

2011-12-15

Regeringskansliet
Finansdepartementet
103 33 Stockholm

Europeiska kommissionens förslag till förordning och direktiv om marknader för finansiella instrument

(Fi2011/4467)

EU-kommissionens förslag är omfattande och komplicerat. Det berör också instrument och marknader som Riksgälden inte har vare sig befattning med eller kunskaper om. Vi koncentrerar därför våra kommentarer till frågor som rör handel med räntebärande värdepapper och då särskilt förslagen kring regler för genomlysning av handeln.

Som en bakgrund inleder vi remissvaret med några övergripande synpunkter på förslagens utgångspunkter och inriktning. Därefter diskuterar vi, för det första, den svaga kopplingen mellan MiFID som ett direktiv för investerarskydd och förslaget att tillämpa MiFID-regler även på räntemarknader. För det andra granskar vi utformningen av reglerna för genomlysning av räntehandeln i förslaget till EU-förordning. Avslutningsvis förklarar vi på vilket sätt en ogenomtänkt tillämpning av MiFID-regler skulle kunna skada räntehandeln och därmed höja statens kostnader för att finansiera statsskulden.

Vi anser sammanfattningsvis att det är tveksamt om det finns tillräckliga skäl att inkludera handeln i statspapper i MiFID-regelverket. Det är en marknad där i praktiken endast professionella aktörer är verksamma och de måste förutsättas klara sig utan ett särskilt investerarskydd. Om så ändå sker, är det viktigt att tydligt undanta den professionella handeln från långtgående insynskrav. I annat fall skulle förutsättningarna för marknadsgaranternas verksamhet försämrats, vilket skulle skada likviditeten i andrahandsmarknaden och höja statens lånekostnader. Ett undantag från insynskraven bör skapas genom att sätta en så låg beloppsgräns för omedelbar rapportering att transaktioner mellan professionella aktörer automatiskt undantas. Om detta görs i klartext i direktivet, minskar Riksgäldens oro för att reglerna för insyn efter handel ska skada svensk räntemarknad.

Vi avstyrker också förslaget att inkludera insynsreglerna i en EU-förordning. De bör ligga kvar i ett sammanhållet direktiv. Föreskriftsrätten bör i stället ges till nationella tillsynsmyndigheter. Dessa frågor är alltför komplexa för att hanteras på ett effektivt sätt på gemensam EU-nivå. Subsidiaritetsprincipen bör därför hävdas i den fortsatta diskussionen.

Kommissionens förslag syftar till att förändra komplexa marknadsmekanismer. Detta görs utan vare sig en klar analys av på vilket sätt dessa mekanismer brister eller en grundläggande insikt om hur de fungerar. Starka skäl talar därför för att från svensk sida sträva efter fundamentala förändringar i det föreslagna regelverket innan det träder i kraft.

Motiven för reglering

Under ett antal år har utgångspunkten för lagstiftningsarbetet på det finansiella området varit att det för att motivera särreglering ska finnas dels ett identifierat marknadsmisslyckande, dels en genomtänkt bedömning att detta problem kan motverkas med hjälp av statliga ingrepp. Detta synsätt har varit särskilt tydligt i den svenska diskussionen, men det har även varit vägledande på EU-nivå. Ett exempel är att en anledning till att MiFID i sin första version endast omfattar aktiehandel var att det inte ansågs belagt att det finns ett marknadsmisslyckande i handeln med räntebärande värdepapper. En grund för detta var att denna handel helt domineras av professionella aktörer. I och med att MiFID ändå gör undantag för professionella investerare fanns det inte skäl att över huvud taget tillämpa direktivets regler på räntehandeln.

I det nya direktivförslaget är ansatsen annorlunda. Visserligen kvarstår huvudmotivet att stärka skyddet av investerarna och främja den inre marknaden för finansiella tjänster (se skäl 3 i inledningen). Men till detta har kommit skäl 4:

Finanskrisen har blottställt svagheter när det gäller finansiella marknadens funktion och överblickbarhet. Utvecklingen av finansiella marknader har blottlagt behovet av att stärka ramarna för regleringen av marknader för finansiella instrument i syfte att öka öppenheten, ge investerare bättre skydd, förstärka förtroendet, minska antalet oreglerade områden och säkerställa att tillsynsmyndigheter får tillräckliga befogenheter så att de kan fullgöra sina uppgifter.

Denna utgångspunkt kan diskuteras på flera grunder. För det första är det ett faktum att krisen varit koncentrerad till de hårdast reglerade delarna av det finansiella systemet, dvs. bankerna. Därmed är det inte självklart att finanskrisen kan användas som argument för att det behövs mer regleringar av andra delar där motsvarande problem inte uppträtt.

För det andra är kopplingen mellan krisen och hur handeln på värdepappersmarknaderna är organiserade inte väl belyst. Argumentet används mest för att öppna för nya regleringsåtgärder. Detta är problematiskt. Låt oss ta ett exempel. Ett led i krisens spridning gick via att bankernas tillgång till reguljära finansieringsmarknader ströps. I det läget var likvida statspappersmarknader ett helt avgörande andningshål. Med den utgångspunkten skulle man tänka sig att omsorg om likviditeten i till exempel statspappersmarknader skulle ges stor vikt. Något sådant resonemang förs emellertid inte i förslaget. Det får till följd att de möjliga effekterna på likviditeten i marknaderna inte på ett tydligt sätt beaktas, vilket kan få allvarliga följder, se vidare nedan.

Mest notabelt i sammanhanget är dock att det anges som ett mål i sig att ”minska antalet oreglerade områden”. Detta kan knappast tolkas på annat sätt än att utgångspunkten skiftat och att ett marknadsmisslyckande inte längre behöver föreligga. Snarare är det ”regleringsluckor” – i meningen marknader som undgått reglering – som ställs i centrum.

Kommissionens premiss synes alltså vara att privata aktörer inte är kapabla att organisera väl fungerande marknader utan detta är något som endast EU-kommissionen och diverse andra kommittéer av regelgivare klarar av. Utifrån denna högst tveksamma utgångspunkt är det logiskt att föreslå att regelgivaren ska ta över ansvaret även för marknader som enbart rör professionella aktörer.

Den konkreta frågan i detta sammanhang är om det verkligen är rimligt att förändra MiFID från att vara ett medel för investerarskydd på aktiemarknaden till ett generellt medel för ingripande i hur handeln med finansiella instrument av vad slag de vara må organiseras. Och den än större frågan är om de komplexa koordinationsproblem som uppstår i samband med organiserandet av finansiella marknader bäst hanteras av politiskt tillsatta kommittéer.

Riksgälden avstår från att i detta remissvar söka belysa dessa större frågor. Vi kan dock konstatera – av skäl som utvecklas nedan – att som exempel på hur kommittéansatsen fungerar ger kommissionens förslag till nytt regelverk för handeln med finansiella instrument anledning till oro. Förslaget ger inte intryck av att kommissionen har förstått de komplexa samband som den nu har föresatt sig att reglera. Det är därmed högst osäkert huruvida det regelverk som föreslås går att förena med en fortsatt – i bokstavig mening – väl fungerande handel med räntebärande värdepapper i Sverige.

MiFID som ett investerarskyddsregelverk

Hanteringen av transparensreglerna måste ses i ljuset av de skyddsintressen som föreligger. En central utgångspunkt måste därvid vara att icke-professionella aktörer har större skyddsbehov än professionella. Detta anges gälla även för det nya regelverket. I skäl 56 i inledningen till det nya direktivet står:

Detta direktiv syftar bl.a. till att skydda investerarna. Åtgärder för att skydda investerare bör anpassas till de särskilda förhållanden som råder för varje kategori av investerare (icke-professionella, professionella och motparter). (...)

Texten är densamma som i det gällande direktivet. Det motiveras i bakgrundspromemorian på följande sätt: ”Klassificeringen av kunder i direktivet om marknader för finansiella tjänster till icke-professionella, professionella och godtagbara motparter ger en tillräcklig och tillfredsställande grad av flexibilitet och bör således i stort sett förbli oförändrad. (s. 8).

Innebörden är att instituten (enligt Artikel 30) inte är skyldiga att tillämpa vissa regler gentemot aktörer som klassificeras som professionella. Bland dessa finns kravet på mest förmånliga villkor (se Artikel 27). Eftersom transparenskraven i hög grad är motiverade

av ambitionen att säkerställa att investerarna får bästa möjliga pris, måste undantagen i Artikel 30 rimligen också ha bäring på hur transparensreglerna utformas.

Konkret bör det betyda att transaktioner som är av en sådan karaktär att de endast berör professionella investerare bör undantas från transparenskraven. Ett uppenbart kriterium är i så fall transaktionens storlek. Priserna i transaktioner som endast är aktuella för professionella investerare har inget egentligt informationsvärde för att bedöma om en transaktion med en icke-professionell investerare har skett till bästa pris. Den bedömningen måste grundas på till vilka priser transaktioner av motsvarande storlek genomfördes vid den aktuella tidpunkten, inte på vad som hände i ett fundamentalt annorlunda marknadssegment. Och att omedelbar information om volymer i den professionella handeln skulle ha någon betydelse för mindre investerare är än mer osannolikt.

Denna logik synes ha väglett CESR:s tidigare förslag att rapporteringskraven för räntehandeln skulle innefatta beloppsgränser, t.ex. att endast transaktioner på under 1 miljon euro skulle omfattas av kravet på omedelbar rapportering. Med en sådan ordning bortfaller i princip den oro som Riksgälden (och andra skuldförvaltare) har känt för att transparenskrav ska störa den för staten viktiga professionella delen av räntehandeln.

Transparensreglerna i förslaget till förordning

Det kan tänkas att EU-kommissionen har liknande tankegångar som de som redovisas ovan. Problemet är att det inte framgår av förordningsförslaget hur dessa frågor ska regleras. Det ska i stället hanteras i föreskrifter som kommissionen i ett senare skede ska besluta om. Varken bakgrundspromemorian eller texten i förordningen säger dock särskilt mycket om hur de rättsakter som Kommissionen vill få mandat att utforma tänks se ut. Förordningstexten är också otydlig och lämnar öppet för många olika tolkningar. Detta är djupt otillfredsställande med tanke på vilka följder illa avvägda beslut kan få för räntehandeln; se vidare nedan.

Exempelvis framstår det som i princip möjligt för kommissionen att utgå från den ambitionsnivån som anges i skäl 9 i inledningen till förordningen:

All organiserad handel bör ske på reglerade handelsplatser och med full överblickbarhet både före och efter handel. Kraven på överblickbarhet bör således gälla för alla typer av handelsplatser och för alla instrument som handlas där.

Denna höga ambitionsnivå – formulerad som ”fully transparent” i den engelska versionen – modifieras visserligen något i följande stycken (t.ex. 12 och 14), där det talas om att kraven ska beakta ”de olika egenskaperna och marknadsstrukturerna hos specifika typer av instrument”, ”bör anpassas till olika typer av instrument, däribland aktier, obligationer och derivat, och olika typer av handel som orderbokssystem och budbaserade system (...) och ta hänsyn till nationella marknaders emissionspraxis,

transaktionsvolym och egenskaper” etc. Men de närmare kriterierna för sådan differentiering förblir outtalade.

Vad som är avgörande policyfrågor för medlemsstaterna överlåtes på så sätt till kommissionen att hantera på en nivå där i princip endast tekniska beslut ska fattas. Detta är otillfredsställande.

Ett sätt att minska risken för att kommissionens föreskrifter ska få allvarliga effekter på nationell nivå är att avstyrka förslaget att införa en EU-förordning. I stället skulle insynsreglerna – som i gällande MiFID – placeras in i direktivet. Det är sedan logiskt att föreskriftsrätten, via nationell lag byggd på direktivet, ges till nationella tillsynsmyndigheter. Även i detta fall finns det förstås anledning att förtydliga skrivningarna om på vilka grunder undantag från de generella insynsreglerna ska kunna göras, men med en sådan lösning vidgas rimligen utrymmet att anpassa regelverket till specifika förhållanden i de enskilda medlemsstaterna. Om det i praktiken ska vara möjligt att – i enlighet med skäl 14 – ta hänsyn till nationella marknadens egenskaper, är detta en klart mer pålitlig väg. Givet att nationella hänsyn ska tas försvagas också argumenten för att använda en EU-förordning som medel, dvs. subsidiaritetsprincipen bör kunna göras gällande i denna diskussion.

Om det i förhandlingarna visar sig att modellen med en EU-förordning inte går att förändra, är det än viktigare att säkerställa att tydliga skrivningar infogas i förordningen som vägledning för det fortsatte arbetet med föreskrifter. Som ett första krav bör man kunna konstatera att skäl 9 bör strykas eller skriva om i grunden, eftersom ordvalet inte överensstämmer med vad som sedan kommer.

I nästa steg bör kravet vara att det ska föras in skrivningar i inledningen och i själva förordningstexten som tydligt styr de riktlinjer som kommissionen ska utfärda i riktning mot en vettig avvägning mellan transparens och de övriga hänsyn som måste tas. Det bör därför framgå att transparenskraven ska utformas med beaktande av förutsättningarna för att bedriva en effektiv *professionell* värdepappershandel. Det bör vidare framgå tydligt på vilka grunder differentieringen av kraven ska göras. Det räcker inte att som nu nämna ”typer av instrument” utan att det framgår hur en sådan indelning ska göras.

Det bör till exempel göras klart att ”statspapper” inte utgör en homogen typ av instrument. I detta sammanhang går det således inte att uppfatta svenska och tyska statspapper som tillhörande samma typ. (Det är inte ens rimligt att se t.ex. finländska och italienska statspapper i euro som del av en homogen typ med tanke på den betydelse som skillnader i kreditrisk numera har.) Hänsyn måste således tas till valuta, storlek på marknad, hur handeln är organiserad etc. I ett svenskt sammanhang är det också nödvändigt att göra skillnad mellan nominella och reala statsobligationer med tanke på att förutsättningarna för handel i utgångsläget är markant olika. Och ser man till bostads- och företagsobligationer måste sannolikt ytterligare differentieringskriterier till.

Riksgälden menar att de differentieringsgrunder som nämns i förordningsförslaget är alltför otydliga och svårtolkade. I artikel 10 nämns att den ansvariga nationella myndigheten kan ge tillstånd till fördröjd publicering av transaktioner med hänsyn till ”typ eller volym”. Särskilt nämns att transaktioner som är ”av större omfattning än normalt på marknaden för ifrågavarande obligationer” kan undantas.

Transaktionernas ”normala volym” är dock inte en bra utgångspunkt för att differentiera med hänsyn till om handeln rör professionella eller icke-professionella investerare. Anta att endast professionella aktörer är aktiva, vilket är fallet i flertalet räntemarknader. Då ska rimligen, enligt skrivningen i förordningen, rapporteringskravet tillämpas på transaktioner som är ”normala” i förhållande till de professionella aktörernas handelsmönster. Det skulle betyda att transaktioner som kanske ligger tio- eller tjugofaldigt högre än den gräns som CESR hade i åtanke kommer att behöva rapporteras utan fördröjning. Man har då definitionsmässigt lämnat ambitionen att skydda den icke-professionella investeraren långt bakom sig och i stället ingripit i en handel som bara rör aktörer som inte är i behov av det skydd som MiFID är tänkt att ge. Inte heller beaktas den fundamentala egenskapen att en marknadsgarant agerar mot sin egen balansräkning. Det kapital som instituten måste binda för att hantera även medelstora order skulle riskeras på ett sätt som undergräver förutsättningarna för denna handelsform; se vidare nedan.

Om transaktioners ”normala volym” alltså inte är ett fungerande kriterium är det avgörande vad som läggs i begreppet ”typ”. Kan det läsas som ”transaktioner av professionell typ” öppnas på nytt dörren för att undanta sådana. Men det är svårt att av texten hitta något tydligt stöd för tolkningen. I skäl 12 i inledningen nämns ”typer av instrument” medan artikel 10(1) talar om ”typer av transaktioner”, vilket knappast är samma sak. I artikel 10(2) talas det om att ”typ av obligation” ska beaktas vid utformningen av villkor för undantag. Begreppen glider således fram och tillbaka. Med tanke på de många aspekter som kan skilja både obligationer och de marknader de handlas på åt är ett endimensionellt begrepp som ”typ” hur som helst otillfredsställande.

Notabelt är att flera stycken i inledningen berör insyn före handel, inklusive omständigheter när huvudreglerna inte ska gälla. Några motsvarande förtydligande avseende insyn efter handel finns inte. Även i huvudtexten i förordningen är reglerna avseende undantagen från rapportering efter handel mer kortfattad och otydlig. Detta motsvarar sannolikt inte den vikt som bör läggas på respektive fråga. För räntehandeln är information på skärm om vilka kurser det är möjligt att handla till tämligen problematisk, medan information om volymer i gjorda transaktioner kan vara skadlig.

Utan att ta ställning för att det som står att undantag för insyn före handel är vettigt utformat kan en utgångspunkt vara att kräva större symmetri i behandlingen av respektive område. Den diskussion som formuleringen av dessa texter kommer att leda till kan i bästa fall användas för att styra i förordningen den riktning som nämns ovan.

Av de föregående resonemangen framgår att hur handel med värdepapper organiseras i praktiken är resultatet av ett komplicerat samspel mellan en rad faktorer. Att det med kommittébeslut på EU-nivå ska vara möjligt att klara av att beakta detta samspel på ett sådant sätt att det uttalade målet ”väl fungerande marknader” verkligen uppnås framstår inte som sannolikt. Detta talar för att arbeta med enkla styrmedel som lämnar utrymme för alternativa lösningar i den del av handeln där investerarskydd inte gör sig gällande. Riksgälden vill därför på nytt påminna om det enkla kriterium som ursprungligen diskuterades av CESR, nämligen en låg beloppsgräns som tydligt avgränsar kraven på omedelbar insyn till transaktioner där endast icke-professionella investerare är aktiva.

Följderna för räntehandeln

Riksgälden pekar ovan på risken att olämpligt utformade insynsregler ska skada den svenska räntemarknaden. I detta avslutande avsnitt utvecklar vi grunderna för dessa farhågor.

MiFID är ett regelverk ursprungligen utformat för att hantera aktiehandel. Där är den dominerande handelsform orderdriven börshandel. Det är också en marknad där små transaktioner, initierade av icke-professionella aktörer, regelmässigt hanteras parallellt med stora.

Handel med räntebärande papper har helt andra kännetecken. Den är typiskt sett prisdriven, dvs. det finns aktörer – marknadsgaranter – som fortlöpande anger priser till vilka de är beredda att köpa respektive sälja papper. Den domineras också helt av professionella aktörer, som handlar i stora poster. Det är möjligt tack vare att marknadsgaranterna är beredda att tillfälligt köpa respektive sälja papperen med sin egen balansräkning som uppbackning. En förutsättning för att de ska vara villiga att tillfälligt härbärgera dessa risker är att de ges utrymme att neutralisera sin position utan att det är allmänt känt vilka transaktion de gör. De kan på så sätt sälja av (eller köpa upp) obligationer i mindre poster utan att marknadspriset rör sig alltför mycket i för dem oförmånlig riktning.

Denna handelsform erbjuder professionella investerare god likviditet (i meningen ”immediacy”, dvs. att de snabbt kan få även stora transaktioner genomförda) och djup. Professionella aktörer hämtar information om prisbilden genom skärmpriser och kontakter med flera aktörer. I den typen av handel är alltså den redan långt drivna genomlysningen före handel tillräcklig för att tillmötesgå investerarnas behov.

Det finns heller inga tecken i den svenska räntehandeln på att marknadsgaranterna i skydd av bristande genomlysning gör övervinster på investerarnas (eller emittenternas) bekostnad. Marknaden domineras av aktörer som vet att tillvarata sina egna intressen och som inte kan uppfattas vara i ett underläge i förhållande till marknadsgaranterna. I stället bör man se den grad av genomlysning som kännetecknar marknaden som en slags informationsmässig jämvikt. Investerarna i gemen är beredda att acceptera ofullständig information om gjorda transaktioner i utbyte mot den goda likviditet som marknads-

garanterna kan erbjuda till följd av den fördröjde genomlysningen. Något marknadsmisslyckande föreligger således inte.

Framtvingad genomlysning som inte beaktar de mekanismer som marknadsgarantandel bygger på skulle följaktligen riskera att skada handeln och snarast *ge upphov till* ett marknadsmisslyckande. Marknadsgaranterna skulle vara tvungna att vara mer försiktiga och dra ner de poster de är beredda att köpa och sälja. De skulle också vara tvungna att öka ut skillnaderna mellan köp- och säljkurs, eftersom det är den buffert de har mot ogynnsamma prisrörelser. Likviditeten i handeln skulle försämrats, vilket skulle skrämja bort investerare som agerar med andra utgångspunkter än att de behöver eller vill placera pengar. Likviditet i en marknad skapas i en självförstärkande process. Om den börjar gå baklänges, inträder motsvarande mekanismer i negativ riktning.

Ovan har vi i första hand ägnat oss åt reglerna för insyn efter handel. Det finns emellertid fler inslag i förslaget som sannolikt är olämpliga utifrån syftet att ge förutsättningar för en fungerande handel i statspapper. Vi vill särskilt peka på artikel 17 i förordningsförslaget som rör s.k. systematiska internhandlars skyldigheter. Detta begrepp är i sig otydligt, men skulle kunna tolkas så att det omfattar marknadsgaranter och därmed Riksgäldens återförsäljare. I så fall åläggs dessa långtgående skyldigheter, inklusive att de ska erbjuda samma villkor till varje kund och följa kravet på mest förmånliga villkor i MiFID. Sådana krav ökar riskerna med att vara marknadsgarant och bidrar på så sätt till att höja kostnaderna för att handla statspapper. Kraven framstår heller inte som rimliga med tanke på att återförsäljare i svenska statspapper endast har professionella motparter.

Likaså är det orimligt att det ska ankomma på kommissionen att – till synes fritt – fastställa gränser för hur stora volymer som ett institut ska vara skyldig att erbjuda andra kunder; se artikel 18.2. Här antyds inte ens att differentiering med hänsyn till ”typ och volym” eller andra faktorer ska förekomma. Riksgälden har svårt att föreställa sig att en volymgräns som passar för den tyska statspappersmarknaden ska fungera för den maltesiska eller för den svenska företagsobligationsmarknaden. Bilden framtonar – här som på många punkter – av ett förslag utan nämnvärd koppling till de verkliga marknader i vilka reglerna är tänkta att verka.

Likviditet är ett kännetecken på andrahandsmarknaden, men försämrade förutsättningar att handla ett värdepapper har återverkningar också i primärmarknaden, dvs. för utgivaren av värdepapperet. Investerare kommer att kräva kompensation för ökade likviditetsrisker genom att ställa högra avkastningskrav i primärmarknaden. Statens och andra emittenters finansieringskostnader kommer således att stiga.

Hur känslig en viss marknad är för långt drivna krav på genomlysning av gjorda transaktioner beror på ett antal faktorer. En är storlek och tillgång till andra riskhantlingsinstrument. I exempelvis den tyska statspappersmarknaden är omsättningen i sig stor och många investerare är aktiva. Dessutom kan en marknadsgarant använda derivatinstrument för att hantera en stor del av de risker som de löper.

I mindre marknader som den svenska finns inte motsvarande möjligheter. Inte minst är tillgången till derivatinstrument sämre. För perifera euromarknader torde problemen kunna vara än värre. Med tanke på de stora svängningarna i räntedifferensen mot Tyskland är det numera högst osäkert att använda derivat med tyska papper som underliggande tillgång. Samtidigt torde de inhemska marknaderna vara outvecklade i och med att de var överflödiga så länge det inte fanns någon skillnad mellan olika länders europapper. Sverige torde således inte vara det enda mindre land som har anledning att se med oro på en ogenomtänkt tillämpning av förordningen.

En differentiering är i och för sig förutskickad i förordning, åtminstone avseende insynsreglerna, men med tanke på den komplexitet som präglar uppkomsten (och försvinnandet) av likviditet i en viss marknad är det högst osäkert om det kommer att gå att utforma ett regelverk som beaktar alla relevanta faktorer.

Kommissionens förslag handlar ytterst om att förändra komplexa marknadsmekanismer. Detta görs utan vare sig en klar analys av på vilket sätt dessa mekanismer brister eller en grundläggande insikt om hur de fungerar. Starka skäl talar därför för att från svensk sida sträva efter fundamentala förändringar i det föreslagna regelverket innan det träder i kraft.

I detta ärende har riksgäldsdirektören Bo Lundgren beslutat efter föredragning av chefsekonomen Lars Hörngren. I den slutliga beredningen har även avdelningschefen Thomas Olofsson deltagit.



Bo Lundgren



Lars Hörngren