonopolet kommer att omfatta även dessa instrument. Även i en sådan handel kommer det att finnas ett uttalat behov av offentlig tillsyn. Förslaget innebär också att det inte finns något hinder emot att slopa aktiefondsandelarna som underliggande tillgång vad gäller indexinstrumenten.

Det återstår att diskutera om volymen av den egenhandel som här avses skall medräknas i fondkommissionärernas handelslager för värdepapper.

Motivet till att fondkommissionärerna tillåts ha ett handelslager av värdepapper är att underlätta kommissionshandeln. Framför allt kan handelslagret användas för att jämna ut udda poster när inte rätt antal poster kan erhållas (prop. 1978/79:9 s. 41). För att reducera riskerna med den intressekonflikt som kan bli följden av att fondkommissionärerna driver handel för egen räkning samtidigt med kom-

missionsuppdrag har emellertid en begränsning av handelslagrets storlek föreskrivits (prop. 1978/79:9 s. 137).

En fondkommissionärs rätt till egen handel med standardiserade optioner och terminer kommer emellertid att begränsas av de av utredningen föreslagna positionsbegränsningsreglerna. Däri ligger således redan en begränsning av den volym det kan bli frågan om. Det är därför inte självklart att denna egenhandel skall räknas in i handelslaget.

Utredningen föreslår som framgått tidigare att börstväng införs för den typ av standardiserade optioner och terminer som berörs av utredningens förslag. Börstvängent innebär i praktiken att all handel måste ske på optionsbörsen. Därmed uppstår inget behov för en fondkommissionär att sälja sina egna optioner eller terminer vidare till en kund. Ett handelslager av optioner och terminer skulle därför till skillnad från vad som gäller i aktiehandeln inte underlätta kommissionshandeln.

Mot bakgrund av utredningens förslag att bestämmelser om positionsbegränsningar och börstväng skall föras in i lag saknas således anledning att räkna in standardiserade optioner och terminer i fondkommissionärernas handelslager.

Sammanfattningsvis föreslår således utredningen att innebörden av begreppet fondkommissionsrörelse i 1 § första stycket 1. fondkommissionslagen utvidgas till att omfatta förutom värdepapper även de standardiserade optioner och terminer som avses i utredningens förslag. Vidare föreslås att det i 15 § fondkommissionslagen görs ett tillägg av innebörd att fondkommissionsbolag får för egen räkning handla med här åsyftade optioner och terminer. Slutligen föreslås att ett motsvarande tillägg görs i 2 kap. 2 § bankrörelselagen.

7.2 Värdepappersmarknadslagen

7.2.1 Avräkningsnotor m.m.

Som tidigare nämnts jämföras aktieoptioner i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden (VPL) med fondpapper. Detta får till följd att de föreskrifter som i nämnda lag gäller för upprättande av avräkningsnota m.m. gäller även för aktieoptioner.

Däremot finns ingen i lag angiven skyldighet att upprätta avräkningsnotor vad gäller övriga typer av standardiserade optioner eller för standardiserade terminer.

I praktiken sänder dock OM och Stockholms Clearinghus AB ut avräkningsnotor för varje affär till de i handeln direkt anslutna kunderna. Fondkommissionärerna upprättar och skickar i sin tur ut avräkningsnotor till slutkunderna. Avräkningsnotor upprättas således för alla typer av standardiserade optioner och terminer redan i dag. Bankinspektionen har i sina allmänna råd angående handel med standardiserade optioner och terminer (BFFS 1988:7) angett att avräkningsnotor måste upprättas på avslutsdagen och omgående sändas till kunden om detta är tidsmässigt möjligt.

Motivet bakom lagstiftningen om avräkningsnotor är att öka bankinspektionens och skattemyndigheternas kontrollmöjligheter (prop. 1984/85:157 s. 66). Behovet av avräkningsnotor som kontrollmedel torde emellertid inte endast föreligga när det gäller aktieoptioner utan även beträffande övriga typer av standardiserade optioner och terminer. Utredningen anser därför att bestämmelserna i VPL om avräkningsnotor skall gälla för alla de typer av standardiserade optioner och terminer som omfattas av utredningens förslag till lag om börshandel med dessa instrument.

Syftet med att jämställa aktieoptioner med fondpapper i VPL var inte i första hand att reglerna om avräkningsnotor skulle omfatta även aktieoptioner utan att insiderbestämmelserna i VPL skulle bli tillämpliga på detta instrument. Frågor om utvidgning av VPL:s insiderbestämmelser, bl.a. vilka värdepapper som skall omfattas av lagens förbud mot insiderhandel, är för närvarande föremål för överväganden inom värdepappersmarknadskommittén (Fi 1987:03). Optionsutredningen har därför inte någon anledning att göra några överväganden i denna fråga. I konsekvens härmed bör den ändring i VPL som utredningen nyss förordat inplaceras i lagen på sådant sätt att endast bestämmelserna om avräkningsnotor kommer att gälla för de derivatinstrument varom fråga är. Detta kan ske genom att ett tillägg görs i 17 § första stycket VPL.

7.3 Lagen om Stockholms fondbörs

7.3.1 Underrättelseskyldighet

Utredningen har föreslagit att det införs en obligatorisk skyldighet för en optionsbörs att avbryta handeln med optioner och terminer avseende ett enskilt värdepapper om börsstopp för värdepapperet inträtt på Stockholms fondbörs. För att optionsbörsen omedelbart skall få kännedom om börsstoppet bör Stockholms fondbörs vara skyldig att genast underrätta optionsbörsen härom. Eftersom handeln vid optionsbörsen inte får återupptas förrän handeln i det underliggande värdepapperet kommit i gång bör en motsvarande underrättelseskyldighet vad gäller handelns återupptagande föreskrivas.

Enligt 25 § andra stycket är fondbörsen skyldig att omedelbart offentliggöra beslut om börsstopp och om handelns återupptagande. Dessutom skall särskild underrättelse lämnas till börsombuden.

Ett beslut om börsstopp vid fondbörsen offentliggörs via börsmonitorsystemets informationssidor. Underrättelse till börsombuden lämnas i deras brevfack på fondbörsen. Underrättelsen anslås även på fondbörsens anslagstavla. Beslut om börsstopp som sker under pågående upprop tillkännages av uppropsledaren efter det att han genom en klocksignal samlat börsombuden till sig. Förhållandet är detsamma om beslut om börsstopp sker under efterbörsen.

Det förslag utredningen lägger fram innebär en utvidgad underrättelseskyldighet för fondbörsen. Skyldigheten kan uppfyllas genom att meddelandet t.ex. skickas per telefax eller uppläses i telefon för behörig tjänsteman på optionsbörsen. Möjligen kan man även finna tekniska lösningar för att vidarebefordra meddelandet via dataterminal på ett sätt som garanterar att underrättelsen omedelbart når behörig tjänsteman på optionsbörsen. Det får ankomma på fondbörsen att efter samråd med bankinspektionen, som enligt utredningens förslag är tillsynsmyndighet för såväl fondbörser som optionsbörser, utarbeta rutiner för hur underrättelseskyldigheten skall fullgöras.

Bestämmelsen om fondbörsens utvidgade underrättelseskyldighet bör inflyta som ett tillägg till 25 § andra stycket lagen om Stockholms fondbörs.

8

KOSTNADER OCH FINANSIERING

Som framgår av avsnitt 6.3.3 innebär utredningens förslag att bankinspektionen får i uppgift att övervaka optionsbörser och clearingorganisationers verksamhet samt att granska och godkänna de allmänna villkor som gäller för handeln där. I och för sig innebär detta i vissa avseenden inte annat än ett lagfästande av vad som i praktiken redan tillämpats beträffande verksamheten vid OM och SOFE/Stockholms Clearinghus AB. Enligt utredningens mening är det emellertid ofrånkomligt att, när det nu föreslås att inspektionens befattning med verksamheten vid optionsbörser och clearingorganisationer slås fast i lag och därigenom också får en delvis ändrad inriktning, inspektionen tillförs ökade resurser.

Emellertid är, som tidigare också framhållits, den nu föreslagna lagstiftningen av delvis provisorisk karaktär. Att så är fallet beror på att utredningen inte nu kunnat lägga fram något förslag om hur options- och terminsmarknaden här i landet skall vara organiserad. Så länge frågan om marknadens organisation är olöst är det inte möjligt att göra någon slutlig bedömning av det totala behovet av resurser för inspektionens tillsyn av options- och terminsmarknaden.

Utredningens förslag innebär också att bankinspektionens uppgifter utökas när det gäller tillsyn av bankers och fondkommissionsbolags befattning med optioner och terminer. Erfarenheterna under senare tid här hemma och utomlands har entydigt visat att verksamheten på options- och terminsmarknaderna är komplicerad och förenad med stora risker. Det är därför viktigt att inspektionen tillförs resurser som är tillräckliga för att den skall kunna fullgöra de uppgifter som föreslagits. Mot bakgrund härav gör utredningen den bedömningen att inspektionen för närvarande behöver tillföras två kvalificerade handläggare och ett biträde.

När det gäller finansieringen kan följande framhållas. Kostnaderna för inspektionens tillsynsverksamhet täcks i princip alltid genom avgifter (bidrag) från de institut och liknande som står under inspektionens tillsyn. Så bör enligt utredningens mening också vara fallet med tillsynen över optionsbörser och clearingorganisationer. Utredningen föreslår därför, att det i den förordade lagen tas in en bestämmelse som innebär att kostnaden för tillsynen skall täckas genom avgifter. De närmare föreskrifterna härom bör meddelas av regeringen.

När det gäller täckandet av kostnaderna för inspektionens tillsynsverksamhet beträffande bankers och fondkommissionsbolags befattningshavare med optioner och terminer är principen att också kostnaderna härför skall täckas av avgifterna för inspektionens tillsyn av institutens hela verksamhet. Utformningen av reglerna om avgifter till inspektionen övervägs för närvarande inom finansdepartementet. I början av mars 1988 har således en inom departementet upprättad promemoria med förslag till ändrade regler om avgifter för bankinspektionens verksamhet sänts ut på remiss. Utredningen avstår därför från att göra ytterligare överväganden i denna del.

Utredningens förslag innebär, att bankinspektionens möjlighet att påverka utformningen av villkoren för börshandeln med standardiserade optioner och terminer, liksom inspektionens tillsyn över denna handel, tas upp i en särskild lag kallad lagen om börshandel med standardiserade optioner och terminer. I lagen finns också bestämmelser om optionsbörsers och clearingorganisationers verksamhet, om börstväng, om säkerhetskrav, om positionsbegränsningar m.m.

Lagen är indelad i tretton avsnitt, nämligen inledande bestämmelser, godkännande av villkoren för handeln, optionsbörsens verksamhet, clearingorganisationens verksamhet, börstväng, säkerheter m.m., tillsyn, avgift för tillsyn, avgifter vid optionsbörs och clearingorganisation, hur man överklagar, tystnadsplikt, förbud mot handel i vissa fall och ansvar.

9.1 Förslaget till lag om börshandel med standardiserade optioner och terminer

Inledande bestämmelser

1 §

Paragrafen innehåller en rambestämmelse som anger lagens tillämpningsområde. Den handel som inordnas under lagen skall avse standardiserade optioner och terminer samordnad av en optionsbörs och en clearingorganisation. Vad som menas med standardisering, option, termin, optionsbörs och clearingorganisation definieras i 2 §. Sådan verksamhet som i dag bedrivs av OM och SOFE/Stockholms Clearinghus AB kommer att omfattas av lagen. Exempel på verksamheter som faller utanför lagens tillämpningsområde är market maker-marknaden med standardiserade terminer avseende t.ex. statsskuldväxlar

och obligationer. Även handeln med valutaoptioner, valutaterminer och teckningsoptioner faller såsom handeln sker i dag utanför lagens tillämpningsområde. På dessa marknader saknas i dag en central och neutral marknadsplats. Standardiseringen av kontrakten sker inte heller på sätt som förutsetts enligt definitionen av standardisering i 2 §.

2 §

I paragrafen ges vissa definitioner. Definitionerna av option och termin syftar till att fånga in alla typer av sådana finansiella instrument, dvs. definitionerna avser att täcka alla typer av optioner och terminer oberoende av vilken den underliggande tillgången är. Den underliggande tillgången kan alltså utgöras av råvaror, valutor, värdepapper eller olika typer av index. Även andra underliggande tillgångar kan förekomma. Oavsett vilken den underliggande tillgången är avslutas optioner och terminer vanligtvis genom någon form av kontantavräkning. Enligt utredningens mening får därför även råvaruoptioner och råvarutermener anses tillhöra gruppen finansiella instrument. Internationellt förekommer börshandel med optioner avseende terminer. Den underliggande tillgången för en sådan option avser ett terminskontrakt vars underliggande tillgång i sin tur utgörs av t.ex. en obligation. Genom att i definitionerna av option och termin ange att den underliggande tillgången kan förutom värdepapper m.m. även avse liknande tillgångar omfattas även nu beskrivna typer av finansiella kombinationsinstrument av lagen.

Det specifika med ett optionsavtal är att det ger förvärvaren (innehavaren) en rätt men ej en skyldighet att påfordra att avtalet fullföljs. Utnyttjar inte innehavaren sin rätt inom löptiden upphör avtalet att gälla. Begär däremot innehavaren att avtalet skall fullföljas har den som utfärdat optionen inget val. Han blir då förpliktad enligt avtalets innehåll.

Premien är det belopp en innehavare måste betala till utfärdaren.

Ett avtal om köp av en tillgång på termin innebär att parterna vid avtalstillfället gör upp om priset och om vid vilken framtida tidpunkt avtalet skall fullföljas. Sådana terminskontrakt kan innehålla bestämmelser om att båda parter kan begära leverans av den underliggande tillgången. Det kan också vara så att det endast är förbehållet den ena parten att bestämma om leverans skall ske eller ej. Definitionen omfattar båda dessa avtalstyper.

Vanligen är det optionsbörsen som fastställer de standardiserade villkoren för en option eller en termin. Man kan också tänka sig att det är clearingorganisationen som utför den uppgiften. Såvitt gäller optioner avser standardiseringen den underliggande tillgången och mängden därav, lösenpriset uttrycket som kurs, ränta, index eller liknande samt avtalets giltighetstid (löptid). Dessutom anges om det är fråga om en köp- eller säljoption. Det enda parterna fritt kan avtala om är storleken av premien.

När det gäller terminerna avser standardiseringen den underliggande tillgången och mängden därav samt kontraktets giltighetstid. Det enda parterna fritt kan avtala om är priset på den underliggande tillgången.

Definitionen av optionsbörsverksamhet motsvarar, med de ändringar som följer av att den föreslagna lagen avser optioner och terminer, 1 § lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs. I likhet med vad som gäller för fondbörsverksamhet innebär optionsbörsverksamhet att sammanförande av köp- och säljanbud måste ske för handel och notering av köp-, sälj- och betalkurser. Man bör därvid hålla isär att, medan kursbildningen vad gäller optioner hänför sig till premien, så avser kursbildningen avseende terminerna priset på den underliggande tillgången. En annan skillnad i

förhållande till vad som gäller vid Stockholms fondbörs är att optionsbörserna inte använder sig av offentligt upprop på sätt som sker vid fondbörsen. I stället har i definitionen av optionsbörsverksamhet begreppet offentlig auktion använts. Detta återspeglar bättre vad som egentligen sker vid en optionsbörss som använder sig av det internationellt gängse handelssystemet open outcry. Inget hindrar dock att optionsbörsen använder sig av något annat handelssystem, t.ex. terminalhandel, telefonhandel eller kombinationer av dessa. Ytterligare en skillnad i förhållande till fondbörsverksamhet är att optionsbörsverksamhet inte får påbörjas innan villkoren för handeln godkänts av bankinspektionen. Det spelar därvid ingen roll om optionsbörsverksamheten avses bli bedriven i endast ringa omfattning. Villkoren måste alltid godkännas innan handeln får starta.

Den som bedriver optionsbörsverksamhet benämns i lagen optionsbörs.

Någon förebild till definitionen om clearingverksamhet finns inte i svensk lagstiftning. Clearing innebär enligt vanligt språkbruk utjämning, eller kvittning av ömsesidiga fordringar antingen mellan stater på grund av handelsavtal eller mellan banker. Inom options- och terminshandeln innefattar clearing ytterligare moment. Den som utför clearingverksamhet inom options- och terminshandeln påtar sig nämligen ansvaret för att samtliga kontrakt uppfylls. Detta garantiåtagande kan uppfyllas genom att clearingorganisationen inträder som motpart till både köparen och säljaren i varje options- eller terminsavtal. Det är dock tänkbart att clearingorganisationen med bibehållande av sitt garantiåtagande inte går in som part i avtalen. Som framgår av 12 § har den som bedriver clearingverksamhet även andra uppgifter.

Den som bedriver clearingverksamhet benämns i lagen clearingorganisation.

Leveranskapacitet innebär att den som ingår ett options- eller ett terminsavtal vid avtalets ingående säkerställer att han, så länge avtalet består för hans del, har förmåga att leverera den underliggande tillgången. Säkerställandet kan ske genom deposition och pantförskrivning av den underliggande tillgången eller på annat sätt, t.ex. genom anvisande av en motoption eller en mottermin i förekommande fall kompletterad med tilläggssäkerhet.

Positionsbegränsning innebär att det sätts ett tak för hur många optioner eller terminer avseende samma underliggande tillgång som någon får förfoga över vid en och samma tidpunkt. En sådan maximinivå skall fastställas för alla typer av optioner och terminer, dvs. tillhörande samma options- eller terminsklass. Antalet skall fastställas av clearingorganisationen utifrån vad som sägs i 12 § 4. och tillämpas i handeln sedan bankinspektionens godkännande inhämtats. Begränsningsreglerna skall t.ex. ange att ingen får förfoga över fler än ett visst antal optioner eller terminer avseende en viss aktie eller ett visst index. Antalet skall avse optioner och terminer på samma sida. Därmed förstås vad gäller optionerna att antalet utfärdade köpoptioner får kvittas mot antalet innehavda köpoptioner avseende samma underliggande tillgång innan det fastställs om begränsningsregeln överskridits. Motsvarande gäller för utfärdade och innehavda säljoptioner. Däremot skall antalet innehavda säljoptioner läggas ihop med antalet utfärdade köpoptioner och antalet utfärdade säljoptioner med antalet innehavda köpoptioner, allt under förutsättning att optionerna avser samma underliggande aktie, index, obligation osv.

När det gäller terminerna kvittas antalet sålda kontrakt med antalet köpta kontrakt avseende samma underliggande tillgång.

Om det förekommer optioner och terminer avseende samma underliggande tillgång bör begränsningsregeln avse summan av antalet optioner och terminer på samma sida. Därvid bör en köpt termin, en innehavd köpoption och en utfärdad säljoption läggas ihop när regeln tillämpas eftersom nämnda produkter ger ett positivt utfall i en uppåtgående marknad. Även en såld termin, en innehavd säljoption och en utfärdad köpoption bör anses vara på samma sida eftersom dessa ger ett positivt utfall i en nedåtgående marknad.

Lösenbegränsning innebär att ingen får, under en viss tidsperiod, begära leverans av den underliggande tillgång en option eller termin avser i större mängd än som särskilt angetts av clearingorganisationen. Någon obligatorisk skyldighet att införa en sådan regel anges inte i lagen. När detta skall ske anges i 12 § 5. En lösenbegränsningsregel kan endast avse en viss bestämd tidsperiod. Som närmare utvecklats i den allmänna motiveringen kan den tidsperioden sättas relativt kort. En tänkbar modell skulle vara att efter amerikansk förebild låta begränsningsregeln gälla fem på varandra följande bankdagar.

3 §

Paragrafen motsvarar 2 § lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden med vissa ändringar som är hänförliga till optioner och terminer (jfr prop. 1984/85:157 s. 20 ff.). Den innehåller en allmänt hållen bestämmelse om att handel med standardiserade optioner och terminer skall bedrivas så att allmänhetens förtroende upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. Denna bestämmelse är den grundsats varpå lagen vilar. Som närmare utvecklats i den allmänna motiveringen innefattar den ett krav på att villkoren för handeln måste bygga på likabehandlingsprincipen. Denna princip skall gälla anslutningen till och avstängning från handeln, den skall gälla i fråga om turordningen och fördelningen av affärerna, den skall gälla

tillgången till information om handeln, den skall gälla säkerhetskraven osv. Detta innebär att, även om likabehandlingsprincipen följs, placerare kan förlora pengar i handeln. Det viktiga är att regelsystemet utformas så att enskildas kapitalinsatser inte äventyras på ett otillbörligt sätt.

Godkännande av villkoren för handeln

4 §

I paragrafen slås fast att villkoren för handeln skall utformas av optionsbörsen resp. clearingorganisationen. Av lagen följer att villkoren skall uppfylla de krav på t.ex. säkerheter, leveranskapacitet, positionsbegränsningar m.m. som anges i lagen och att villkoren i övrigt även fyller de krav som följer av grundsatsen i 3 §.

Andra stycket innebär att ingen får påbörja optionsbörs- eller clearingverksamhet förrän bankinspektionen godkänt villkoren för handeln. När godkännande skett får inte heller, vilket framgår av paragrafens tredje stycke, ändringar i eller tillägg till villkoren börja tillämpas förrän inspektionens godkännande föreligger. Från denna princip görs i 13 § ett par undantag. Det gäller dels ändring av säkerhetskraven i visst fall, dels undantag från positionsbegränsningsreglerna i visst fall.

5 §

Av paragrafen framgår när bankinspektionen får godkänna villkoren för handeln. Detta får endast ske om den standardiserade option eller termin som handeln avser inte kan antas bli till skada för det allmänna eller för handeln i den underliggande tillgången. Vidare måste det framgå att den optionsbörs och den clearingorganisation som avser att samordna handeln är ense om villkoren. Innehållet i denna paragraf innebär inte att inspektionens prövning kan inskränka

sig endast till dessa faktorer. Inspektionens genomgång och prövning skall vara allsidig och i första hand allmänt gå ut på att kontrollera att villkoren är så utformade att handeln kommer att bedrivas utifrån grundsatsen i 3 §. Dessutom måste granskningen gå ut på att kontrollera att övriga i lagen angivna villkor är uppfyllda. Förutom detta skall alltså inspektionen göra en bedömning av om handeln kan antas skada allmänna intressen eller handeln i den underliggande tillgången. Den utredning som i detta fall erfordras skall presenteras av optionsbörsen resp. clearingorganisationen. Det är alltså dessa som har bevisbördan för att någon sådan skada inte uppkommer. Beviskraven är dock inte sådana att full bevisning måste föreligga. Det räcker att det inte kan antas leda till skada. Förekommer en motsvarande handel i något annat utvecklat industriland bör det inte föreligga något hinder emot sådan handel även i Sverige, om det inte finns några särskilda svenska förhållanden som talar i motsatt riktning.

För att lagen skall bli tillämplig krävs enligt 1 § att handeln är samordnad av en optionsbörs och en clearingorganisation. Bankinspektionen måste därför innan godkännande sker kontrollera att en sådan samordning är avsedd. I paragrafens punkt 2 föreskrivs därför att optionsbörsen och clearingorganisationen måste vara ense om hur handeln skall gå till. När optionsbörs och clearingorganisation är integrerade i samma organisation torde någon närmare kontroll från bankinspektionens sida i detta hänseende inte vara erforderlig.

Optionsbörsens verksamhet

6 §

Paragrafen har sin motsvarighet i 18 § lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs. Bestämmelsen anger att handel och notering av premie, kurs m.m. vid en optionsbörs endast får

avse sådana options- och terminsserier som optionsbörsen beslutat uppta för handel. Beslut om upptagande av nya serier innebär att optionsbörsen anger de standardiserade villkoren i options- och terminsavtalen och erbjuder marknadens aktörer att handla med dessa. Bankinspektionens godkännande behöver inte inhämtas i anledning av att nya optionsserier upptas för handel. Detta har närmare utvecklats i den allmänna motiveringen, avsnitt 6.3.3.7.

Uttrycket notering är i lagen förbehållet kursbildning, dvs. fastställandet av premie, kurs, ränta, index, osv. för optionerna resp. terminerna.

7 §

Paragrafens första stycke, som har sin motsvarighet i 21 § lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs, innehåller att premier, kurser m.m. skall noteras med ledning av köpanbud, säljanbud och avslut vid optionsbörsen samt att gjorda noteringar skall offentliggöras omedelbart. Det ankommer på ledningen för optionsbörsen att svara för detta arbete.

Paragrafens andra stycke, som saknar motsvarighet i lagen om Stockholms fondbörs, föreskriver att även uppgifter om antalet utestående kontrakt (öppna balanserna) och omsättningen kontinuerligt skall offentliggöras.

8 §

Paragrafen har sin motsvarighet i 22 § lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs. Bestämmelsen anger att det är ledningen för optionsbörsen som skall utöva den dagliga tillsynen och kontrollen över att förutsättningar för en rättvis och ordnad handel (a fair and orderly market) finns. Innebörden härav är också att ledningen för optionsbörsen måste agera emot de aktörer som inte följer bestämmelser i lag eller annan författning, villkoren för handeln eller

god affärssed. Förutom att kontrollera aktörerna måste optionsbörsens ledning också se till att det tekniska förfarandet vid kurssättningen fungerar väl och att kurserna grundar sig på marknadsmässiga förhållanden.

9 §

Paragrafen, som har sin motsvarighet i 25 § lagen om Stockholms fondbörs, innehåller regler om s.k. börsstopp. Ledningen för en optionsbörs får enligt bestämmelsen besluta att stoppa handeln beträffande optioner eller terminer avseende viss underliggande tillgång om särskilda skäl föreligger. Börsstopp skall kunna tillgripas för att eliminera eller förebygga en väsentlig snedvridning av kursbildningen. Exempel på när handeln bör stoppas enligt denna paragraf är, om kursinformationen avseende flera aktier som ingår i ett aktieindex som är föremål för options- eller terminshandel saknas eller är felaktig eller om indexvärdena av annan orsak inte kan fastställas med erforderlig frekvens. Ett annat exempel är, när priserna på derivatmarknaden rör sig så snabbt att det inte går att upprätthålla en rättvis och ordnad handel.

I paragrafens andra stycke föreskrivs, att beslut om att handeln stoppats och beslut att handeln återupptagits omedelbart skall offentliggöras.

10 §

I paragrafen föreskrivs att ledningen för en optionsbörs omedelbart skall stoppa handeln med en viss typ av option eller termin, dvs. optioner eller terminer relaterade till visst värdepapper, i det fall handeln i det underliggande värdepapperet stoppats på Stockholms fondbörs. Vidare föreskrivs att handeln med ifrågavarande option eller termin inte får påbörjas förrän handeln vid fondbörsen med det underliggande värdepapperet återupptagits. Bestämmelsen

har utförligt beskrivits i den allmänna motiveringen, avsnitt 6.3.3.8.

Beslut om handelns avbrytande och återupptagande enligt denna paragraf skall enligt tredje stycket omedelbart offentliggöras.

11 §

Paragrafen, som motsvarar 26 § lagen om Stockholms fondbörs, innehåller regler om s.k. börsstängning. Börsstängning, dvs. avbrytande av all handel vid en optionsbörs, kan bara komma i fråga under utomordentliga förhållanden. Detta kan bli aktuellt vid krig, krigsfara och andra onormala förhållanden. Beslut om börsstängning fattas enligt huvudregeln av regeringen. Är fara i dröjsmål kan beslutet fattas av ledningen för optionsbörsen efter samråd med bankinspektionen. Ledningens beslut får gälla högst en vecka.

Clearingorganisationens verksamhet

12 §

Paragrafen innehåller bestämmelser i sju punkter om vad en clearingorganisation skall göra. Punkt 1 rör registrering av alla transaktioner som utförs på optionsbörsen. Hur kontosystemet skall vara utformat har inte angivits i lagen. Av lagen följer dock att det måste vara upplagt på ett sådant sätt att clearingorganisationen kan fullgöra t.ex. beräkning och kontroller av säkerheter och positionsbegränsningar på kundnivå.

I punkt 2 anges att det åligger clearingorganisationen att fortlöpande beräkna det belopp som en part skall ställa som säkerhet i handeln. Säkerhetens storlek slås fast i 16 §.

Enligt punkt 3 skall clearingorganisationen kontrollera att kraven på säkerhet och leveranskapacitet uppfyllts. Brister en part i fullgörandet av dessa skyldigheter åligger det clearingorganisationen att enligt 14 § avsluta det konto där bristen föreligger.

Av punkt 4 följer att clearingorganisationen skall ange vilka positionsbegränsningsregler som skall gälla i handeln. Sådana regler skall finnas för varje option och termin med samma underliggande tillgång. Begränsningsreglerna skall ange antalet optioner och terminer på samma sida. Detta har närmare förklarats under definitionen av positionsbegränsning i 2 §. Det maximala antal positioner som någon får kontrollera skall fastställas så att det tillgodoser två syften. Dels skall risken för prismanipulationer motverkas och dels måste nivån ligga inom den ram grundsatsen i 3 § ger uttryck för. Tillvägagångssättet när det gäller att bestämma en lämplig nivå bör vara att man först anger den nivå som motiveras av risken för prismanipulationer. När detta gjorts skall en allmän skälighetsbedömning göras om den satta nivån är för hög i förhållande till de syften som 3 § skall tillgodose. Är så fallet blir det således grundsatsen i 3 § som blir avgörande för vilken nivå som skall anses vara godtagbar.

En positionsbegränsningsregel måste för att den skall vara verkningsfull kunna kontrolleras. Om inte någon kund till en optionsbörs tillåts att ha mer än ett konto kan antalet positioner kontrolleras utan svårighet. Såsom handeln fungerar i dag är det dock inget som hindrar en kund från att ha fler än ett konto och för OM och SOFE/Stockholms Clearinghus AB är kontona anonyma. Genom medverkan av det av OM och SOFE startade företaget Clearing Control Handelsbolag skulle det även med bibehållande av det nuvarande kontosystemet kunna utföras en positionskontroll, se avsnitt 3.2.4. Såsom utredningens förslag är utformat ankommer det på clearingorganisationen att presentera en metod för sådan kontroll.

Vilken metod som väljs bör alltså ankomma på clearingorganisationen att ange. Det väsentliga är att den fungerar i praktiken.

I punkt 5 anges att clearingorganisationen skall administrera lösentransaktioner och i den mån det behövs för att motverka risken för prismanipulationer ange lösenbegränsningsregler och kontrollera att dessa följs. Vid administration av leveranstransaktioner ankommer det på clearingorganisationen att utse den part som skall stå för sitt åtagande enligt optionen eller terminen genom att leverera den underliggande tillgången. Detta måste ske genom ett slumpmässigt urval för att principen om likabehandling skall anses uppfylld. Clearingorganisationen måste för bankinspektionen kunna redovisa att urvalet sker på ett rättvist sätt.

Motivet för att införa en lösenbegränsningsregel är att minska risken för att en corner- eller squeeze-situation uppstår. Detta har relativt utförligt redovisats i den allmänna motiveringen (avsnitt 6.3.3.15). Som framgår där finns det inte skäl att införa en regel om lösenbegränsning vad gäller de optioner och terminer som i dag förekommer på den svenska marknaden. Vad nu sagts gäller även för aktieoptionerna så länge kravet på leveranskapacitet för utfärdade köpoptioner och sålda terminer där köparen inte får begära leverans kvarstår. I det fall en ny option eller termin introduceras och en lösenbegränsningsregel anses motiverad kan kontrollen utföras på motsvarande sätt som gäller vid kontroll av att positionsbegränsningsreglerna följs.

En clearingorganisation skall enligt punkt 6 ange hur öppna balansen (antalet utestående kontrakt) och omsättningen beräknas. Uppgifter om öppna balansen och om omsättningen har betydelse för att kunna göra en riktig bedömning av marknadsläget. Beräkningen av öppna balansen och omsättningen kan dock göras på olika sätt. Det bör därför

ankomma på clearingorganisationen att redovisa hur beräkningen går till.

I punkt 7 anges vad en clearingorganisation skall göra i övrigt. Den skall övervaka att clearingverksamheten bedrivs under förhållanden som överensstämmer med lag, med villkoren för handeln och annan författning samt med god affärssed. Här fastslås således att det är clearingorganisationen som skall sköta den dagliga tillsynen och kontrollen av clearingverksamheten och se till att den sker på ett tillfredsställande sätt.

13 §

I paragrafen anges i vilka fall en clearingorganisation får ändra villkoren för handeln eller medge undantag från dessa utan att bankinspektionen först godkänt ändringen.

Enligt punkt 1 kan en clearingorganisation besluta om höjda säkerhetskrav. Vidare får en clearingorganisation därefter besluta om en återgång av säkerhetskraven till lägst den nivå som bankinspektionen tidigare godkänt. Regeln har tillkommit för att clearingorganisationen vid plötsliga, stora kurssvängningar snabbt skall kunna fordra in ytterligare säkerheter. Meningen är att denna möjlighet endast skall behöva tillgripas i undantagsfall. Som närmare redovisats i den allmänna motiveringen skall nämligen den av bankinspektionen godkända grundnivån vad gäller säkerhetskravet vara så väl tilltagen att den är tillräcklig även vid relativt kraftiga kurssvängningar. Därmed bör det heller inte vara något som hindrar att efter det att clearingorganisationen höjt säkerhetsnivån den även får besluta att sänka nivån dock lägst till vad som gällde tidigare. Ett förbud för clearingorganisationen att besluta om sänkning i nu beskrivet fall skulle nämligen kunna få till effekt att möjligheten att höja säkerhetsnivån inte utnyttjades av konkurrensskäl.

I paragrafens punkt 2 öppnas en möjlighet att medge undantag från positionsbegränsningsreglerna för en enskild kund om det finns särskilda skäl. Ett sådant skäl kan vara att kunden vill försäkra sin värdepappersportfölj genom att köpa säljoptioner och portföljen är så stor att kunden måste förfoga över fler optioner än vad som är tillåtet. Sådant medgivande får inte innefatta ett generellt undantag från positionsbegränsningsreglerna utan får endast avse en option eller termin relaterad till en viss underliggande tillgång och medgivandet skall vara tidsbegränsat.

14 §

Paragrafen tar upp två situationer när en clearingorganisation är skyldig att avsluta en kunds konto. Det första fallet anges i första stycket och inträffar när betryggande säkerhet enligt 16 § inte finns. Om särskilda skäl föreligger kan clearingorganisationen dock underlåta att avsluta kontot. Särskilda skäl kan föreligga om det endast fattas ett mindre belopp för att kunden skall komma upp i betryggande säkerhet. Dessutom bör clearingorganisationen ha sådan kännedom om kunden eller ha fått sådan särskild information att den på goda grunder kan utgå från att det felande beloppet kommer att inflyta inom en kortare tid.

Av andra stycket följer att clearingorganisationen har en motvarande skyldighet när det gäller brist i fråga om leveranskapaciteten enligt 17 §. I detta fall är clearingorganisationen alltid skyldig att avsluta kontot även om bristen skulle vara liten. Skälet härtill är att leveranskapacitetskravet motiverats utifrån blankningsförbudet. Finns inte leveranskapacitet enligt 17 § kan det, om en fondkommissionär genomfört affären för egen eller annans räkning, finnas risk för att en blankningssituation uppstår. För att förbudet mot blankning i fondkommissionslagen inte skall överträdas måste kravet på leveranskapacitet alltid vara uppfyllt.

Börstväng

15 §

Av paragrafen följer att clearingen inte får registrera avslut som skett utanför optionsbörsen vad gäller standardiserade optioner och terminer som upptagits för handel av denna. Paragrafen syftar till att inga avslut får registreras hos clearingen utan att de på optionsbörsen tillämpade kriterierna för rangordning av bud följts. En fondkommissionär som säljer optioner eller terminer ur sitt eget lager direkt till kunden kan t.ex. inte få avslutet registrerat hos clearingorganisationen. En fondkommissionär kan inte heller få ett avslut registrerat hos clearingorganisationen som han själv gjort mellan två kunder där han representerar både köpare och säljare. Vill fondkommissionären genomföra någon av nämnda affärer måste han göra avslutet på optionsbörsen. Genomförs affären i det datoriserade handlarsystemet måste fondkommissionären mata in sina resp. köp- och säljbud. I och med att buden kommer in i den datoriserade orderboken gäller kriterierna bästa pris följt av tid. Därmed får man till resultat att inga avslut registreras hos clearingorganisationen som sker till priser som ligger vid sidan av det rådande marknadsläget.

Börstväng betyder inte att alla affärer måste genomföras under den ordinarie öppethållandetiden. Den datoriserade orderboken kan vara tillgänglig även på kvällstid. Kvällsöppet kan dock vara olämpligt ur en annan synpunkt. Prissättningen på optioner och terminer har ett starkt samband med prissättningen på avistamarknaden. Detta har utvecklats i den allmänna motiveringen. Som där nämnts kan Stockholms fondbörs nya datasystem som tas i bruk under hösten 1988 innebära att prisinformationen om aktiekurserna förbättras. Detta skulle kunna leda till att prisinformation om aktiehandeln efter fondbörsens ordinarie stängningstid skulle finnas att tillgå i det s.k. SAX-systemet även under kvälls-

tid. Det bör som också nämnts i den allmänna motiveringen ankomma på bankinspektionen att i sin tillsynsfunktion övervaka om eventuell kvällshandel vid optionsbörserna ur nu diskuterad synvinkel kan ske på ett tillfredsställande sätt.

Bestämmelsen innebär inte någon inskränkning i clearingorganisationens möjlighet att registrera avslut som skett på andra ställen än på optionsbörsen avseende optioner eller terminer som inte upptagits för handel av optionsbörsen.

Säkerheter m.m.

16 §

Paragrafen anger att betryggande säkerhet skall ställas av den som utfärdar en option eller köper eller säljer en termin. Säkerheten skall vara betryggande under hela den tid som avtalet består.

Med betryggande säkerhet menas att säkerheten vid varje tid skall vara så stor att det med ianspråktagande av säkerheten går att avsluta det eller de konton som säkerheten avser. Som närmare utvecklats i den allmänna motiveringen, avsnitt 6.3.3.11, innebär detta att ett visst mått av över-säkerhet måste finnas. Säkerhet skall ställas av alla kunder. Några s.k. nollriskkunder får således inte förekomma i handeln.

Enligt 17 § skall leveranskapacitet finnas när någon utfärdar en köpoption avseende aktier och, i visst angivet fall, när någon säljer en aktietermin. Uppfyllandet av kravet på leveranskapacitet kan medföra att därmed även betryggande säkerhet ställts. Så är t.ex. fallet när den som utfärdar en köpaktieoption visar att han har leveranskapacitet genom

att deponera och pantförskriva aktierna.

I paragrafen anges att säkerhet skall ställas senast när avtalet ingås. För att detta krav skall kunna uppfyllas av en fondkommissionär måste denne redan då en kund lämnar uppdraget avkräva kunden erforderlig säkerhet.

17 §

Leveranskapacitet krävs enligt bestämmelsen endast i två fall. Sådan kapacitet skall finnas när någon utfärdar en köption avseende aktier och när någon säljer en aktie-termin. I sistnämnda fall gäller dock kravet endast när, enligt terminskontraktet, köparen äger rätt att begära leverans av aktierna. Saknar köparen enligt kontraktet rätt att begära leverans behöver säljaren inte visa att han har leveranskapacitet.

Leveranskapacitet måste i de angivna två fallen föreligga senast då avtalet ingås. Liksom vad som gäller för ställande av säkerhet innebär detta att en kund redan då ordern lämnas till en fondkommissionär måste uppfylla leveranskapacitetskravet.

Leveranskapacitetskravet kan uppfyllas genom deposition och pantförskrivning av aktierna eller genom anvisande av en motoption resp. en mottermin. I förekommande fall skall tilläggssäkerhet ställas så att det vid varje tidpunkt står klart att den som skall uppfylla leveranskapacitetskravet kan genom att utnyttja motoptionen eller motterminen få tillgång till de underliggande aktierna. Med motoption avses en innehavd köption avseende de ifrågavarande aktierna. Med mottermin avses en köpt termin avseende de ifrågavarande aktierna. Förutom att tilläggssäkerhet kan behöva ställas krävs också vad gäller motterminen att slutdagen för motterminen sammanfaller med eller inträffar tidigare än slut-

dagen för den sålda terminen. Skälet härtill är att leverans vad gäller terminskontrakten, till skillnad från vad som gäller för aktieoptionerna, inte kan begäras förrän på slutdagen. Även andra kombinationer är tänkbara, t.ex. att leveranskapacitetskravet för en såld termin täcks av en innehavd köpoption avseende samma aktie. Däremot är det inte tillfyllest att uppfylla leveranskapacitetskravet för en utfärdad aktieoption med en köpt aktietermin, eftersom utfärdaren av optionen kan bli skyldig att leverera aktierna när som helst under löptiden, medan han själv endast kan få leverans av aktierna enligt terminskontraktet på slutdagen.

18 §

Paragrafen anger att positions- och lösenbegränsningsregler skall vara utformade så att de motverkar förekomsten av prismanipulationer. Positionsbegränsningsregler skall finnas för alla optioner och terminer, dvs. för varje options- eller terminsklass. Lösenbegränsningsregler däremot behöver, som framgår av 12 § 5 p., bara införas om någon verklig risk för prismanipulationer finns. Detta får bedömas utifrån möjligheterna att genomföra en s.k. corner eller en squeeze. Reglerna har utförligt beskrivits i den allmänna motiveeringen, avsnitten 6.3.3.14 och 6.3.3.15.

Tillsyn

19 §

I paragrafen slås fast att optionsbörser och clearingorganisationer står under tillsyn av bankinspektionen.

20-23 §§

Paragraferna motsvarar 29-32 §§ lagen om Stockholms fondbörs. I 21 § har lagts till ett andra stycke som motsvarar 28 §

andra stycket fondkommissionslagen. Bestämmelserna har behandlats i den allmänna motiveringen, avsnitt 6.3.3.16.

24 §

Paragrafen ger bankinspektionen rätt att förbjuda en optionsbörs eller en clearingorganisation att fortsätta verksamheten under vissa förutsättningar. Förbud bör endast tillgripas om det är fråga om en allvarlig överträdelse av lagen eller av villkoren för handeln. Det kan också komma i fråga att förbjuda verksamheten om det förekommer upprepade, mindre allvarliga överträdelser och ledningen för optionsbörsen eller clearingorganisationen inte låter sig tillrättaföras av gjorda påpekanden. Om detta förekommer tyder det på en allmän olämplighet hos ledningen som bör medföra att verksamheten inte får fortsätta.

25 §

Paragrafens förebild finns i 31 § fondkommissionslagen (1979:748). Bankinspektionen har ett behov av att beträffande optionsbörser och clearingorganisationer kunna bruka tillsynsåtgärder som är mindre ingripande än att förbjuda verksamheten. I vissa lägen kan det vara så att inspektionen enligt 24 § i och för sig har grund för ett beslut om förbud. Inspektionen bör då ha möjlighet att i stället för att förbjuda verksamheten inskränka sig till att meddela en skriftlig erinran. Denna åtgärd blir alltså ett alternativ till förbud. En skriftlig erinran får förenas med föreskrift om rättelse.

Emellertid kan också i annat fall än som nu angetts missförhållande visa sig föreligga i optionsbörsens eller clearingorganisationens verksamhet. Också sådant missförhållande skall inspektionen kunna påtala. Detta sker i den lindrigare formen anmärkning. Någon möjlighet att förena en anmärkning med föreskrift om rättelse har inte förts in

i lagen. Det står dock inspektionen fritt att göra något uttalande om hur enligt dess mening missförhållandet kan avhjälpas. Det torde då ligga i optionsbörsens eller clearingorganisationens eget intresse att medverka till att rättelse sker.

26 §

I paragrafen, som har motsvarigheter i 7 kap. 3 § första och tredje stycket bankrörelselagen (1987:617), 32 § första och tredje stycket fondkommissionslagen (1979:748) och 13 § lagen (1980:2) om finansbolag, föreskrivs att bankinspektionen skall utse en revisor i en optionsbörs eller en clearingorganisation. Något krav på att revisorn skall vara auktoriserad har inte ställts upp. Avgörandet för om en auktoriserad revisor skall utses eller ej bör ankomma på inspektionen.

I andra stycket anges liksom vad gäller för banker, fondkommissionsbolag och finansbolag att optionsbörsen och clearingorganisationen skall betala revisorn det belopp som bankinspektionen bestämmer.

Avgift för tillsyn

27 §

Paragrafen innehåller en bestämmelse om att optionsbörser och clearingorganisationer skall betala vad bankinspektionens tillsynsverksamhet kostar enligt de närmare föreskrifter som regeringen anger. Bestämmelsen har kommenterats i avsnittet om kostnader och finansiering, avsnitt 8.

Avgifter vid optionsbörs och clearingorganisation

28 §

Paragrafen ger regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer möjlighet att, om så anses erforderligt, ange de avgifter som en optionsbörs eller en clearingorganisation får ta ut av kunderna. Exempel på när så kan tänkas vara fallet framgår av den allmänna motiveringen, avsnitt 6.3.3.17.

Hur man överklagar beslut

29 §

I paragrafen anges att bankinspektionens beslut får överklagas till regeringen. Rätten att överklaga gäller för alla beslut som bankinspektionen meddelar enligt lagen. Sådana beslut får verkställas omedelbart. Inhibition av beslutet kan meddelas av regeringen.

Tystnadsplikt

30 §

Paragrafen, som motsvarar 36 § lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs, innehåller en bestämmelse om tystnadsplikt för den som är eller har varit styrelseledamot, styrelsesuppleant eller befattningshavare vid en optionsbörs eller en clearingorganisation om vad han under uppdraget eller i tjänsten fått veta om annans affärs- eller personliga förhållanden. Den som bryter mot bestämmelsen kan dömas för brott mot tystnadsplikt enligt 20 kap. 3 § brottsbalken. En förutsättning för att ansvar skall kunna utkrävas är att yppandet eller nyttjandet av vad som meddelats har skett obehörigen. Obehörigt yppande eller nyttjande föreligger inte om den som berörs av åtgärden har lämnat medgivande till den. Inte heller torde ansvar kunna komma i fråga om den som

berörs av åtgärden inte kan lida någon skada av att uppgiften yppas eller nyttjas. Tystnadsplikt kan brytas av vittnesplikt eller annat tvingande skäl.

Förbud mot handel i vissa fall

31 §

Paragrafen innehåller en bestämmelse om förbud för befattningshavare vid en optionsbörs eller en clearingorganisation att för egen eller annans räkning handla med standardiserade optioner eller terminer.

Förbudet mot egen handel gäller förutom för befattningshavaren själv även för närstående fysiska personer. Med befattningshavare avses även revisor som är knuten till en optionsbörs eller en clearingorganisation. Det är varken för befattningshavaren eller för övriga uppräknade fysiska eller juridiska personer tillåtet att, för egen del eller såsom ombud för någon annan, göra affärer med standardiserade optioner eller terminer som upptagits för handel av någon optionsbörs. Förbudet är således inte knutet enbart till befattningshavarens egen arbetsplats. Såsom närmare utvecklats i den allmänna motiveringen omfattar förbudet inte sådan neutral mäklarverksamhet som kan utföras inom en optionsbörs av där anställd personal. Med sambo avses person med vilken befattningshavaren sammanbor under äktenskapsliknande former.

När det gäller förbudet för juridisk person krävs att befattningshavaren har ett väsentligt inflytande över verksamheten och att denne eller någon närstående eller flera av dem har en väsentlig ekonomisk gemenskap som grundas på andelsrätt eller därmed jämförligt ekonomiskt intresse.

Med väsentligt inflytande över verksamheten förstås att befattningshavarens inflytande på verksamheten i dess helhet

är så betydande att det ekonomiska resultatet i väsentlig mån är beroende av han förmåga, handlande eller ståndpunkts- tagande. Han skall alltså ha en ledande ställning och kunna påverka viktiga beslut t.ex. såsom styrelseledamot eller i egenskap av en av några få delägare (se prop. 1971:130 s. 32 f.).

Kravet på väsentlig ekonomisk gemenskap anger ett förhållandevis betydande mått, t.ex. att befattningshavaren äger en tredjedel av andelarna i ett bolag eller är berättigad att uppbära en tredjedel av avkastningen från en stiftelse. Denna allmänna riktpunkt för bedömningen utesluter dock inte att en mindre proportion ibland kan anses tillräcklig t.ex. om de återstående aktierna i ett bolag är fördelade på många händer (se prop. 1971:130 s. 32).

Ansvar

32 §

Bankinspektionen får enligt 24 § förbjuda en optionsbörs eller en clearingorganisation att fortsätta med verksamheten. Den som i strid mot ett sådant förbud ändå fortsätter att bedriva verksamhet kan straffas enligt förevarande paragraf. Även den som i strid mot bestämmelsen i 31 § gör affärer med standardiserade optioner och terminer kan straffas enligt denna bestämmelse. För ansvar krävs uppsåt.

33 §

Paragrafen föreskriver straff för den som driver options- börs- eller clearingverksamhet utan att villkoren för handeln blivit godkända av bankinspektionen. Ansvar ådöms både vid uppsåt och oaktsamhet.

34 §

Paragrafen, som har sin motsvarighet i 48 § fondkommissionslagen (1979:748), innehåller en bestämmelse som innebär att styrelseledamot eller befattningshavare vid en optionsbörs eller en clearingorganisation som uppsåtligen eller av oaktsamhet lämnar oriktiga uppgifter om verksamheten eller vilseleder bankinspektionen genom ej rättvisande redovisning skall kunna straffas med böter eller fängelse i högst ett år. Om förseelsen är ringa skall ej fällas till ansvar.

Med uttrycket rättvisande redovisning avses att det material som inspektionen fått del av skall vara fullständigt, korrekt, ändamålsenligt och jämförbart. Uppfyller materialet inte dessa kriterier kan det innebära ett vilseledande.

Övergångsbestämmelse

Bestämmelsen har motiverats i den allmänna motiveringen, 6.3.3.21, vartill hänvisas.

9.2 Förslagen till lag om ändring i

17 § första stycket lagen (1985:571) om
värdepappersmarknaden,

1 § 1 och 15 § första stycket fond-
kommissionslagen (1979:748),

25 § andra stycket lagen (1979:749) om
Stockholms fondbörs och

2 kap. 2 § bankrörelselagen (1987:617)

Ändringsförslagen har utförligt beskrivits i den allmänna motiveringen (avsnitt 7).



SÄRSKILDA YTTRANDEN**Särskilt yttrande av experten Ragnar Lindgren**

Utredningen föreslår, att regeringen skall ges rätt att fastställa de högsta avgifter som får tas ut av en optionsbörs eller en clearingorganisation. Motiven anges i avsnitt 6.3.3.17.

Jag anser detta vara en onödig reglering. För det första saknas objektiva normer för att bedöma vilka avgifter som är rimliga. För det andra kan nya konkurrenter etablera sig om de befintliga företagen skulle missbruka sin ställning. För det tredje är det inte frågan om nödvändighetsvaror utan om en ny marknad som skapats av de nu verksamma företagen och som även vid monopolprissättning skulle vara till nytta för konsumenterna.

Särskilt yttrande av experten Tore Arvidsson

Det är befogat att optionsutredaren föreslår att handel med optioner och terminer ställs under samhällets tillsyn. Emellertid går det ej att bryta loss villkor och övriga regler för denna handel utan att ta ställning till de övergripande frågorna om vem och vilka som skall få organisera sådan handel, hur marknaden i övrigt bör vara organiserad och de s.k. derivata instrumentens plats i olika lagar som behandlar börspapper och andra värdepapper. Varje lagstiftning utan formella regler om auktorisation skulle nämligen i praktiken leda till en "auktorisering" av aktörer och föregripa värdepappersmarknadskommitténs resultat. Det är inte acceptabelt om bankinspektionen tvingas godkänna handelsregler m.m. som överensstämmer med redan existerande regler på marknaden - utan att samtidigt kunna kvalitetspröva det bolag som avser att organisera en marknad.

Därför bör utredningens material i sin helhet lämnas över till värdepappersmarknadskommittén utan att man lämnar något lagförslag. Även om det verkar fördröjande, är den åtgärden acceptabel, eftersom den nuvarande ordningen med en indirekt tillsyn över marknaden t.v. kan hanteras. Först därefter är situationen mogen och lämpad för lagstiftning.

Om likväl ett förslag om handelsvillkor läggs fram av utredningen, är det angeläget att - såsom en av förutsättningarna för bankinspektionens godkännande - 3 § förs in som första punkt under 5 §. En sådan ordning bör nämligen gälla att kompetens- och lämplighetskrav blir framhävda genom den nya lagen.

Kravet på att innehavare av säljoption skall förfoga över underliggande egendom bör kvarstå tills värdepappersmarknadskommittén utrett frågan om derivathandelns verkningar i olika hänseenden.

Särskilt yttrande av experten Leif Vindevåg

Optionsutredningen har enligt regeringens direktiv av den 15 januari 1987 haft att kartlägga och beskriva handeln med optioner och andra liknande finansiella instrument samt sätta in denna form av handel i ett samhällsekonomiskt perspektiv. Utredningen uppdrogs dessutom att lämna förslag på hur marknaden för optioner m.m. skall vara organiserad och vilka regler som skall gälla för handeln där.

Vid regeringssammanträdet 1987-02-26 tillsattes därtill en parlamentarisk utredning med ett bredare formulerat uppdrag att överse hela värdepappersmarknaden. Denna senare, Värdepappersmarknadskommittén, förväntades slutföra sitt arbete före utgången av år 1988.

Optionsutredningen har med den föreliggande rapporten fullgjort uppdraget att kartlägga och beskriva handeln med optioner m.m. samt belyst den samhällsekonomiska betydelsen av denna handel. Vad gäller frågan om optionsmarknadens organisation har utredningen däremot funnit att detta är en fråga som måste lösas tillsammans med besluten om övriga delar av värdepappersmarknaden. Frågan överlämnas därför till Värdepappersmarknadskommittén utan ställningstagande från Optionsutredningen. Jag ansluter mig till denna principuppfattning. På samma grund anser jag samtidigt att Optionsutredningen borde avstått från att lämna förslag till handelsregler m.m. att utgöra en interimistisk kodifiering till dess ett heltäckande förslag föreligger från Värdepappersmarknadskommittén.

Enligt min uppfattning måste ett förslag till handelsregler utgå från den organisation som beslutats. Av detta följer att interimistiska regler, oavsett vilka förbehåll som görs, kan tolkas som en auktorisation av nuvarande regler och aktörer på ett sätt som binder den parlamentariska utredningen. Därtill skulle de interimistiska reglerna endast vara i kraft under något år, innan de ersätts av Värdepappersmarknadskommitténs samlade lösning för organisation och regler.

Jag anser att regelutvecklingen på derivatmarknaderna i stort sett varit tillfredsställande och att samrådet med Bankinspektionen syns ha fungerat bra. Däremot kan det upplevas som ett problem att optionsmarknaderna som sådana ej uttryckligen står under Bankinspektionens kontroll. Detta hade dock kunnat avhjälpas utan ett omfattande och detaljerat förslag till handelsregler. Jag anser att Optionsutredningen borde stannat vid att, i avvaktan på Värdepappersmarknadskommitténs förslag, ett särbeslut måtte fattas som fastslår att optionsbörsverksamhet etc. kräver Bankinspektionens godkännande och att verksamheten står under inspektionens kontroll.

Kommittédirektiv

Bilaga 1

Dir. 1987:1

Handeln med optioner m. m.

Dir. 1987:1

Beslut vid regeringssammanträde 1987-01-15.

Statsrådet Johansson anför.

Mitt förslag

Jag föreslår att en särskild utredare tillkallas för att utreda frågor som rör optioner avseende bl. a. aktier samt andra finansiella instrument. Utredaren bör kartlägga och beskriva handeln med optioner och liknande finansiella instrument. Han bör vidare lämna förslag till hur marknaden för optioner m. m. i Sverige skall vara organiserad för att fylla de krav på neutralitet och självständighet som måste tillgodoses. Dessutom bör utredaren lämna förslag till vilka regler som bör gälla för sådan handel.

Utgångspunkter

Värdepappersmarknadens utveckling under 1980-talet

Under 1980-talet har den svenska värdepappersmarknaden genomgått betydande förändringar. Nya marknader har vuxit fram. Omsättningen har stigit brant.

År 1980 var antalet företag med aktier registrerade vid Stockholms fondbörs 103. Vid utgången av år 1986 hade antalet ökat till 161. Även omsättningen av aktier vid fondbörsen har ökat kraftigt – från 7 598 milj. kr. år 1980 till 83 400 milj. kr. år 1985. För år 1986 uppgick omsättningen till 142 miljarder kr. Kursstegringarna har också varit kraftiga för flertalet börsregistrerade aktier. Det totala börsvärdet har stigit från 56 miljarder kr. i slutet av 1980 till 450 miljarder kr. vid utgången av år 1986.

Genom OTC-marknaden har en ny marknad för organiserad handel med ej börsregistrerade aktier i små och medelstora företag vuxit fram. Antalet företag med OTC-registrerade aktier har från starten 1983 till utgången av år 1986 mer än fördubblats – från 32 till 72. Marknadsvärdet på dessa aktier har

ökat från 3 200 milj. kr. år 1983 till 11 200 milj. kr. år 1986. Omsättningen uppgick under 1986 till 2,1 miljarder kr.

Vid sidan av den traditionella handeln med aktier har handel med nya instrument utvecklats främst på penningmarknaden. Exempel härpå är statsskuldväxlar, bankcertifikat, företagscertifikat och olika typer av reverser.

Utomlands har vid sidan av aktier och penningmarknadsinstrument nya finansiella instrument utvecklats. Hit hör bl. a. *optioner*, dvs. avtal mellan två parter vilka ger den ena parten rätt att till ett bestämt pris köpa eller sälja t. ex. värdepapper med valfrihet att utnyttja denna rätt samt *terminer*, dvs. avtal om framtida köp eller försäljning av viss egendom till ett redan vid avtalstidpunkten bestämt pris. För att göra handeln med dessa rättigheter effektivare har standardiserade kontrakt utvecklats. Standardiserade terminskontrakt kallas vanligen *futures*. Särskilda marknader för handeln med standardiserade kontrakt har organiserats på många håll. Den standardiserade optionshandeln avsåg ursprungligen aktier men omfattar numera även t. ex. aktieindex, valutor, obligationer och råvaror. Marknaden för *futures* avsåg till en början främst kontrakt avseende råvaror men omfattar numera också t. ex. värdepapper och valutor.

I Sverige finns sedan sommaren 1985 en organiserad handel med köpoptioner avseende aktier. Marknaden, som handhas av ett fondkommissionsbolag, har snabbt vuxit i omfattning. Under år 1985 uppgick sålunda omsättningen till 505 milj. kr., varav nästan hälften under december månad. År 1986 uppgick omsättningen till ca 10 miljarder kr. Nyligen startades handel i aktiefondsoptioner, som närmast är ett slags indexoptioner. Inom en snar framtid kan handel i säljoptioner avseende aktier förväntas. Under 1986 kom också en handel med standardiserade ränteoptioner i gång, dvs. optioner på räntebärande obligationer. Vidare har under senhösten 1986 ett annat fondkommissionsbolag tillkännagett att man under år 1987 kommer att påbörja handel med aktieindexoptioner och aktieindexterminer.

Lagstiftningen på värdepappersmarknaden

Den lagstiftning som reglerar handeln med värdepapper i Sverige har förnyats och kompletterats under de gångna åren. Eftersom den tillkommit innan handeln med standardiserade aktieoptioner introducerats i vårt land saknar lagstiftningen i stor utsträckning bestämmelser som är direkt tillämpliga på aktieoptioner och liknande instrument. Genom en lagändring som trädde i kraft den 1 juli 1986 (prop. 1985/86:151, NU 27, rskr. 287, SFS 1986:313) har emellertid aktieoptioner jämförts med fondpapper såvitt avser lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden. Detta innebär bl. a. att

förbuden mot insiderhandel och skyldigheten att upprätta avräkningsnotor numera också gäller beträffande aktieoptioner. Emellertid faller aktieoptioner och liknande finansiella instrument inte in under den definition på fondpapper som finns bl. a. i fondkommissionslagen (1979:748) och lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs. Detta innebär bl. a. att dessa lagar, som har tillkommit för att trygga en sund utveckling av handeln med aktier och andra fondpapper, inte är tillämpliga på aktieoptioner o. d. Inte heller kan officiell handel med och notering av kurs beträffande sådana instrument ske vid Stockholms fondbörs.

Marknadens organisation m. m.

Optionsmäklarna

Den handel med främst standardiserade köpoptioner avseende aktier som i juni 1985 började i Sverige sker genom ett fondkommissionsbolag – Stockholms Optionsmarknad OM Fondkommission Aktiebolag (OM). Som fondkommissionsbolag står OM under bankinspektionens tillsyn. De standardiserade villkor som gäller för handeln med optioner har fastställts av OM efter samråd med bankinspektionen.

OM ägs av företagets grundare samt några investmentbolag.

OM:s ägare har nyligen meddelat att man som förberedelse till en börsintroduktion av företagets aktier avser att sprida ägandet genom försäljning av aktier till bl. a. övriga fondkommissionärer och allmänheten.

I samband med att OM började sin verksamhet beslöt styrelsen för Stockholms fondbörs att tillsätta en arbetsgrupp (Börsens Optionsgrupp) för att utreda och överväga frågor om organisationen av och ansvaret för den framtida optionsmarknaden i Sverige. Arbetsgruppen avlämnade i januari 1986 en rapport benämnd "Utredning och överväganden om en framtida svensk marknad för standardiserade optioner". Börsstyrelsen, som ställt sig bakom de i rapporten uttalade slutsatserna, har överlämnat rapporten till finansdepartementet för beaktande i lagstiftningsarbetet i anledning av en framställning från bankinspektionen om lagstiftning beträffande aktieoptioner.

I rapporten diskuteras bl. a. organisationen av optionsmarknadens centrala funktioner. Därmed avses i första hand marknadsplats, vars operativa huvuduppgift är att svara för prisbildning och att upprätta förslag till avslut mellan köpare och säljare, och clearingfunktion, vars uppgift är att binda samman parterna och se till att kravet på solvens är uppfyllt.

Arbetsgruppen har diskuterat tre olika modeller beträffande organisationsformen. En av dem är en privat organisation med begränsad ägarkrets

och driven i vinstsyfte. En annan är en neutral serviceorganisation med spritt ägande, som drivs utan vinstsyfte. En tredje modell är en organisation efter mönster av Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag. I rapporten redovisas olika synpunkter på modellerna. Arbetsgruppen konstaterar att det, eftersom optionsmarknaden uppenbarligen har flera beröringspunkter med aktiemarknaden och därmed Stockholms fondbörs, ligger närmast till hands att inrikta ansträngningarna på den modell som har formen av en neutral serviceorganisation med spritt ägande och driven utan vinstsyfte. Avgörande skäl är bl. a. att en sådan organisation bäst svarar mot kraven på objektivitet och självständighet. Några av arbetsgruppens ledamöter har senare i en skrivelse till finansdepartementet anfört att optionshandeln enligt deras mening inte bör länkas in under fondbörsen. I stället bör man finna andra former i samverkan med handeln och baserade på hittills vunna erfarenheter.

Penningmarknadsmäklarna

I slutet av oktober 1986 meddelade Penningmarknadsmäklarna PM Fondkommission Aktiebolag (PM) att man tillsammans med några större kapitalförvaltare tagit initiativ till en ny options- och terminsmarknad. Verksamheten, som skall drivas genom ett särskilt bolag – Sweden Options and Futures Exchange Aktiebolag (SOFE) – skall till en början avse handel med och notering av aktieindexterminer och aktieindexoptioner. Avsikten är att verksamheten så småningom också skall omfatta optioner i räntebärande papper och aktier. Enligt PM:s planer skall handeln vid SOFE starta i början av 1987.

PM har erbjudit samtliga banker och fondkommissionsbolag att teckna aktier i SOFE.

Som tidigare nämnts hindrar den nuvarande börslagstiftningen – lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs – bl. a. att officiell handel och notering av kurs avseende aktieoptioner och liknande sker vid Stockholms fondbörs. Börslagstiftningen anses emellertid inte hindra att börsstyrelsen – liksom är fallet i fråga om t. ex. OTC-aktier – tillåter en inofficiell handel i de nya instrumenten i börslokalerna. Initiativtagarna till SOFE har framfört önskemål om att visst samarbete skall tas upp med Stockholms fondbörs. Dessutom har Stockholms fondbörs erbjudits en ensidig rätt att under 1989 förvärva samtliga aktier i SOFE till substansvärdet.

Riksdagsbehandling

Näringsutskottet har i ett betänkande om fondbörsverksamhet (NU 1986/87:4) hemställt att riksdagen hos regeringen begär en översyn av

förhållandena på värdepappersmarknaden i enlighet med vad utskottet anfört i betänkandet. Riksdagen har den 19 november 1986 bifallit vad utskottet hemställt (rskr. 1986/87:20). Tillkomsten av nya placeringsinstrument, såsom aktieoptioner m. m., är bland de frågor som enligt betänkandet bör bli föremål för utredning eftersom det är viktigt att lagstiftningen anpassas till utvecklingen på värdepappersmarknaden. Utskottet har vidare uttalat att det kan visa sig erforderligt att någon av de frågor som tas upp i betänkandet utreds i särskild ordning.

Uppdraget

I prop. 1985/86:151 har jag uttalat att det är nödvändigt att, i likhet med vad som gäller för aktiehandeln, skapa garantier för att även handeln med aktieoptioner bedrivs så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. Detta gäller givetvis också handeln med andra optioner och liknande finansiella instrument. Jag sade också i propositionen att jag senare skulle ta ställning till frågan hur behövligt beslutsunderlag skall tas fram för hur handeln med aktieoptioner och liknande finansiella instrument skall organiseras och de närmare förutsättningarna för handeln. På grund av uppgiftens omfattning och karaktär anser jag att ytterligare utredning behövs.

Utvecklingen när det gäller introduktion av nya finansiella instrument har, som framgått av det föregående, gått mycket snabbt och ytterligare nya instrument kan förväntas tillkomma. Det är därför enligt min mening erforderligt att vissa frågor avseende optioner och liknande skyndsamt utreds i särskild ordning vid sidan av den översyn av fondbörsverksamheten, som riksdagen begärt. Jag förordar därför att en särskild utredare tillkallas för att utreda vissa frågor rörande handeln med optioner m. m.

Utredaren bör kartlägga och beskriva handeln med optioner och andra liknande finansiella instrument samt sätta in denna form av handel i ett samhällsekonomiskt perspektiv. Utredaren bör dessutom lämna förslag på hur marknaden för optioner m. m. skall vara organiserad och vilka regler som skall gälla för handeln där.

Riktlinjer för arbetet

Marknadens organisation

En av utredarens viktigaste uppgifter är att överväga hur marknaden för optioner och liknande finansiella instrument skall vara organiserad. Utredaren bör därvid, som jag redan antytt i prop. 1985/86:151, i första hand

undersöka förutsättningarna för att på något sätt knyta handeln till Stockholms fondbörs (jfr prop. 1978/79:9 s. 163–164). Liksom för aktiemarknaden måste höga krav på oberoende, självständighet och offentlig insyn ställas på den som anförtros ansvar för marknad för optioner och liknande. I detta sammanhang bör utredaren också överväga bl. a. vilka olika aktörer som skall få uppträda på marknaden som market maker och vilka krav som bör ställas på dessa.

Handelsregler m. m.

Som jag tidigare nämnt är aktieoptioner o. d. inte fondpapper. De bestämmelser om handel med värdepapper som finns i fondkommissionslagen och lagen om Stockholms fondbörs avser i de flesta fall fondpapper. Detsamma är i och för sig fallet i lagen om värdepappersmarknaden. Emellertid har som tidigare framgått aktieoptioner, såvitt avser värdepappersmarknadslagen jämförts med fondpapper, genom en lagändring, som trädde i kraft den 1 juli 1986. Som framgår av prop. 1985/86:151 har bankinspektionen i en skrivelse till regeringen 1985 föreslagit att aktieoptioner skall klassificeras som fondpapper i den lagstiftning som reglerar handeln med värdepapper. Skrivelsen har remissbehandlats. Frågan om vilka handelsregler som skall gälla för optionshandeln har också varit föremål för överväganden i Börsens Optionsgrupp.

Med utgångspunkt i nyssnämnda material bör utredaren undersöka i vad mån nuvarande regler om handel med värdepapper kan göras tillämpliga också på handeln med optioner och liknande instrument. Om så inte är fallet och om kompletterande regler också i övrigt behövs skall utredaren lägga fram förslag härtill. Reglerna bör enligt min mening bygga på den grundsats som kommit till uttryck i 2 § lagen om värdepappersmarknaden: Handel med och förvaltning av fondpapper skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras.

I samband med handelsreglerna bör utredaren också överväga det säkerhetssystem, som erfordras för att en optionsmarknad skall fungera. En given utgångspunkt är att garantier skapas för en betryggande offentlig tillsyn över verksamheten. Säkerhetsfrågorna kan kräva särskilda överväganden av finansiell natur. Speciellt viktigt är detta i fråga om clearingfunktionen. Hur dessa ekonomiska problem skall lösas utan att handeln tyngs av alltför höga transaktionskostnader torde kräva särskilda överväganden.

Utredaren bör också överväga vilka andra frågor än de som här särskilt har angetts som bör tas upp och redovisas i utredningsarbetet. Exempel härpå är

fondkommissionslagens bestämmelser om fondkommissionärs handelslager av värdepapper och om kapitaltäckning.

Utredaren bör beakta de direktiv (Dir. 1984:5) som utfärdats till samtliga kommittéer och särskilda utredare.

Utredaren bör slutföra sitt arbete före utgången av år 1987.

Hemställan

Med hänvisning till vad jag nu anfört hemställer jag att regeringen bemyndigar det statsråd som har till uppgift att föredra frågor om kredit- och fondväsendet

att tillkalla en särskild utredare – omfattad av kommittéförordningen (1976:119) – med uppdrag att se över handeln med optioner m.m.,

att besluta om sakkunniga, experter och sekreterare och annat biträde åt utredaren.

Vidare hemställer jag att regeringen beslutar att kostnaderna skall belasta sjunde huvudtitelns anslag Utredningar m. m.

Beslut

Regeringen ansluter sig till föredragandens överväganden och bifaller hans hemställan.

(Finansdepartementet)



OPTIONS- OCH TERMINSHANDEL
DET SAMHÄLLSEKONOMISKA PERSPEKTIVET
Ragnar Lindgren, Handelshögskolan.

I denna bilaga diskuteras de nya instrumentens samhällsekonomiska effekter. Varför har de uppkommit? Har de en samhällsekonomisk funktion? Hur påverkas marknaderna för underliggande tillgångar såsom aktier och obligationer av options- och terminshandeln? Hur påverkas sparandet och företagens kapitalanskaffning? Påverkas stabiliseringspolitikens effektivitet och riksbankens möjligheter att bedriva marknadsoperationer? Ökar penningefterfrågan och medför det i så fall några problem? Det är några av de frågor som skall behandlas. Det kommer också att diskuteras om de samhällsekonomiska vinsterna av handeln i de nya instrumenten kan ätas upp av ökade transaktionskostnader i den finansiella sektorn och om statens skatteintäkter ökas eller minskas. Av stort intresse är också att diskutera om options- och terminshandeln lockar till spekulation som medför en snedare inkomstfördelning i samhället och om förluster på denna handel kan äventyra finansinstitutens säkerhet. Slutligen skall några samhällsekonomiska synpunkter lämnas på valet av marknadsform för handeln i de nya instrumenten och då speciellt på valet mellan monopol och fri etableringsrätt.

VARFÖR FINNS TERMINER OCH OPTIONER?

Framtiden är oviss. Hushåll och företag vet inte vilka behov de kommer att ha eller hur mycket de kommer att kunna producera. Än mindre vet de om priserna kommer att stiga eller sjunka. Beslut som berör framtiden fattas under osäkerhet. Men vare sig hushåll eller företag vill ta stora risker utan särskild ersättning. Man vill i allmänhet hellre ha en säker framtida inkomst än en osäker, om den osäkra i genomsnitt är lika stor som den säkra. Man vill också gärna försäkra sig mot oförutsedda behov och produktionsbortfall.

Det finns därför behov av marknader för framtida leveranser och för villkorade leveranser. Sådana marknader kan i bästa fall minska risken för både köpare och säljare. I andra fall medger de bara en omfördelning av risken från dem som har svårt att ta den till sådana som har lättare att bära den. Att någon vill åta sig att bära risk kan bero på större förmögenhet, större riskbenägenhet eller bättre information om den verkliga riskfördelningen. Ibland, såsom vid vanlig försäkringsverksamhet, kan försäkringsgivaren ta risken därför att han lämnar många försäkringar med av varandra oberoende skadeutfall och med rimlig säkerhet kan beräkna hur stor den totala skadeersättningen blir under ett år.

Varför finns det då inte fullständiga marknader för framtida leveranser och för villkorade leveranser? Om sådana marknader funnes, skulle det också finnas marknadspriser för leveranser vid alla framtida tidpunkter och vid alla olika verkliga utfall av relevanta osäkerhetsfaktorer. Exempelvis skulle det finnas ett marknadspris på koppar, som levereras 1994, om det är strejk i Chile.

Ett skäl till att framtidsmarknaderna är ofullständiga är höga transaktions- och informationskostnader. Antalet olika tänkbara kontrakt är mycket stort. Det blir relativt få köpare och säljare för varje tänkbart kontrakt. Dessa får svårt att nå varandra och det blir dyrt att sprida information om alla priser. Ett vanligt sätt att formulera detta problem är att säga att marknaderna blir alltför tunna. En lösning är att skapa standardiserade kontrakt, som visserligen inte exakt motsvarar vad varje hushåll och företag helst skulle vilja ha men som ändå gör det möjligt att komma väsentligt närmare den ideala riskallokeringen.

Andra skäl till att marknaderna är ofullständiga är, att det visat sig vara svårt att utforma långsiktiga avtal så att de verkligen blir bindande för parterna, även om marknadsprisutvecklingen kraftigt avviker från det avtalade priset, och att diskussioner lätt kan uppstå om tolkningen av avtalsvillkoren. På en del marknader såsom försäkringsmarknader är det också problem med asymmetrisk information om framtida risker. Om försäkringsgivaren har sämre information om exempelvis den försäkrades hälsa än vad den försäkrade själv har, finns det risk för att endast de som har sämst hälsa tar försäkringar och att premienivån blir mycket hög. I sämsta fall medför detta negativa urval att försäkringen inte är lönsam vid någon premienivå och att marknaden därför försvinner.

Det finns alltså ett behov av marknader för framtida leveranser och en brist på sådana marknader. Termins- och optionsmarknaderna fyller en del av detta tomrum. Deras funktion är att göra det möjligt att handla med risk. Den som så vill kan gardera sig mot en oförmånlig prisutveckling. Andra kan få betalt för att ta på sig risk. Det är också möjligt att en del vill betala för möjligheten att vinna på en gynnsam prisutveckling. Ur denna synpunkt påminner de nya instrumenten om försäkringar och lotterier. Försäkringar innebär, att försäkringstagarna betalar ett begränsat belopp för att försäkra sig mot risken att göra stora förluster om något ogynnsamt inträffar. Lotterier innebär, att köparen betalar ett mindre belopp för att få en liten chans att vinna stora pengar. Säljaren tar ingen risk eftersom det totala vinstbeloppet är fastställt från början. Lotterier innebär alltså att man skapar risk som inte finns naturligt, därför att det finns efterfrågan på vissa former av begränsat risk-/chanstagande.

De äldsta nu fungerande termins- och optionsmarknaderna är de för råvaror och jordbruksprodukter. Priserna på dessa produkter fluktuerar kraftigt på världsmarknaden och producenterna har goda skäl att vilja sälja sin produktion till fasta priser innan de investerar i en ny gruva eller planterar en viss gröda. Särskilt angeläget blir detta för producentländer som är specialiserade på en eller två produkter och där inget socialt skyddsnät kan fungera om prisutvecklingen skulle bli ogynnsam. Det finns dock inte många marknader för längre löptider. Troligen beror detta på att få köpare har intresse av att gardera sig för fasta priser på längre sikt. De förädlar produkterna och deras försäljningspriser beror på längre sikt på råvarornas aktuella marknadspriser. För spekulanter blir tydligen riskerna och de erforderliga kapitalbehoven alltför stora. Försök med internationella fonder och lagerhållning, såsom tennavtalet, har ju också misslyckats. Men på kortare löptider kan marknaderna fungera genom att köparna har intresse av att köpa till fasta priser och genom att spekulanternas risktagande blir begränsat. I princip är det också möjligt att försäkra sig på längre sikt genom att omsätta kortare termins- eller optionskontrakt. Om man exempelvis vill försäkra priset på en leverans om två år, kan man sälja på termin på ett år och efter detta år göra ett nytt ettårigt terminskontrakt. Den vinst eller förlust som man gör vid avräkning av det första årets terminskontrakt motsvarar i stort sett den förlust eller vinst som man gör genom ändrat pris i det andra årets terminskontrakt.

Även på valutamarknaderna har terminsaffärer förekommit sedan länge. Exportörer och importörer i ett land tvingas göra affärer i ett annat lands valuta. Ofta förflyter lång tid från det att order tecknas tills betalning sker. Under den tiden kan valutakursen ändras så att hela marginalen på affären och mer därtill går förlorad. Om företaget inte har andra affärer i samma valuta och i motsatt riktning, har det därför intresse av att eliminera valutarisken genom att redan vid ordertillfället sälja respektive köpa valutan på termin. Ofta finns det företag i det egna eller i det andra landet som gjort affärer i motsatt riktning och som också har intresse av att terminssäkra sig. Då kan terminsaffären innebära att risken minskas för bägge parter. Vid andra tillfällen balanserar utbudet och efterfrågan på en viss valuta inte exakt utan det finns utrymme för spekulanter/försäkringsgivare som mot en riskpremie är beredda att hålla "fel" valuta. Om företaget inte har en fast order utan bara lämnat en bindande offert, kan det inte göra en terminsaffär utan vill hellre göra en optionsaffär. Motparten kan vara något företag som har skulder i den främmande valutan och som tyckt att det varit för dyrt att terminssäkra sig eller en bank, som håller en i stort sett riskfri portfölj av valutor och optioner.

Generellt gäller, att skillnaden mellan en termin och en option är att terminen innebär både rätt och skyldighet att köpa eller sälja till ett visst pris under det att optionen ger en rätt utan någon skyldighet. När man vet att man kommer att vilja köpa eller sälja en viss kvantitet kan därför terminen vara tillfyllest. När man inte vet att man har något att sälja (exempelvis pga osäkert skördeutfall) och när man inte vet om man verkligen kommer att behöva det man försäkrar sig om, kan däremot terminsaffären innebära en avsevärd risk. För den, som ogärna tar risker, är det då värt en extra betalning att i stället få en option, som ger valfrihet.

Även när den underliggande tillgången inte är råvaror eller valutor utan värdepapper såsom aktier och obligationer så är terminernas och optionernas funktion att göra det möjligt för var och en att välja den riskprofil som han föredrar vid rådande marknadspriser. Genom att möjligheter till termins- och optionsaffärer finns, kan placerarna skraddarsy sin riskprofil. Deras totala krav på ersättning för att bära den risk som aktierna och obligationerna medför blir därigenom lägre. Detta medför då ett något lägre avkastningskrav och därmed lägre kapitalkostnader för investerarna.

Svenska företag finansieras i huvudsak med aktier och obligationer. Osäkerheten om företagets framtida utveckling bärs i huvudsak av aktieägarna. Obligationernas värde påverkas inte så länge inte företaget riskerar att gå i konkurs. Vid tillräckligt dåligt utfall ger obligationerna förlust. Aktiernas värde är direkt proportionellt mot företagets värde efter avdrag för skulderna. Om det bara finns dessa instrument, så får den som vill vara med och finansiera företaget välja någon kombination av aktier och obligationer. Genom att företagets avkastning delats upp på två olika instrument kan man välja hur stor del av företagsrisken man vill ta i förhållande till investeringens storlek. Den som är försiktig investerar i en portfölj med relativt mycket obligationer och blir därmed inte särskilt känslig för aktiekursens utveckling. Den mer riskvillige köper kanske bara aktier och den som vill ta ännu större risk belånar sina aktier för att kunna köpa fler. Då tar han större risk att bli ruinerad men tjänar också mer om aktiekursen stiger. Om det är tillåtet att sälja lånade aktier (short selling eller blankning), kan man också satsa på att aktiekursen sjunker och placera mer än det egna kapitalet i obligationer. Man har då ett negativt innehav av aktier. Genom att välja belåningsgrad kan man alltså välja hur känslig portföljens värde är för aktiekursens, och därmed för företagets, utveckling. Men man kan inte utforma portföljen så att känsligheten är olika vid olika aktiekurser. Exempelvis kan man inte ta chansen att få en positiv kursutveckling och samtidigt försäkra sig mot förluster. Om det finns en fullständig uppsättning köp- och säljoptioner, kan man däremot välja exakt den riskkombination man önskar.

Om man köper en köption i stället för att köpa en aktie, begränsar man förlustrisken väsentligt. Man kan ej förlora mer än optionen kostat, vilket normalt är väsentligt mindre än aktien kostar. Man gör samma vinst som aktieägaren om priset blir högre än lösenvärdet och man slipper förlusten om det blir lägre. Priset för detta är att man alltid måste betala kostnaden för optionen, optionens premium. Den andra sidan av affären är att någon som äger en aktie ställer ut en option. Han avstår från chansen att göra en stor vinst om aktiekursen utvecklas väl för att säkert få en förbättrat utfall vid en sämre kursutveckling. Han minskar därigenom sitt risktagande.

Ett annat sätt för en aktieägare att minska sitt risktagande är att köpa en säljoption. Om aktien får en bra utveckling så förlorar han den premium han betalt för optionen. Går aktien dåligt är förlustrisken begränsad. Detta fall överensstämmer direkt med vanlig försäkring, där man betalar en premie och tar en självrisk. Övrig risk övertas av försäkringsgivaren, dvs utställaren av säljoptionen. Möjligen haltar jämförelsen i så måtto att försäkringsgivaren i detta fall kan ha svårt att diversifiera risken och få ett i förväg statistiskt bestämt resultat, eftersom kursutvecklingen på alla aktier i samma företag är densamma och eftersom den är korrelerad med kursutvecklingen på andra aktier. Handel i aktieoptioner tjänar mer till att omfördela företagsrisken till dem som lättast kan bära den än till att eliminera risken.

Med kombinationer av olika optioner kan man skräddarsy sin riskfördelning, förutsatt att marknaden fungerar väl och att transaktionskostnaderna är rimliga. Om man exempelvis köper en köption med lösenpriset 100 och ställer ut en option med lösenpriset 110 på samma aktie, får man till priset av skillnaden i marknadsvärde på de två optionerna chansen att vinna 10 om aktiepriset blir minst 110 och något lägre belopp om aktiepriset blir mellan 100 och 110. Genom att köpa två köptioner med olika lösenpris och utfärda två köptioner med andra lösenpriser kan man skapa en portfölj som ger vinst bara om aktiepriset blir exempelvis mellan 100 och 110 (Se figur i Ljungström och Rothfeldt (1986) sid 159). Portföljen kan då exakt anpassas till placera-rens förväntningar och preferenser. Med hjälp av optionerna får man indirekt en marknad med marknadspriser för tillgångar som har värde bara vid en viss bestämd aktiekurs. Om denna aktiekurs helt definierade de olika framtida tillstånd som placerarna vill gardera sig för, så skulle man ha fått en komplett marknad. Denna tanke utvecklas striktare i en lärobok av Cox och Rubinstein (1986) kap 8, som baserar sig på vetenskapliga artiklar av Ross (1976) och Hakansson (1978).

I föregående stycke diskuterades bara företagsrisken. Obligationerna medför dock också en ränterisk. Om marknadsräntan oförutsett går upp, sjunker obligationernas värde. Om det bara finns obligationer och aktier, så måste placeraren ta en viss ränterisk när han väljer en portfölj som ger honom lagom företagsrisk. Om det också finns ränteterminer och ränteooptioner, kan placeraren själv bestämma hur stor ränterisk han vill ta. Genom att skapa ytterligare en frihetsgrad gör man det möjligt för placerarna att välja valfria kombinationer av placerat kapital, företagsrisk och ränterisk.

VARFÖR STANDARDISERADE INSTRUMENT?

I föregående avsnitt fördes resonemangen som om avtalen ingicks mellan två parter i direkt kontakt. I verkligheten har termins- och optionsmarknaderna utvecklats mot att bli anonyma värdepappersmarknader med handel på börser genom förmedling av mäklare.

Sådana värdepappersmarknader har ju först uppstått för obligationer och aktier och har visat sig ha stora fördelar. De underlättar kontakten mellan köpare och säljare och förbättrar därigenom tillgångarnas likviditet. De medför att priserna blir officiellt noterade så att alla kan kontrollera att de får rätt pris och slipper lägga ned arbete på att förhandla med många olika tänkbara motparter. Handeln blir anonym, vilket i princip medför att aktörerna ej gör strategiska överväganden baserade på vem som köper eller säljer. Man kommer därmed närmare idealbilden av en konkurrensmarknad, där ingen tror sig kunna påverka priset. Den ökade överskådligheten och de sänkta transaktionskostnaderna medför att arbitragörer och korttidsspekulanter kan bidra till att jämna ut prisutvecklingen.

Förutsättningen för att sådan handel skulle kunna uppstå i terminer och optioner var att produkterna standardiserades. Antalet tänkbara varianter av optioner med olika löptider, olika lösenbelopp och olika bestämmelser om hänsynstagande till utdelningar mm är ju oändligt stort för varje aktie. För att skapa en fungerande börs där optionerna kan handlas under löptiden måste därför initiativtagaren utforma standardkontrakt och fastställa ett begränsat antal löptider och lösenbelopp. Givetvis kommer han att välja dessa så att de så väl som möjligt svarar mot marknadens behov. Den som vill sammanställa en optionsportfölj, kan kanske ej finna exakt de optioner han skulle vilja, men han kan oftast komma rätt nära, förutsatt att det gäller aktier för vilka några optioner handlas. Genom denna standardisering har en del av de problem med tunna marknader, som diskuterades i föregående avsnitt eliminerats. Standardiseringen kan vara en förutsättning för att handel skall bli möjlig utan prohibitiva transaktionskostnader.

Ett exempel på marknad där standardiserade instrument ännu ej handlas i Sverige är valutamarknaden. Om ett företag vill terminssäkra en exportlikvid, begär man offert från några banker på det aktuella beloppet och den aktuella löptiden och väljer sedan den fördelaktigaste offerten (eventuellt med hänsynstagande till långsiktiga bankförbindelser). Banken återförsäkrar sedan sin nettoposition på den internationella marknaden. Om det finnes en valutabörs, skulle företaget i stället ge säljorder på ett lämpligt antal terminer och kunde sedan lätt korrigera sin position när man vet mer om när exportlikviden verkligen inflyter.

VARFÖR INDEXOPTIONER OCH INDEXTERMINER?

Ett av de grundläggande resultaten i modern kapitalmarknadsteori är att man dels har en specifik osäkerhet, som hänför sig till varje bolags utveckling och som kan elimineras genom tillräckligt långt driven diversifiering av portföljen, dels har en marknadsrisk som ej kan elimineras genom diversifiering. Det finns därför efterfrågan på indexinstrument som gör det möjligt att separera marknadsrisken från den specifika risken för olika aktier.

Att uppnå en väl diversifierad portfölj genom köp av olika aktier medför höga transaktionskostnader, om det belopp som skall placeras är litet. En möjlighet är då att köpa någon aktiefond med diversifierad portfölj. Ett alternativ är att köpa indexterminer eller indexoptioner. Å andra sidan kommer en del placerare att ha bestämda förväntningar om hur en viss aktie kommer att utvecklas i förhållande till index samtidigt som de inte vill ta marknadsrisken. För dem är det en fördel att kunna köpa aktien och ändå undvika marknadsrisken genom att samtidigt köpa en indexsäljoption eller genom att sälja index på termin. För den som har en aktieportfölj men vill reducera risken kan det också vara lockande att köpa indexsäljoptioner eller ställa ut indexköpoptioner. Han uppnår då ungefär samma effekt som med en portfölj av aktieoptioner till lägre transaktionskostnad. Den som i september 1987 förutsåg höstens börsfall kunde enkelt säkra sig genom att köpa indexsäljoptioner. Om han ansåg sin aktieportfölj vara bra på lång sikt, var detta ett gott alternativ till att först sälja portföljen och sedan köpa tillbaka den till den nya kursnivån.

Med portföljer av indexoptioner kan man skräddarsy sitt risktagande i termer av aktieindex. Det finns därför en naturlig efterfrågan på indexinstrument. Samtidigt är de i många fall ett närliggande substitut till aktieportföljer. Det finns därför skäl att bevaka att de inte favoriseras genom skevheter i säkerhetskrav eller andra regleringar. Att köpa en aktie eller en aktieportfölj på termin innebär samma risktagande som att köpa den

belånad avista, om den egna kapitalinsatsen är densamma. Säkerhetskraven vid terminsaffärer är dock för närvarande lägre än vid aktiebelåning (trots att en utjämning skett under hösten) vilket motiveras med att de anpassas snabbare till den verkliga aktiekursutvecklingen. Detta innebär att terminerna favoriseras som spekulationsinstrument. Om ett av syftena med belåningsreglerna är att begränsa risktagandet, kan det finnas skäl att överväga en harmonisering av säkerhetskraven. (I litteraturen finns en hänvisning till en utredning av Staff of the Board of Governors, Federal Reserve Bank (1984) om Margin Regulation. Andra referenser finns i en artikel av Hartzmark (1986)).

En annan inkonsekvens skulle uppstå om blankning och negativa innehav av aktier och obligationer förbjöds men terminsförsäljning, som fyller samma funktion, tilläts. Bankinspektionen har delvis undvikit denna inkonsekvens genom att kräva att aktieterminer endast får säljas av den som innehar den underliggande aktien och att aktiesäljoptioner endast får köpas av den som innehar aktien. Däremot finns inga motsvarande regler om indexterminer eller indexoptioner eftersom det ej finns samma koppling till något underliggande instrument. För obligationer finns överhuvudtaget inget blankningsförbud. Nackdelar med olika former av blankningsförbud är dels att arbitrageaffärer med optioner och aktier försvåras, vilket medför att optionsmarknaden blir mindre effektiv och att prissättningen ej behöver följa de teoretiska formlerna, dels att aktiemarknaden blir mindre effektiv när de som tror att en aktie är övervärderad inte kan sälja den. Risken är, att priset på en aktie bara bestäms av de optimister som tror att den kommer att gå upp. Om negativa innehav är tillåtna kan även de som är mer pessimistiska om kursutvecklingen agera och punktera eventuella spekulationsbubblor. Marknadspriset kommer att bättre avspegla all information på marknaden.

TÄNKBARA FRAMTIDA INSTRUMENT.

Då man planerar för framtiden bör man även ta hänsyn till instrument som ännu ej finns i Sverige men som kan komma. Det är naturligtvis svårt att vara förutseende men några ideer kan man ändå få från studium av utländska marknader och den teoretiska litteraturen.

Det har redan noterats ovan att det i Sverige saknas marknad för standardiserade valutainstrument. En sådan bör kunna uppstå om valutaregleringen avvecklas.

I USA är handeln i optioner och terminer på råvaror och jordbruksprodukter omfattande. Det finns väl knappast förutsättningar att i Sverige skapa handel i de varor, som redan handlas internationellt. Däremot skulle man kunna tänka sig standardiserade

instrument för varor som har speciell svensk anknytning. En vara som förekommit i diskussionen är rundvirke. Frågan är bara om det går tillräckligt väl definiera en viss kvalitet av rundvirke. En annan tänkbar vara skulle kunna vara pappersmassa.

I föregående avsnitt noterades att man med indexoptioner kan konstruera portföljer som ger exakt den avkastningsprofil man önskar för olika framtida tillstånd (states), så länge som dessa tillstånd mäts med aktieindex. Hakansson (1976) har föreslagit en mer direkt metod att uppnå samma resultat. Han föreslår, att en indexfond, som innehåller en portfölj av aktier som motsvarar aktieindex, inte skall ge ut vanliga andelar vars värde är proportionella mot index utan i stället skall ge ut olika andelar som var och en har ett värde bara vid ett visst indextal. Placerarna skulle alltså kunna köpa andelar som bara ger utdelning om index vid en viss tidpunkt står i exempelvis 500 eller i 502 men som annars blir värdelösa. Fonden skulle kunna ge ut en andel (eller ett konstant antal andelar) för varje tänkbart indextal. Priset på dessa skulle bero dels på sannolikheten att ett visst indextal förverkligas, dels på placerarnas riskstruktur. Placerarna kunde köpa en valfri portfölj av dessa andelar, som Hakansson kallar supershares, och därmed skraddarsy sin avkastningsprofil. Rimligen skulle det vara enklare för placerarna att skapa önskad avkastningsprofil på detta sätt än med komplicerade portföljer av indexoptioner. Nackdelarna är dels sedvanliga kostnader för att introducera nya instrument, dels osäkerheten om fonden förmår prissätta andelarna rätt så att alla blir sålda och så att summan av alla andelspriserna motsvarar fondens värde. Det kan vara svårt att värdera andelarna innan marknaden stabiliserats.

Andra instrument, som ännu inte finns men för vilka det kan finnas en marknad är optioner och terminer i konsumentprisindex, som gör det möjligt att skydda sig mot penningvärdets fall. Barro (1986) hävdar, att dessa instrument skulle ha stor betydelse genom att eliminera behovet av riskpremie för inflation och därigenom sänka kapitalkostnaden för investeringar. Problemet är, att instrumenten gör det möjligt att kringgå riksbankens förbud mot reallån (indexlån). Reallånens samhällsekonomiska berättigande diskuteras i Jungenfelt och Lindgren (1983).

FÖRSÄKRARE, RISKTAGARE OCH ARBITRAGÖRER.

När man diskuterar handeln i optioner och terminer skiljer man ofta på tre grupper av aktörer med olika intresse i marknaden. En genomgång av dessa kan bidra till att belysa instrumentens funktion och hur marknaden fungerar. För två av grupperna används oftast de engelska namnen hedgers och traders. De har här översatts till försäkrare och risktagare. Den tredje gruppen kan lämpligen benämnas arbitragörer.

Försäkrare är den som utnyttjar optionsmarknaden för att minska sitt risktagande. Typiska exempel är bonden som vill säkra sitt försäljningspris innan han planterar och exportföretaget som vill säkra sina intäkter i främmande valutor. De är beredda att betala en försäkringspremie för att slippa risker som de har svårt att bära.

Arbitragörer försöker tjäna pengar på felaktiga marknadspriser och bidrar därmed till att eliminera dessa felaktigheter och göra marknaden effektiv. I allmänhet är det också de som regelbundet ställer köp- och säljkurser och därmed svarar för marknadens likviditet (market makers). Arbitragörer försöker undvika att ta risker och skapar portföljer som erfarenhetsmässigt är riskfria. Ett annat uttryck för detta är att de försöker utnyttja alla arbitragemöjligheter. Därmed elimineras arbitragemöjligheterna för aktörer med högre transaktionskostnader. Arbitragörerna är nödvändiga för att marknaden skall fungera väl och för att andra aktörer skall veta att de får betala ett marknadsmässigt pris.

I bästa fall kommer olika försäkrares risker att balansera varandra. Detta gäller i stor utsträckning på valutamarknaderna. Men en del risk blir över och måste bäras av någon som vill fungera som försäkringsbolag. För att marknaden skall fungera måste det finnas risktagare, spekulanter, som är beredda att ta en ökad risk om de i genomsnitt tjänar pengar på det. Ju fler som är beredda att ta sådana risker, dess lägre blir priset på risk.

Analysen av olika aktörer bidrar till att förklara en paradox som kan verka stötande för den som studerar optionsteori. Ovan har hävdats, att optionerna har sitt huvudsakliga samhällsekonomiska värde genom att de kompletterar marknaden och gör det möjligt att ändra sitt risktagande på sätt som annars inte skulle vara möjliga. Samtidigt bygger de vanliga optionsvärderingsmodellerna, som väl förklarar prissättningen, på förutsättningar som innebär att man kan skapa riskfria arbitrageportföljer med aktier, optioner och obligationer. Detta innebär att optionerna skulle kunna ersättas av en portfölj av aktier och obligationer och alltså ej behövas för att göra marknaden komplett. Förklaringen till paradoxen är, att värderingsmodellerna endast gäller om arbitrageportföljernas sammansättning kan ändras kontinuerligt så snart aktiekursen ändras. Detta kan de arbitragörer som arbetar som market makers och som har låga transaktionskostnader göra. De skapar portföljer som i varje ögonblick är i stort sett riskfria och bidrar därmed till att prissättningen blir riktig. För försäkraren, som har annat att göra än att konstant arbeta på de finansiella marknaderna, fungerar sedan optionen som ett bra försäkringsinstrument.

HUR PÅVERKAS MARKNADERNA FÖR UNDERLIGGANDE TILLGÅNGAR?

Farhågor har ofta framförts att handeln i optioner och terminer skulle skada marknaderna för underliggande tillgångar såsom aktier och råvaror. Några tänkbara problem som diskuterats är att de nya instrumenten skulle dra åt sig kapital från aktiemarknaden och därigenom fördyra företagets finansiering, att spekulativ handel i de nya instrumenten skulle leda till ökade prisfluktuationer för de underliggande tillgångarna och att en överflyttning av intresset till de nya instrumenten skulle minska likviditeten för de underliggande tillgångarna.

Det första problemet diskuteras utförligt i *A Study of the Effects on the Economy of Trading in Futures Options* (1984), en omfattande rapport från tillsynsorganen SEC, CFTC och Federal Reserve Board till USA:s kongress med samhällsekonomiska synpunkter på options- och terminsmarknaderna samt marknaden för optioner på terminskontrakt. Rapportens slutsats är att handeln i de nya instrumenten inte kan påverka kapitaltillgången för företagsfinansiering nämnvärt. Skälet är att de nya marknaderna inte binder något kapital; alla betalningar i samband med options- och terminsaffärer går från en part på marknaden till en annan part och nettoinvesteringen är noll. Ej heller påverkas förmögenheterna netto; om någon blir rikare, blir någon annan fattigare. Options- och terminsmarknaderna gör det möjligt att överföra risk men är i övrigt nollsummespel. De binder inget kapital och de påverkar inte de totala förmögenhetsvärdena (utom genom sin effekt på det reala risktagandet). De enda reala resurser som binds av de nya instrumenten är de relativt måttliga transaktionskostnaderna. I ett senare avsnitt diskuteras om dessa kan anses utgöra någon samhällsekonomisk belastning.

Prisfluktuationerna på underliggande marknader skulle teoretiskt kunna tänkas öka om handeln på en spekulativ optionsmarknad drog med sig priserna på aktiemarknaden eller om aktörerna på optionsmarknaden medvetet försökte styra priserna på underliggande tillgångar för att göra vinster på optionerna. Man skulle då kunna iaktta kraftiga prissvängningar på aktiemarknaden just före optionernas inlösentidpunkt. Bland annat skulle man kunna tänka sig att någon aktör samlade på sig så mycket köpoptioner att utställarna inte kunde köpa upp tillräckligt många aktier på marknaden när optionsägaren begär leverans. Denna möjlighet försvinner dock om utställaren själv måste äga aktier redan när han ställer ut optioner. Möjligheten att göra vinster genom att manipulera marknaderna för de underliggande tillgångarna reduceras också om options- och terminshandel endast får förekomma i sådana tillgångar som har en likvid marknad och om positionsbegränsningar införs så att ingen kan bli dominerande på en marknad.

Man skulle också kunna tänka sig att handeln i de underliggande aktierna blir tunn och prisfluktuationerna stora om en väsentlig del av aktierna binds upp som säkerhet för utställda köpoptioner eller köpta säljoptioner. Detta skulle kunna vara ett argument för att formulera säkerhetskravet på annat sätt.

Prisfluktuationerna bör å andra sidan minska om aktiemarknaden blir effektivare och mer likvid på grund av omfattande arbitrageaffärer i portföljer av aktier och optioner och om de spekulativa risktagarna har någon förmåga att köpa när aktierna står lågt och sälja när de står högt (detta är ett villkor för att de skall överleva på marknaden).

De teoretiska argumenten ger inget entydigt svar på frågan om prisfluktuationerna ökar eller minskar. Empiriska undersökningar visar dock att de troligen minskar och i varje fall inte ökar. Visserligen kan man i historiskt material finna exempel på att marknader i USA manipulerats, men med de handelsregler som nu gäller tycks manipulationer vara sällsynta på de amerikanska marknaderna och effekten av intensiv handel och arbitrage överväger. Optionshandelns inverkan på den svenska aktiemarknaden har studerats av Haglund och Söderberg (1986) i en seminarieuppsats på Handelshögskolan. De visar, att införandet av aktieoptioner medfört signifikant högre omsättning och signifikant mindre prisfluktuationer för de underliggande aktierna. De försökte också mäta effekten på prisvariationerna under veckan före optionsinlösen men fann ingen klar effekt. Haglund och Söderberg refererar också amerikanska statistiska undersökningar som antingen visar att optionshandeln medfört ökad handelsvolym och minskade prisfluktuationer eller inte kan konstatera någon mätbar effekt. Detta stämmer överens med den bild som presenteras i de amerikanska tillsynsorganens rapport.

En översikt av optionshandelns inverkan på aktiemarknaden ges också i Näslund (1986).

När denna bilaga revideras i mars 1988 känns det naturligt att något kommentera erfarenheterna från det häftiga kursfallet på aktiebörsen under hösten 1987. Hur har kursfallet påverkats av options- och terminshandeln?

Tyvärr finns det ännu inga genomarbetade vetenskapliga studier. Jag har dock tagit del av tre amerikanska utredningsrapporter nämligen Miller m.fl. (1987), Katzenbach (1987) och Brady m.fl. (1988). Frågan har också diskuterats vid akademiska seminarier.

Uppenbart förefaller vara att kursfallet i huvudsak berodde på att aktierna var övervärderade. Kursfallets förlopp överensstämde med normalbilden av en sprucken spekulatör.

tionsbubbla. Inget talar för att options- eller terminshandel bidragit till att kurserna blivit för höga. Snarare borde optionshandeln ha haft en dämpande effekt genom att köp av indexsaljoptioner varit en enkel metod att spekulera mot spekulationsbubblan, dvs att bidra till stabilitet. Sannolikt har dock denna effekt varit av försumbar storlek.

Uppenbart är också, att kursfallet utlöstes på New Yorkbörsen och att fallet på Stockholmsbörsen starkt påverkades av vad som hände i New York och London. Att fallet blev starkare i Stockholm än på många utländska börser kan sammanhånga med att den svenska valutaregleringen tillåtit utlänningar att äga svenska aktier men ej svenskar att äga utländska aktier. Av någon anledning har placerarna internationellt reagerat så, att de i första hand sålt sina utländska aktier. Svenska aktier för några miljarder kronor har sålts till Sverige utan att något kompenserande flöde gått åt andra hållet. Detta har avspeglat sig dels i en allmän extra press på de svenska aktiekurserna, dels i att kursfallet blivit mest påtagligt för de stora utlandsnoterade företagen.

Optionshandeln förefaller att ha klarat det stora kursfallet förhållandevis bra. Marknaderna har hela tiden fungerat. Inga panikförsäljningar har drivit ned aktiekurserna. De stora förlusterna tycks ha drabbat solida banker, vilket möjligen kan sägas vara lyckligt ur marknadens synpunkt. Om optionsmarknaden inte hade funnits, skulle motsvarande förluster kanske ha drabbat högbelånade aktieplacere, som hade haft svårare att klara dem. På aktieterminsmarknaden tycks förlusterna till stor del ha drabbat den bank, som organiserat marknaden.

Ett sammanfattande intryck är, att den svenska options- och terminshandeln inte haft någon större effekt på kursfallets storlek eller aktiemarknadens funktion.

I USA bedöms kursfallet ha påverkats av förekomsten av så kallad portföljförsäkring (en form av program trading). Stora placerare har i stället för att försäkra portföljerna med saljoptioner installerat dataprogram som automatiskt skall ge samma kursskydd genom försäljning av aktier avista eller på termin när kurserna sjunker. När kurserna sjunkit snabbt, har dessa program skapat ytterligare utbud och påskyndat kursfallet samtidigt som försäkringen fungerat dåligt. Det kan noteras, att Sanford Grossman (1987) redan före kursfallet hade påpekat att dessa försäkringsprogram har klara nackdelar jämfört med saljoptioner genom att de inte i förväg påverkar marknadspriserna och därigenom förmedlar information. När någon köper saljoptioner med visst lösenpris, påverkas marknadspriset på sådana optioner och därmed sker sedvanlig marknadsekonomisk samordning av olika aktörers förväntningar. Detta fungerar inte när aktörerna i stället installerar dataprogram som antas ge samma försäkringsskydd.

EFFEKTER PÅ FÖRETAGSFINANSIERING OCH SPARANDE.

Ovan konstaterades att options- och terminsmarknaderna inte konkurrerar med aktie- och obligationsmarknaderna om kapital. De binder inga reala resurser.

Det konstaterades också, att optionshandel sannolikt medför ökad likviditet och mindre prisfluktuationer för den underliggande aktien. Detta tillsammans med fördelen av att kunna ändra riskfördelningen genom att bilda portföljer med optioner bör minska avkastningskravet för aktien och alltså förbilliga företagets finansiering. Slutsatsen blir alltså att företagets finansiering blir billigare om optionshandel förekommer i deras aktier. Näslund (1986) diskuterar om detta kan innebära en fördel för de stora företagen, i vars aktier optionshandel kan förekomma, på mindre företags bekostnad. Rimligen får det i så fall betraktas som en normal stordriftsfördel och inte som någonting som minskar den samhällsekonomiska effektiviteten.

Om options- och terminsmarknaderna skapar nya möjligheter till placeringar, ökar de också den riskjusterade avkastning som en sparare kan räkna med att få på sitt sparande (bedömt efter spararens förväntningar och preferenser). Därmed bör i princip viljan att spara öka. Effekten torde dock vara alltför svag för att kunna konstateras statistiskt.

Genom att optionshandeln gör marknaderna för risk mer fullständiga, kommer olika marknadsaktörer att via prissystemet få bättre information om marknadsvärdet av olika risker. Detta bör i princip medföra att företagets investeringskalkyler tar bättre hänsyn till hur kapitalkostnaden beror av projektens riskprofil.

EFFEKTER PÅ PENNINGMÄNGD OCH PENNINGPOLITIK.

Tillkomsten av options- och terminshandel innebär en ökning av den totala mängden transaktioner. Detta borde i och för sig leda till en ökad efterfrågan på transaktionskassor, dvs till en ökad efterfrågan på pengar. I de amerikanska tillsynsmyndigheternas rapport har man dock bedömt, att denna effekt kan uppvägas av att placerarna behöver mindre kassareserver för prisrisker och ränterisker när de kan försäkra sig (hedge) på options- och terminsmarknaderna. Rapportens slutsats är att nettoeffekten på penningefterfrågan sannolikt är liten. Underlaget för denna slutsats synes dock vara svagt.

Den amerikanska rapporten diskuterar också om penningefterfrågans variabilitet kan tänkas öka. Detta skulle vara ett problem i länder där penningmängdens ökningstakt är

en viktig styrvariabel. Även i detta fall är rapportens slutsats att nettoeffekten troligen är liten. För svensk ekonomisk politik torde den sakna betydelse.

Hur påverkas då penningpolitikens effektivitet om företagen kan försäkra sig mot ränteändringar genom att köpa optioner? Om riksbanken höjer räntan för att minska investeringarna, försämras då effekten av den politiken om företag som tänkt investera har garderat sig med ränteoptioner? Svaret blir rimligen nej, om företagen handlar ekonomiskt rationellt. Visserligen stiger inte företagets kapitalkostnader pga räntehöjningen men kapitalets alternativvärde för företaget stiger. Företaget kan utnyttja optionen och placera pengarna på kapitalmarknaden i stället för att genomföra investeringen om marknadsräntan blir hög. Mot detta kan invändas att det inte är säkert att företag handlar så rationellt. Antagligen kommer vissa grupper inom företaget att arbeta för att få investeringsprojekten förverkligade och de kan då använda optionernas existens som argument i den interna debatten även om argumentet inte är rationellt. Det är svårt att veta vilken tyngd denna invändning har. I den amerikanska rapporten bedöms nettoeffekten på penningpolitikens effektivitet vara obetydlig.

Penningpolitikens effektivitet påverkas också av hur lätt och med vilken träffsäkerhet riksbanken kan genomföra sina marknadsoperationer. Allt talar för att räntorna blir stabilare och mer lättstyrda ju likvidare och effektivare marknaden är. Det har ovan konstaterats att existensen av options- och terminsmarknader sannolikt bidrar till att göra penning- och obligationsmarknaderna mer likvida. Därigenom underlättas riksbankens operationer. Dessutom får riksbanken alternativet att agera på terminsmarknaden i stället för avistamarknaden när den bedömer att detta är effektivare.

På samma sätt kan man fråga sig, om förekomsten av terminsaffärer och valutaoptioner minskar valutapolitikens effekt. Men lika litet som förekomsten av ränteoptioner minskar ett rationellt handlande företags känslighet för ränteändringar bör förekomsten av valutaoptioner eller terminer minska effekten av en devalvering eller revalvering. Resonemanget föresätter dock, att det inte på grund av valutaregleringen finns någon direkt koppling mellan rätten att utnyttja optionen och genomförandet av exportaffären. Om sådana kopplingar skulle finnas, kan alternativkostnadsresonemanget vara irrelevant.

En annan fråga gäller hur förekomsten av valutainstrument påverkar den penningpolitiska självständigheten och möjligheten att föra en svensk räntepolitik som avviker från omvärldens. Räntepolitisk självständighet kan förekomma antingen genom att valutaregleringen hindrar arbitrageaffärer så att det på en fri marknad gällande sambandet

mellan terminspremier och räntedifferenser (kurssäkrad ränteparitet) bryts eller genom att sambandet mellan terminspremier och förväntade växelkursförändringar (ej kurssäkrad ränteparitet) försvagas genom förekomsten av stora riskpremier. Riskpremiens storlek kan påverkas av riksbankens marknadsoperationer. Dessa samband diskuteras av Englund, McPhee och Viotti (1985), av Franzen (1985) och i SOU 1985:52 kap 17. Valutaregleringens tillämpning har de senaste åren varit så liberal att kurssäkrad ränteparitet gällt åtminstone för korta löptider. Övergång till standardiserade valuta-instrument torde inte ha någon betydelse ur denna synpunkt. Riskpremiens storlek vid ett visst valutaflöde beror på hur många som kan delta i valutaaffärer och dela på risken. Valutaregleringen har här effekt genom att begränsa riskdelningen till de företag som har export och import. Om även hushåll och finansiella institutioner kan ta valutarisker minskas troligen riskpremien och därmed ränteberoendet. Deras intresse för att agera på marknaden ökar om termins- och optionshandel finns. En möjlig slutsats är då att förekomsten av standardiserade valutaterminer och valutaoptioner inte har någon effekt på ränteberoendet vid nuvarande valutareglering, men att de kan bidra till att minska ränteberoendet i en värld utan valutareglering. Därmed intet sagt om huruvida detta är en nackdel eller ej.

TRANSAKTIONSKOSTNADER.

En farhåga som ofta uttalas i samband med de nya instrumenten är att de medför att resurser dras från produktiv verksamhet till finansiell verksamhet som antas ha begränsat samhällsekonomiskt värde. Detta skulle innebära en felaktig allokering av samhällets resurser.

Det enklaste svaret på sådana farhågor är, att marknaden har vuxit fram och har visat sig vara beständig. Den skulle inte existera om inte hushållens och företagens betalningsvilja för fördelarna med terminer och optioner vore tillräckligt stor för att betala transaktionskostnaderna. Problem kan endast uppstå om det föreligger någon marknadsimperfektion som innebär att företagen fattar irrationella beslut eller att de samhällsekonomiska kostnaderna är högre än de privatekonomiska. Det förefaller inte finnas skäl att misstänka att någon sådan marknadsimperfektion skulle föreligga i detta fall. En del iakttagare har befarat att de tillfälligt höga vinster och höga löner som uppkommit inom den finansiella sektorn på grund av den snabba expansionen skulle kunna dra överdrivet stora resurser från industrin. Detta torde dock vara en felsyn. Vinsterna och lönerna har blivit höga just därför att man ännu inte lyckats dra åt sig tillräckliga resurser. När jämvikt uppnås kommer antagligen kapaciteten att vara något högre samtidigt som löner och kapitalavkastning återgår till normal nivå.

Det kan också vara värt att notera att en avsevärd del av transaktionskostnaderna utgörs av omsättningsskatt, som inte är någon kostnad samhällsekonomiskt sett. Genom att transaktionskostnaderna ökas av skatter är det sannolikt att handelns omfattning blivit mindre än vad den annars skulle vara. Det finns alltså skäl att tro att marknadens omfattning är mindre än vad som är samhällsekonomiskt optimalt i stället för större. (Dessutom medför skatten sannolikt att kursfluktuationerna ökar något). Observera dock att detta uttalande inte innebär något ställningstagande till om det är fel att ta ut omsättningsskatten. Nästan alla skatter medför snedvridningar av någon marknad och något försök har inte gjorts att undersöka om denna omsättningsskatt är mer eller mindre skadlig än andra skatter.

INKOMSTFÖRDELNINGSEFFEKTER.

Det enda allvarliga samhällsekonomiska problemet med optioner och terminer förefaller vara risken för oacceptabelt stora förmögenhetsomfördelningar till följd av spekulativa affärer. Riskerna härför skall därför diskuteras rätt utförligt.

Först bör då erinras om, att ett väsentligt skäl till att handeln med optioner och terminer existerar är att den gör det möjligt att minska risktagandet och att överföra risker från dem som har svårt att bära dem till dem som kan agera som försäkringsgivare. Så använda bidrar de nya instrumenten till att minska risken för oönskade inkomstomfördelningar.

Problem uppstår endast om risker tas av aktörer som egentligen inte har råd att göra det. Det är då viktigt att betona att det inte är generellt fel att någon ökar sitt risktagande genom att agera på dessa marknader. Det är tvärtom nödvändigt för att marknaderna skall fungera. Samhället bör inte ha något emot att företag och individer tar kalkylerade risker för att öka sin genomsnittliga avkastning så länge som de vet vad de gör och så länge som de inte tar risker som kan medföra konkurs eller personlig misär. Samhället kan inte heller ha mycket emot att medborgare placerar en mindre del av sitt kapital i optioner i stället för att köpa lottsedlar. Så länge marknaderna fungerar någorlunda väl, är den genomsnittliga avkastningen på optionsköp bättre än avkastningen på lotterier även om spekulanten saknar kunskap.

Varför är det då ett samhällsproblem om någon tar risker som han inte har råd med? Det finns två skäl. Det ena är det paternalistiska. I det svenska samhället anses staten ha ett ansvar för att institutioner och lagstiftning utformas på ett sådant sätt att medborgarna inte kan komma till skada genom bristande kunskap eller förstånd. Detta

avspeglar sig i 2 § lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden, som utredningens direktiv explicit hänvisar till: "Handel med och förvaltning av fondpapper skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras." Det andra skälet är att samhället av humanitära skäl måste ställa upp om någon lider nöd. På grund av välfärdssamhällets skyddsnät kostar det stat och kommun pengar om någon ruinerar sig. Detta avspeglar att medborgarna är altruistiska och att deras välfärd minskas om nästan lider. Men genom att samhället ställer upp om någon råkar i nöd, kan medborgarna ta större risker än de annars skulle göra. Risktagandet kan bli större än vad som är samhällsekonomiskt önskvärt. Därmed kan det finnas skäl för samhället att påverka hur stora risker medborgarna tar.

Vilka problem finns i praktiken?

Enligt uppgifter i pressen blev ett antal personer, som spekulerat i optioner och terminer, ruinerade i samband med kursnedgångar omkring årsskiftet 1986/1987. Omfattningen är dock okänd. Troligen har den inte varit tillräcklig för att ha någon negativ effekt på marknadernas funktion. Nya förluster har uppkommit vid kursnedgången i oktober 1987. Vissa banker och fondkommissionsbolag har därvid lidit förluster genom att de haft otillräckliga säkerheter. Tänkbara åtgärder för att minska risken för sådana förluster är dels att mäklarna kontrollerar att kunderna känner till optionshandelns risker (detta förekommer redan), dels att möjligt risktagande begränsas genom lämpligt avvägda krav på säkerheter. Erfarenheterna under hösten 1987 torde ha lärt mäklarna att de bör sköta säkerhetsrutinerna. OM och SOFE har också skapat en ny kontrollorganisation. En möjlighet är också att clearingcentralerna gör totalsammanställningar av kundernas aktuella risktagande och att detta risktagande relateras till kundernas nettoförmögenhet.

En annan typ av problem exemplifieras av händelserna i Stockholms stad. En anställd i kommun eller företag har till uppgift att på bästa sätt förvalta arbetsgivarens kassa. Han gör affärer i optioner och på termin för att uppnå en bättre förräntning än den genomsnittliga, misslyckas kanske och gör då nya, ständigt större affärer för att försöka reparera skadan. Så länge förlusterna är av rimlig storlek orsakar de knappast några samhällsekonomiska förluster och man kan inte generellt säga om inkomstomfördelningen är ogynnsam eller ej. Det är därför i första hand ett problem för de drabbade kommunerna och företagen, som bör skydda sig genom bättre personalpolitik, klarare instruktioner och bättre kontroll.

Även om ansvaret i huvudsak måste falla på berörda finansinstitut, kommuner och företag kan det dock vara ett ansvar för staten att begränsa risken för att olika aktörer gör förluster på nya marknader, som de inte hunnit anpassa sina styrsystem för. En möjlig väg är då att utforma regler som medför att anställd personal inte kan genomföra affärer i nya instrument utan klart godkännande av kommunens eller företagets ledning. Sålunda kan man tänkas föreskriva, att mäklarna skall kräva att ramavtal om handel i nya instrument skall skrivas under av firmatecknare eller motsvarande och eventuellt också kräva att ramavtalen skall ange hur omfattande affärerna får vara. En annan tänkbar åtgärd är, att föreskriva att clearingcentralerna skall göra sammanställningar av slutkundernas totala engagemang så att företagsledningarna lättare kan kontrollera i vad mån de anställda överskridit sina befogenheter.

Företag av speciellt samhälleligt intresse är banker, som tar emot inlåning från allmänheten. I viss mån motsvarande ställning har fondkommisionsbolag. Existerande lagstiftning om tillsyn och kapitaltäckning avspeglar att samhället fäster stort avseende vid insättarnas trygghet, vilket sammanhänger med bankinlåningens betydelse för betalningssystemets funktion. Det är därför ett samhälleligt intresse att förhindra att bankernas risktagande ökas genom handel i de nya instrumenten. Vad beträffar bankerna är det i första hand ränterisken, dvs hur känsliga bankerna är för en viss ändring av marknadsräntan, som är av intresse. Så länge bankerna använder de nya instrumenten för att minska sin totala ränterisk (denna uppstår genom att bankernas tillgångar och skulder ofta har olika lång räntebindningstid) är allt bra. Men om ränterisken ökas, ökar också insättarnas risk eller behovet av eget kapital. Detta aktualiserar att hänsyn till den totala ränterisken egentligen borde tas då en banks behov av kapitaltäckning beräknas. Fondkommisionärernas säkerhet påverkas på motsvarande sätt av deras ökade eller minskade känslighet för aktiekursernas utveckling. Erfarenheterna från hösten 1987 visar att även vissa banker tagit risker med öppna positioner i aktieterminer och indexinstrument. Rimligen bör sådant risktagande begränsas liksom handelslagren av aktier begränsats.

SKATTEINTÄKTER OCH SKATTEPLANERING.

Som ovan påpekats medför de nya marknadernas existens att staten får ökade skatteintäkter från omsättningsskatter. Genom att optionshandeln tycks medföra ökad omsättning på aktiemarknaden ökar också skatteintäkterna från denna. Det bör dock observeras, att höga omsättningsskatter kan medföra risk att den kortfristiga handeln förs över till optionsmarknaden, som drabbas mindre hårt av skatterna än aktiehandeln (se Norling m fl 1987).

Det är svårare att uttala sig om effekten på intäkterna av inkomstskatterna. Om man först bortser från risken för skatteplanering, kan man konstatera att förluster och vinster på handeln i optioner och terminer måste vara lika stora. Det någon aktör förlorar, vinner någon annan. Om skattesatsen vore lika för alla aktörer, skulle handeln därför inte få någon effekt på skatteintäkterna. I praktiken beskattas dock vinster i genomsnitt hårdare än förluster. Detta beror dels på den progressiva beskattningen av privatpersoner dels på att förluster inte ger upphov till skatteåterbäring utan bara till avdrag från eventuella framtida vinster. Denna effekt leder alltså till ökade skatteintäkter, om handeln i de nya instrumenten totalt sett leder till ökat risktagande och därmed ökad variabilitet för de skattepliktiga inkomsterna. Å andra sidan minskas skatteintäkterna, om nettoeffekten blir ett minskat risktagande. Underlag saknas för att bedöma åt vilket håll effekten i praktiken går.

Skatteintäkterna påverkas också om de som vinner på handeln är lägre eller högre beskattade än de som förlorar. Exempelvis minskas skatteintäkterna om vinnarna är försäkringsbolag eller skattefria stiftelser och förlorarna är privatpersoner med hög marginalsatt och möjligheter att kvitta förlusterna mot andra realisationsvinster. Tyvärr saknas helt kunskap om vilka grupper av aktörer som hittills varit vinnare och förlorare.

Ovan nämnda effekter är svårbedömbara och troligen av begränsat intresse. Mer oroande är möjligheten att de nya instrumenten kan utnyttjas för aggressiv skatteplanering. Potentiellt borde möjligheter till riskfritt skattearbitrage kunna uppkomma, om optioner och underliggande tillgångar beskattas efter olika regler. Vad kan sägas om denna risk?

För det första kan konstateras, att ingen risk för skattearbitrage föreligger om alla vinster och förluster beskattas lika. Detta gäller dels skattefria institutioner dels finansiella företag vars handelsvinster beskattas som en del av rörelseresultatet.

För övriga ägare beskattas optioner och exempelvis aktier efter olika skalor. Vid innehavstider på under två år beskattas vinsterna på både aktier och optioner för närvarande fullt ut. Om innehavstiden är över två år beskattas aktievinster till 40 %. Optionsvinster är skattefria efter fem år. Detta synes innebära, att om en privatperson vill äga aktier under minst fem år och han förväntar sig att de skall stiga i värde, så kan man spara skatt genom att aktierna i stället köps av en skattefri institution, som ställer ut en köpoption på aktierna till privatpersonen. Lösenkursen bestäms så att optionen med stor sannolikhet kommer att utnyttjas. Efter fem år säljs köpoptionen till någon

tredje part som utnyttjar optionen och sedan säljer aktierna med en vinst som ersätter hans transaktionskostnader. Detta är ett (troligen hypotetiskt) exempel på att skattepliktiga vinster på aktier eller andra tillgångar kan omvandlas till skattefria vinster på optioner.

Vid innehav under två år beskattas vinster på både aktier och optioner fullt. Eftersom de standardiserade optionerna har kortare löptider borde de därför inte åstadkomma några problem ur denna synpunkt. Men det är väl känt, att aktieägare minskar reavinstskatterna genom att realisera alla förluster före tvåårsgränsen och alla vinster efter gränsen. Utnyttjandet av denna strategi begränsas av aktiernas tendens att samvariera. När börsen går upp, har man nästan inga förluster att realisera. Man kan också dra sig för att behålla en aktie som gått upp men som man tror kommer att falla igen. Med optioner kan strategien underlättas.

Problemet att aktier samvarierar skulle man helt komma ifrån, om man kunde ha en portfölj med aktier och säljoptioner med en löptid på över två år. Går aktien upp behåller man aktien över tvåårsgränsen och säljer säljoptionen strax före gränsen. Går aktien ner, säljer man aktien före tvåårsgränsen och behåller optionen över gränsen. I bägge fallen gör man en skattevinst utan att ha tagit någon nämnvärd risk. Nu finns för närvarande inga standardiserade optioner med löptider över två år. Optionerna måste omsättas minst var sjätte månad. Man gör då ingen skattevinst om aktien går ned, men man gör heller ingen förlust. Går aktien upp, gör man fortfarande en vinst. Affären innebär därför god chans till vinst utan någon risk för förlust.

Det andra problemet, dvs att man egentligen skulle vilja realisera en vinst nu i stället för att vänta till tvåårsperiodens utgång, kan man också undvika genom att köpa en säljoption. Man har då garanti för att få den väntade vinsten före skatt. Skatten beror av aktiens fortsatta kursutveckling, men blir i varje fall lägre än om man sålde aktien i stället för att köpa optionen.

Ovanstående exempel visar att nackdelarna av att realisationsvinster beskattas mildare efter längre innehavstid kan accentueras av säljoptioner. Detta problem skulle dock elimineras om man genomförde Kapitalvinstkommittens (SOU 1986/37) förslag till enhetlig skattesats på aktievinster oberoende av innehavstid. Då uppstår i stället frågan, om det är något problem att beskatta aktievinster till 50 % och optionsvinster till 100 %.

Vad som är uppenbart är, att en sådan regel kraftigt skulle påverka sammansättningen av en riskfri portfölj. Det skulle behövas fler optioner för att uppväga en aktie. Portföljsammansättningen skulle också bli beroende av aktörernas skattesituation. I princip försvåras marknadens arbitragefunktion, om det är svårare att beräkna hur en riskfri portfölj skall vara sammansatt. Denna effekt skall dock inte överdrivas. Troligen görs en stor del av arbitrageaffärerna av market makers vars värdepappershandel beskattas som rörelse.

Mindre uppenbart är hur aktörerna utnyttjar skillnaden i skattesats för att göra skattevinster. Man kan dock vända på det tidigare exemplet med en högt beskattad privatperson och med en skattefri institution. Förutsatt att aktier långsiktigt stiger i värde på grund av inflation och i företagen kvarhållna vinstmedel, så kommer den differentierade beskattningen att innebära att aktier ägs av högbeskattade privatpersoner och köpoptioner av skattebefriade stiftelser. Privatpersonerna kommer att köpa mer aktier än de skulle göra vid neutral beskattning och ställa ut köpoptioner med lågt lösenpris mot de extra aktierna. De kvittar sedan optionerna före lösentidpunkten. Normalt blir det då en skattepliktig vinst på aktierna, varav 50 % beskattas, och en skattemässig förlust på optionerna, vilken i likhet med låneräntorna är helt avdragsgill. För den skattefria institutionen är det egalt att optionsvinster beskattas högre än aktier. Denna uppläggning förutsätter dock att förlusten på optioner är skattemässigt avdragsgill mot aktievinsterna, dvs att de inte hänförs till olika förvärvskällor.

Slutsatsen av dessa överväganden blir, att de nya instrumenten kan medföra ökade möjligheter till skatteplanering om inte beskattningen görs mer enhetlig. Såsom visats av många forskare föreligger dock behov av en reformering av kapitalinkomstbeskattningen även om de nya instrumenten skulle förbjudas. Detta bör därför ej vara något skäl att förbjuda dem.

PRINCIPIELLA SYNPUNKTER PÅ VALET AV MARKNADSFORM.

En fråga av principiellt intresse som diskuteras i den ekonomiska litteraturen är valet av marknadsform. Bör det finnas ett av staten sanktionerat börsmonopol eller skall det råda etableringsfrihet för nya börser?

Normalt gäller att monopol kan vara den kortfristig effektivaste organisationsformen, om stordriftsfördelar föreligger. Långsiktigt brukar etableringsfrihet och konkurrens ha fördelar genom att ge incitament till en snabbare utveckling av nya produkter och processer. Monopol tenderar att vara statiskt effektiva under det att etableringsfrihet ger

högre dynamisk effektivitet. När det gäller organisationen av optionsmarknaden skulle ett monopol ha kostnadsfördelar genom att all information samlas på ett ställe och det inte finns något behov av arbitrage mellan olika börser. Detta skulle sannolikt innebära minskade kostnader för mäklarna och enklare information till kunderna. Å andra sidan har utvecklingen av OM och SOFE väl illustrerat fördelarna med att nya organisationer kunnat utvecklas för att introducera nya produkter och metoder. Så länge som nya produkter skapas och marknaderna utvecklas, torde konkurrensen vara av godo. När marknaderna så småningom blir mer mogna och statiska, kan en strukturrationalisering antas ske, så att handel i ett instrument koncentreras till en marknadsplats och så att instrument som är nära substitut standardiseras. Enligt all erfarenhet kommer denna process att ske spontant utan behov av statlig reglering.

Nackdelen med denna tendens till naturligt monopol är att det kvarvarande företaget kan utnyttja sin ställning för att göra monopolvinster eller bli ineffektivt. Risken därför minskas om det är lätt för en ny konkurrent att etablera sig. Då måste monopolisten agera som ett konkurrensföretag för att inte kunderna skall hjälpa ett nytt företag att etablera sig. Detta resonemang innebär, att det är viktigt, att inte staten försvårar nyetableringar.

En annan fråga är om introduktionen av nya instrument på marknaden skall kräva tillstånd av myndighet. Fischel (1986) hävdar, att sådan kontroll är onödig för dessa produkter därför att kunderna relativt lätt kan bedöma produkternas kvalitet. En ny typ på optioner är en enklare produkt än exempelvis läkemedel och det behövs därför inget särskilt konsumentskydd. Å andra sidan förefaller det möjligt, att svenska kunder har sådant förtroende för statliga myndigheters bedömning att det är företagsekonomiskt lönsamt för börserna att inhämta godkännande av lämplig myndighet. En annan fördel med tidig information till statliga myndigheter kan vara, att man får tillfälle kontrollera att skattelagstiftningen kan tillämpas för de nya instrumenten.

Från litteraturen kan också noteras, att Grossman (1986) och Easterbrock (1986) diskuterar om insiderhandel och försök att manipulera kurser bör regleras av samhället. Bägge författarna finner att börserna har ett eget intresse av att välja optimal kontroll för att få stor handelsvolym och att inget behov av externa regleringar föreligger. Även detta resonemang bygger på tron att kunderna kommer att vara förhållandevis väl informerade. Grossman framhåller också att det ofta är svårt att bedöma om insiderhandeln är övervägande nyttig (genom att göra marknaden mer effektiv) eller övervägande skadlig (genom att skapa orättvisor).

SAMMANFATTNING.

Genomgången har visat, att optioner och terminer fyller en väsentlig funktion genom att komplettera marknaden och möjliggöra handel med risktagande. Genom att prissystemet blir mer fullständigt, kan det bättre fylla sin funktion som informationsbärare. Existensen av termins- och optionsmarknader tenderar att ha en positiv effekt på likviditeten och effektiviteten på marknaderna för aktier och obligationer. Prisfluktuationerna tycks snarast minska. Det förefaller också som om risken för manipulationer av marknaderna är begränsad vid nu gällande handelsregler. Den potentiella risken för manipulationer medför dock ett behov av tillsyn och regler.

Det allvarligaste problemet med de nya marknaderna är att de kan locka en del aktörer till överdriven spekulation och leda till personlig ruin. De kan också leda till missbruk av förtroendeställning i kommuner och företag och därmed öka behovet av klara instruktioner och kontroll. Tänkbara åtgärder för att reducera dessa risker antyds ovan.

En annan nackdel är, att möjligheterna till skatteplanering ökar, om skattesystemet ej är enhetligt. En reformering av kapitalinkomstbeskattningen är dock ändå erforderlig. Dessutom medför den ökade handeln på olika finansiella marknader ökade intäkter av omsättningsskatt.

LITTERATURREFERENSER.

A Study of the Effects on the Economy of Trading in Futures Options, (1984), en rapport till USA:s kongress sammanställd av Board of Governors of the Federal Reserve System, Commodity Futures Trading Commission och Securities and Exchange Commission.

Barro, R.J. (1986), Futures Markets and the Fluctuations in Inflation, Monetary Growth, and Asset Returns, *The Journal of Business*, Vol 59, 2:2 sid S21-S38.

Brady, N.F. m.fl. (1988), Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms, januari 1988.

Cox, J.C. och Rubinstein, M. (1985), *Options Markets*, Prentice Hall.

Easterbrock, F.H. (1986), Monopoly, Manipulation and the Regulation of Future Markets, *Journal of Business*, Vol 59, 2:2 sid S103-S127.

Englund, P., McPhee, S. och Viotti, S. (1985), Ränteparitet och ränteberoende, *Ekonomisk Debatt* 1985, nr 4 och 6.

Federal Reserve Bank, Staff of the Board of Governors, (1984), *A Review and Evaluation of Federal Margin Regulation*, stencil, Washington, D.C.

Fischel, D.R. (1986), Regulatory Conflict and Entry Regulation of New Futures Contracts, *The Journal of Business*, Vol 59, 2:2 sid S85-S102.

Franzen, T. (1985), Sveriges ränteberoende, *Ekonomisk Debatt* 1985, nr 8.

Grossman, S.J. (1986), An Analysis of the Role of "Insider Trading" on Futures Markets, *The Journal of Business*, Vol 59, 2:2 sid S139-S146.

Grossman, S.J. (1987), An Analysis of the Implications for Stock and Futures Price Volatility of Program Trading and Dynamic Hedging Strategies, *National Bureau of Economic Research, Working Paper No 2357*.

Haglund, A. och Söderberg, J. (1986), Optionshandelns påverkan på handeln i den underliggande aktien, seminarieuppsats vid Handelshögskolan i Stockholm.

Hakansson, N.H. (1976), The Purchasing Power Fund: A New Kind of Financial Intermediary, *Financial Analysts Journal*, Vol 32, sid 49-59.

Hakansson, N.H. (1978), Welfare Aspects of Options and Supershares, *Journal of Finance*, Vol 33, sid 754-776.

Hartmark, M.L. (1986), The Effects of Changing Margin Levels on Futures Market Activity, the Composition of Traders in the Market, and Price Performance, *Journal of Business*, Vol 59, 2:2 sid S147-S180.

Jungenfelt, K.G. och Lindgren, C.R. (1983), Real beskattning - räddare i nöden?, *Ekonomisk Debatt* 1983:1 sid 43-52.

Katzenbach, N. (1987), An Overview of Program Trading and its Impact on Current Market Practices, rapport till NYSE december 1987.

Ljungström, F. och Rothfeldt, M. (1986), *Optioner*, SNS, Stockholm.

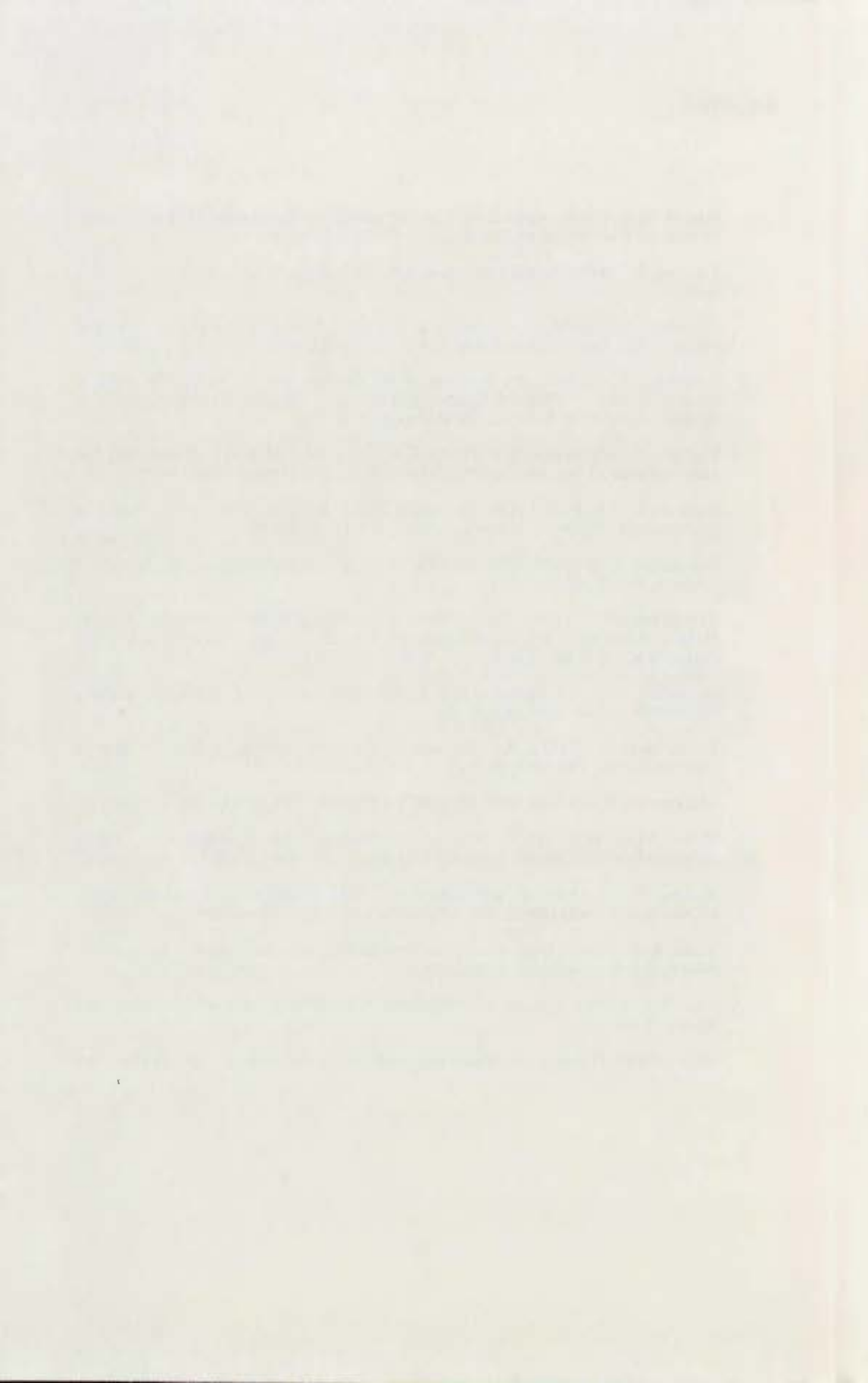
Miller, M.H. m.fl. (1987), Preliminary Report of the Committee of Inquiry Appointed by the Chicago Mercantile Exchange, december 1987.

Norling, P., Thorburn, K. och Thulin, A. (1987), Beskattning av standardiserade aktieoptioner, seminarieuppsats vid Handelshögskolan i Stockholm.

Näslund, B. (1986), Optionshandelns inverkan på aktiemarknaden - en översikt, stencil, Handelshögskolan, Stockholm.

Ross, S.A. (1976), Options and Efficiency, *Quarterly Journal of Economics*, Vol 90, sid 75-89.

SOU 1985:52, Översyn av valutaregleringen. Slutbetänkande av valutakommitten.



Bilaga 3

Riksobligationer

Exempel för beräkning av det placerade beloppet avseende riksobligationer.

Antag att riksgäldskontoret erbjuder marknaden att köpa riksobligationer med en årlig fast ränta på 11,8 procent. Antag vidare att placeraren fordrar en effektiv avkastning på det belopp han vill avsätta i riksobligationer på 12 procent. Det visar sig sedan att anbudet accepteras av riksgäldskontoret. Vilket belopp skall då placeraren betala för en riksobligation å nominellt en milj. kr. med ovan angivna förutsättningar? Beloppet eller priset på obligationen kan då räknas ut med hjälp av följande ekvation. Ekvationen kan endast användas om obligationens löptid är ett år.

$$P + \frac{1}{100} \times R \times P = N + \frac{1}{100} \times C \times N$$

P = placerat belopp (priset på obligationen)

R = effektiv ränta

N = nominellt belopp

C = kuponränta

Om man så placerar in de siffror som antagits ovan så får ekvationen följande innehåll:

$$P + 0.12 \times P = 1.000.000 + 0.118 \times 1.000.000$$

därefter löser man ut P och får $1.12P = 1.118.000$

P = 998 214 kr.

Beräkningssättet är som nämnts endast tillämpligt på en obligation med ett års löptid. Vid beräkning av det placerade beloppet för obligationer med längre löptid blir ekvationen betydligt mer komplicerad eftersom hänsyn då måste tas till den avkastning som placeraren kan få på den kupongranta han erhåller varje år. Skäl saknas att i detta sammanhang gå närmare in på denna beräkningsteknik.

Bilaga 4

Diskonteringsinstrument

Exempel för beräkning av det placerade beloppet avseende diskonteringsinstrument.

$$P + R/100 \times D/360 \times P = N$$

P = placerat belopp (priset på instrumentet)

R = ränta

D = löptid

N = nominellt belopp

Om man vill placera ett kapital i ett diskonteringsinstrument å nominellt en milj. kr. med en återstående löptid på 90 dagar och till en marknadsränta på 10 procent så får man betala

$$P = 1.000.000 / (1 + 10/100 \times 90/360) = 975\,609 \text{ kr.}$$

90 dagar senare kan placeraren lösa in skuldebrevet hos emissionsinstitutet för 1.000.000 kr. Avkastningen på det placerade beloppet blir då 10 procent.

Exemplet visar hur man beräknar det placerade beloppet vad gäller t.ex. statsskuldväxlar och bankcertifikat. När det gäller dessa instrument så motsvarar det nominella beloppet det belopp man äger lyfta då värdepapperet inlöses. Beräkningssättet är också i princip tillämpligt på räntepapper där det nominella beloppet och det placerade beloppet överensstämmer med varandra och där det belopp som placeraren äger lyfta vid inlösen inte finns angivet på värdepapperet. När det gäller värdepapper som löper med fast ränta så

kan slutbeloppet alltid beräknas med säkerhet. För ränterörliga papper måste beräkningen bygga på prognoser om ränteutvecklingen för den återstående löptiden. Man kan därför aldrig i förväg veta vad slutbeloppet blir för dessa papper. Detta gör att de ränterörliga papperen är svåra att handla med på andrahandsmarknaden.

Fig. 1

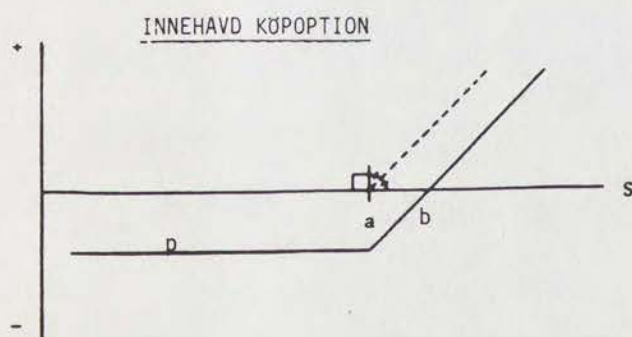
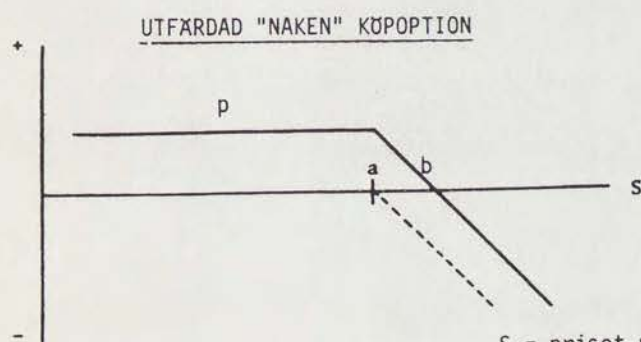


Fig. 2



S = priset på den underliggande varan
 a = lösenpriset
 p = premien
 b = break even (affären går jämt upp)

Fig. 3

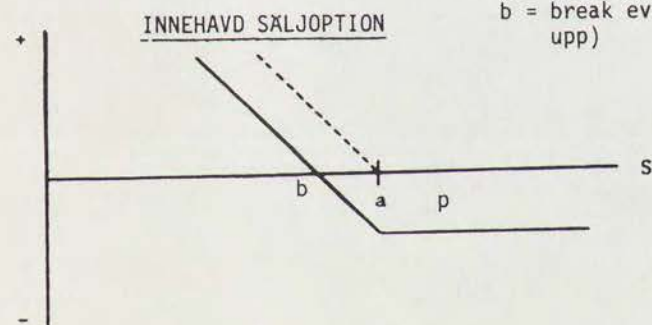


Fig. 4

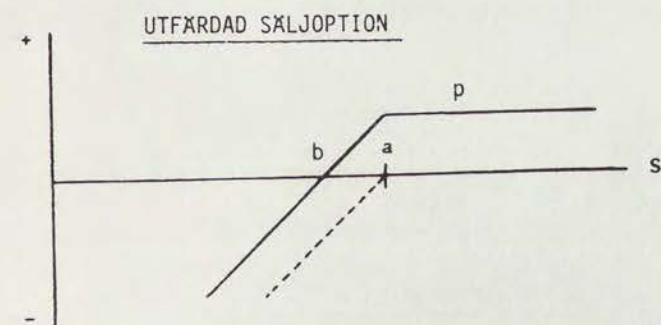
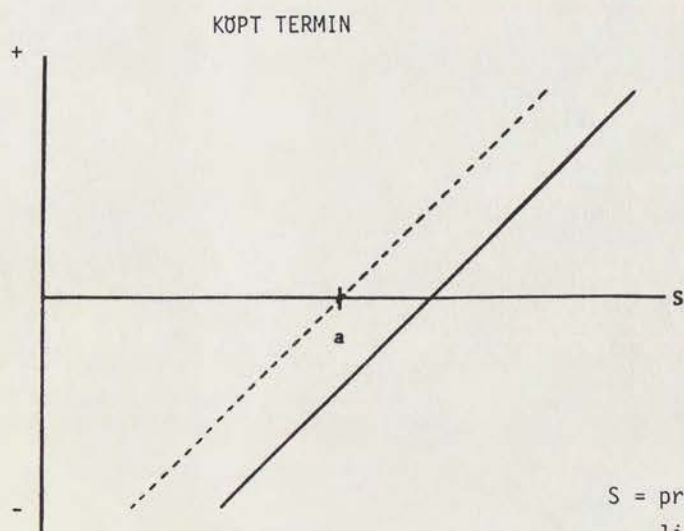
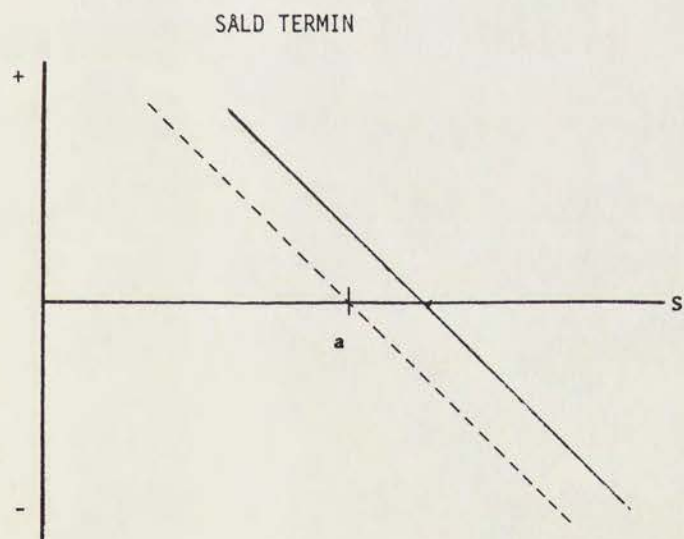


Fig. 1



S = priset på den und
liggande tillgång
a = avistapriset

Fig. 2





Statens offentliga utredningar 1988

Kronologisk förteckning

1. Översyn av utlänningslagsstiftningen. A.
2. Kortare väntan. A.
3. Arbetsolycka - "olycka" eller arbetsmiljöbrott? A.
4. Kunskapsöverföring genom företagsutveckling. UD.
5. Samerätt och sameting. Ju.
6. Provning och kontroll i internationell samverkan. I.
7. Frihet från ansvar. Ju.
8. En ny skyddslag. Fö.
9. Sverigeinformation och kulturutbyte. UD.
10. Rätt adress. Fi.
11. Öppenhet och minne. U.
12. Civil personal i försvaret. Fö.
13. Handel med optioner och terminer. Fi.

Statens offentliga utredningar 1988

Systematisk förteckning

Justitiedepartementet

Samerätt och sameting. (5)
Frihet från ansvar. (7)

Utrikesdepartementet

Kunskapsöverföring genom företagsutveckling. (4)
Sverigeinformation och kultursamarbete. (9)

Försvarsdepartementet

En ny skyddslag. (8)
Civil personal i försvaret. (12)

Finansdepartementet

Rätt adress. (10)
Handel med optioner och terminer. (13)

Utbildningsdepartementet

Öppenhet och minne. (11)

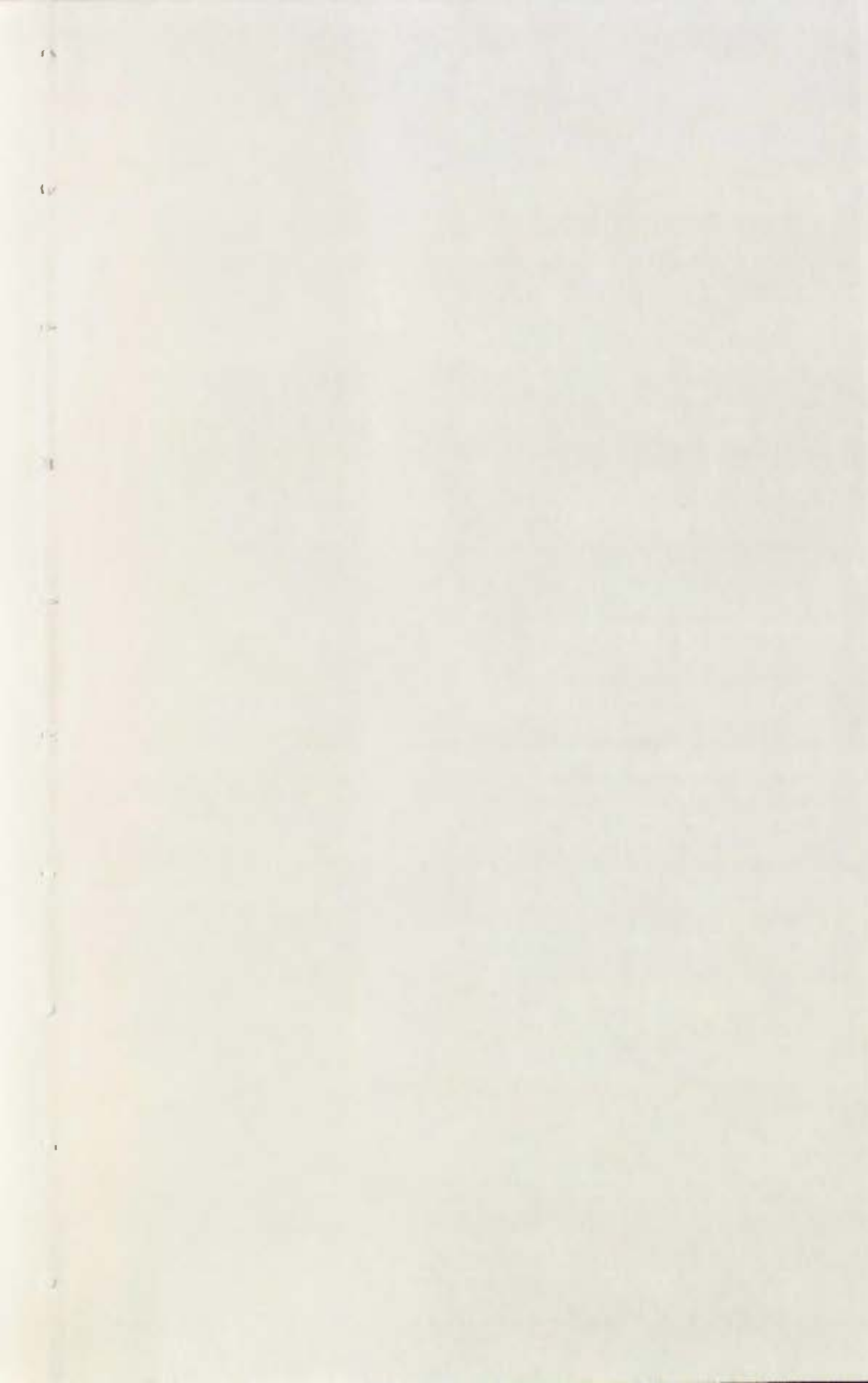
Arbetsmarknadsdepartementet

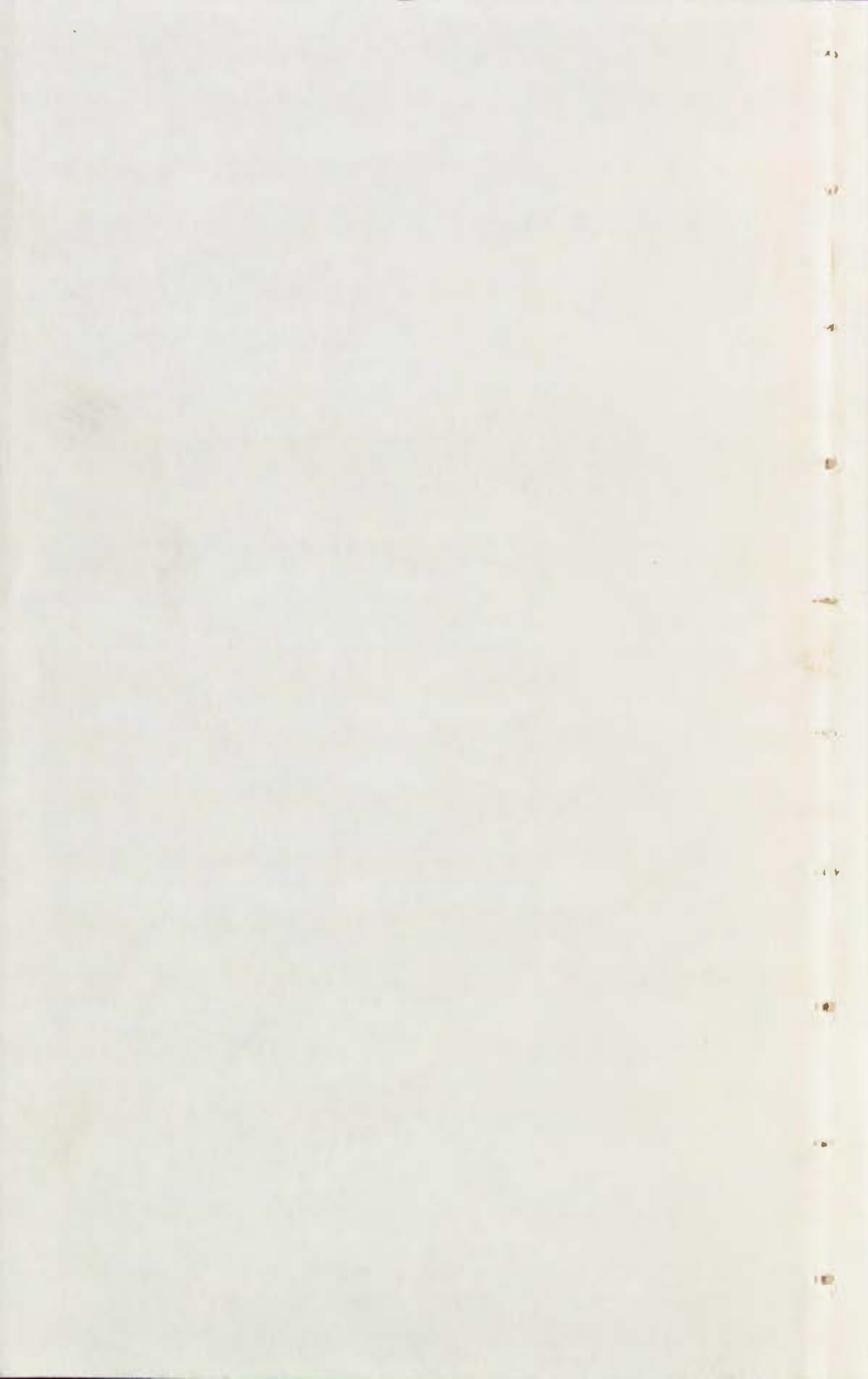
Översyn av utlänningslagstiftningen. (1)
Kortare väntan. (2)
Arbetsolycka - "olycka" eller arbetsmiljöbrott? (3)

Industridepartementet

Provning och kontroll i internationell samverkan. (6)







ALLMÄNNA FÖRLAGET

ISBN 91-38-10136-X

ISSN 0375-250X