Finansdepartementet
Finansmarknadsavdelningen
103 33 Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

DNR 2011-726-STA

ER REF Fi2011/4467

2011-12-15

ESTABLISHED 1668

Remissyttrande om Europeiska kommissionens förslag (KOM(2011)652) till Europaparlamentets och rådets förordning om marknader för finansiella instrument samt förslag (KOM(2011)656) till Europaparlamentets och rådets direktiv om marknader för finansiella instrument

Riksbanken uppskattar möjligheten att få lämna synpunkter på kommissionens förslag till förordning och direktiv om marknader för finansiella instrument. Riksbanken ser överlag positivt på den ökade harmonisering av värdepappersmarknaden som kommissionens förslag syftar till men finner också brister i kommissionens förslag. Om förslaget implementeras i sin nuvarande form så riskerar det att få negativa effekter på det finansiella systemet. Riksbanken har i många av de frågor som förslaget behandlar redogjort för sin ståndpunkt i ett gemensamt konsultationssvar med Finansdepartementet och Finansinspektionen (Dnr 2011-117-AFS). Dessa ståndpunkter är i många fall fortfarande relevanta. Därutöver har det tillkommit vissa förslag där Riksbanken vill klargöra alternativt förtydliga sin ståndpunkt.

Riksbanken har två övergripande invändningar på förslaget. För det första anser Riksbanken att det är olämpligt att stora delar av regelverket föreslås införas i form av förordning istället för som direktiv. Det finns stora skillnader mellan medlemsstaterna i hur marknaderna för finansiella instrument är utformade. Exempelvis gäller detta för obligations- och penningmarknaderna inom unionen. Därför ser Riksbanken ett behov av att anpassa reglerna som finns i kommissionens förlag till de olika medlemsstaternas situation. Riksbanken tycker därför att direktivformen i detta fall är lämpligare. Enligt Riksbankens mening överväger de potentiella problemen med att implementera dessa förslag som en förordning de fördelar som kommissionen framhåller som skäl till förordningen (i skäl (3) i MiFIR).

För det andra tycker Riksbanken inte att det är lämpligt att så mycket av de avgörande besluten kommer att överföras till delegerade akter. Istället bör mer specificerade krav och kriterier införas i direktivet och i en eventuell förordning. Detta för att ge de delegerade akterna tydligare ramar. I de mer detaljerade synpunkterna nedan lyfter Riksbanken fram några områden där det är synnerligen viktigt att kraven och kriterierna blir mer specificerade än i nuvarande förslag.

Nedan följer Riksbankens synpunkter på några av de olika delarna och artiklarna i kommissionens förslag.

Synpunkter på förslaget på förordning (MiFIR):

Krav på transparens (genomlysning) vid handel av obligationer och derivat på handelsplattform eller OTC (artikel 7 – 10, 17 – 18 och 20)

Riksbanken poängterar vikten av att det inte införs transparenskrav som försämrar dessa marknaders funktionssätt (se också konsultationssvaret). Detta gäller framförallt för räntebärande värdepapper och tillhörande derivat.

Riksbanken noterar att bland annat marknadsmodellen och ordervolymen ska beaktas när det gäller undantag från krav på uppgifter före handel enligt artikel 8. Dock anser Riksbanken att åtminstone samma möjligheter till medgivande av undantag från regler om offentliggjord information före handel bör tillämpas för systematiska internhandlare (artikel 17) som för övriga marknadsaktörer (artikel 7 och 8). Beroende på hur begreppet systematisk internhandlare tolkas (se mer nedan) bedöms annars kraven på offentliggörande av fasta bud att ge stora negativa effekter på likviditeten bland annat på de svenska marknaderna för räntebärande värdepapper, såsom obligationer.

Dessutom tycker Riksbanken inte att det är lämpligt att delegerade akter ska anta bestämmelser om vilken information som ska offentliggöras och vilka villkor som krävs för att undantag ska ges från offentliggörande av information (artikel 8 och 18). Dessa bedömningar och bestämmelser bör göras av kompetenta myndigheter på nationell nivå eftersom bedömningarna kräver att stor hänsyn tas till specifika marknadsegenskaper. Riksbanken tycker även att det ska framgå i artikel 18.2 vilka kriterier som ska beaktas när det specificeras vid vilka volymer ett värdepappersföretag ska ”utföra transaktioner med varje annan kund”. Dessa kriterier bör i likhet med artikel 8.4.2 baseras på hur handeln sker på den aktuella marknaden, särdragen hos handeln med den aktuella produkten, likviditeten på marknaden och ordervolymer eller typ av order för den aktuella transaktionen.

Riksbanken finner det heller inte lämpligt att delegerade akter ska anta bestämmelser om vilken information som ska preciseras i den offentliggjorda informationen om respektive instrument samt villkoren för nationella myndigheter att ge tillstånd om fördröjning av offentliggörande (artikel 10). Eftersom bedömningarna kräver att stor hänsyn tas till specifika marknadsegenskaper bör dessa göras av kompetenta myndigheter på nationell nivå, som också bör utfärda bestämmelser på området. Riksbanken tycker också kriterierna för att få skjuta upp offentliggörandet av information om vissa transaktioner bör innefatta mer än volym och typ av kontrakt (artikel 10.2.(b)). De bör också innefatta transaktionens storlek i förhållande till den genomsnittliga storleken av den typen av transaktion på den aktuella marknaden, antalet transaktioner av den typen på den aktuella marknaden, antalet och typ av aktiva aktörer på den aktuella marknaden, marknadsmodell och andra relevanta kriterier för att bedöma likviditeten. Detta finns i det aktuella förslaget till viss mån i skäl (14), men sålunda bör det också ingå i artikel 10.

När det gäller typ av aktiva aktörer så tycker Riksbanken att det i likhet med artikel 30 i MiFID bör göras en uppdelning i professionella aktörer (kunder) och icke-professionella aktörer. Utformningen av regelverket måste skilja sig åt beroende på om syftet är konsumentskydd eller att förbättra marknadernas funktionssätt. På marknader där i stort sett endast professionella aktörer är verksamma så kan inte

syftet vara konsumentskydd. Som diskuteras ovan så kan de föreslagna transparenskraven leda till att marknadernas funktionssätt försämras. Sålunda bör marknader med i stort sett endast professionella aktörer undantas från kraven på transparens alternativt bör kraven vara betydligt lägre än för marknader där icke-professionella aktörer utgör en betydande andel.

Riksbanken ställer sig även frågande inför hur definitionen av begreppet systematisk internhandlare i artikel 2 ska tolkas på andra marknader än för aktier. Detta då det är samma definition som tidigare vilken då endast gällde för aktiemarknaden. Men i förslaget får definitionen också konsekvenser för bland annat obligations- och derivatmarknaderna. För att klargöra om marknadsgaranter på exempelvis obligationsmarknaden utgör systematiska internhandlare behöver det specificeras vad handel på ett "organiserat, frekvent och systematiskt sätt" innebär samt vad det i detalj innebär att "utföra kundorder". För Sverige har definitionen stora implikationer med tanke på den svenska räntemarknadens beroende av marknadsgaranter och de krav som föreslås för dessa.

Skyldighet att handla derivat på handelsplattform (Artikel 24-27)

Riksbanken vill vidare framhålla vikten av att beslut om skyldighet att handla derivat på handelsplattformar ska baseras på sunda ekonomiska beslut. Riksbanken är väl medveten om att vissa derivat spelade en stor roll i den globala finanskrisen. Men då det redan kommer krav på att derivat ska clearas och att handeln med derivat ska rapporteras till ett transaktionsregister i och med att EMIR införs så ser Riksbanken ett mindre behov att införa även en reglering som fastslår var handeln ska äga rum.

Riksbanken är också oroad över att denna skyldighet kan få negativa konsekvenser för derivathandeln, så som att handeln med vissa derivat upphör alternativt drastiskt minskar. Riksbanken vill därför framhålla vikten av att kriterierna som fastställer om derivattypen ska bedömas vara tillräckligt likvid i artikel 26.3 sätts på ett sådant sätt att så att det inte försämrar marknadernas funktionssätt. Riksbanken tycker även att ESMA inte bara ska ta hänsyn till om derivattypen är likvid utan också den ekonomiska nyttan av att införa skyldigheten för derivattypen i de tekniska standarderna i 26.3. Det vill säga derivattypen måste både vara tillräckligt likvid och det ska finnas en ekonomisk nytta för att skyldigheten ska gälla för derivattypen.

Icke-diskriminerande tillträde till clearingsystem (Artikel 28-30)

Riksbanken stödjer förslaget. Det är viktigt att säkerställa konkurrensen och begränsa möjligheten till diskriminering vad gäller tillträde till centrala motparter och handelsplatser samt referensindex. Det är dock viktigt att detta inte medför en risk för clearingsystemet.

Riksbanken vill även poängtera vikten av samordning gentemot EMIR eftersom det annars finns risk för överlapp alternativt luckor mellan förordningarna. Detta gäller till exempel vilken alternativt vilka tillsynsmyndigheter som enligt 28.4 och 29.4 har rätt att neka en central motpart eller handelsplats tillträde (jämför med artikel 8.3a i EMIR).

Produktintervention (Artikel 31 – 33)

Riksbanken ser en fara i att ESMA och behöriga myndigheter får alltför långtgående möjligheter att förbjuda eller begränsa vissa typer av finansiell verksamhet och försäljning och marknadsföring av vissa finansiella instrument. Riksbanken tycker därför att det finns ett behov av att i förordningen mer i detalj specificera de villkor

som ska gälla för att införa förbudet eller begränsningen utöver det som framgår i artikel 31.2 och 32.2 och inte bara genom delegerade akter. Det för att avvärja risken för att dessa införs alltför godtyckligt och lättvindigt. Om dessa förbud och begränsningar införs alltför frekvent kan det få stora negativa konsekvenser för marknadernas funktionssätt. Därför måste villkoren utformas så att förbud eller begränsningar bara införs i undantagsfall.

Riksbanken anser att ESMA bör ha skyldighet att samråda med ESRB i frågor om sådana hot mot stabiliteten i hela och delar av unionens finansiella system som anges i artikel 31.2 och 32.2. Detta då ESRB har ett övergripande ansvar för den finansiella stabiliteten inom unionen.

Synpunkter på förslaget på direktiv (MiFID):

Införandet av OTF-plattformar (Artikel 20)

Riksbanken välkomnar möjligheten att införa en tredje kategori elektroniska handelsplattformar, "OTF" (organized trading facilities). Detta skulle öka flexibiliteten i hur handel av tillgångar ska genomföras. Införandet av denna handelsplattform blir ännu viktigare i och med införandet av skyldigheten att handla derivat på handelsplattformar. Det kan övervägas om regleringen som omgärdar OTF ska skilja sig mellan vilka produkter som handlas. Exempelvis skulle det kunna tillåtas att värdepappersföretag som driver OTF-plattform åtminstone vid derivathandel ska kunna utföra order med eget kapital. Detta skulle möjliggöra för market makers (marknadsgaranter) att verka också på denna handelsplattform.

Algoritmhandel (Artikel 17 och 51)

Det är viktigt att tillsynsmyndigheten ges goda möjligheter att övervaka och kontrollera sådana företag som eventuellt kan bedriva handel som kan utgöra ett hot mot de finansiella marknadernas funktionssätt, exempelvis genom otillbörlig kurspåverkan. Detta kan potentiellt inkludera företag som bedriver någon form av algoritmhandel. Därför stödjer Riksbanken i stort de förslag i artikel 17.1-17.2 och 17.4-17.5 som ger större möjligheter för tillsynsmyndigheterna att övervaka algoritmiska handlare och tydligare regler för vilka krav på exempelvis organisation, interna system och kontrollfunktioner som dessa handlare ska uppfylla. Dessutom tycker Riksbanken att de krav, inklusive implementeringen av circuit-breakers, som ställs på handelsplatserna där de algoritmiska handlarna är verksamma som föreslås i artikel 51.1-51.2 och 51.4-51.6 är berättigade.

Riksbanken tycker att en tydligare definition av vad som avses med algoritmisk handel behövs än den i artikel 4. Den föreslagna definitionen riskerar att inbegripa transaktioner som kan anses utgöra enkla exekveringar av mänskliga beslut, utan någon bakomliggande strategi. Riksbanken anser därför att definitionen av algoritmisk handel i artikel 4 bör skrivas om. Ett förslag är att definitionen tar sin utgångspunkt i att algoritmhandelns bakomliggande syfte är att göra vinst genom att utnyttja identifierade handelsmönster eller kortlivade möjligheter i marknadens prissättning. Om avsikten är att särskilt adressera högfrekvenshandel skulle denna typ av handel kunna karakteriseras i termer av egenskaper såsom hög handelsvolym med låg vinstmarginal, mycket korta innehavsperioder, en stor mängd lagda order och handlare som inte har någon signifikant riskposition över natten.

I den akademiska litteraturen finns inte några starka belägg för att algoritmisk handel leder till försämrad likviditet eller förhöjd volatilitet. Däremot finns det i den akademiska litteraturen många exempel på att den algoritmiska handeln förbättrar

marknadernas funktionssätt. Därför avstyrker Riksbanken förslaget att införa ett krav på att dessa ska tillhandahålla likviditet oavsett marknadsförhållanden, vilket föreslås i artikel 17.3. Riksbanken anser att ett sådant förslag i praktiken skulle innebära att det skulle vore omöjligt att bedriva sådan handel. Innan det finns starka bevis för att algoritmisk handel utgör ett hot mot det finansiella systemet finns det enligt Riksbanken inte tillräckliga motiv att införa sådana regler som troligtvis kommer att förhindra all sådan handel. Dessutom skulle en sådan regel medföra diskriminering av de marknadsaktörer som tillämpar eller har för avsikt att tillämpa algoritmisk handel. Vid beaktande av den otydliga definitionen i artikel 4 blir denna problematik än mer avsevärd.

Riksbanken anser att det är olämpligt att i direktivet detaljstyra frågor om ordermängd och tick size på marknadsplatser på det sätt som föreslås i artikel 51.3. Riksbanken tycker istället att det är mer lämpligt att marknadsplatserna i första hand själva reglerar detta genom att exempelvis införa avgifter per antal order eller meddelanden som skickas till marknadsplatsen. Det är också möjligt för marknadsplatser att själva välja att tillämpa andra regler än att sätta att miniminivå för tick size. På samma grunder anser Riksbanken att det vore olämpligt att tilldela Kommissionen befogenhet att anta delegerade akter för att fastställa den maximala och minimala andelen ej utförda order som kan antas av reglerade marknader och minimala tick size, vilket föreslås i artikel 51.7. Exempelvis påverkar regler om tick size flera dimensioner av marknadslikviditeten och behöver därför anpassas till relevant typ av instrument och marknad. Om regler om minsta tick size införs så bör man också beakta att den akademiska litteraturen har funnit att större tick size leder till högre volatilitet.

Positionslimiter på råvaruderivat (Artikel 59 – 60)

Riksbanken tycker att det finns ett behov av att öka transparensen på marknaderna för råvaruderivat. Därför stödjer Riksbanken i stort förslaget om att marknadsaktörerna behöver redovisa sina positioner i dessa derivat till behöriga myndigheter. Dock är Riksbanken emot att offentligt publicera den veckorapport som föreslås i artikel 60.1.a.

Riksbanken anser däremot inte att det är lämpligt att införa de föreslagna positionslimiterna på råvaruderivat. Enligt Riksbankens mening finns det i dagsläget inga klara belägg på att dessa derivat har negativ inverkan på den underliggande tillgången vad gäller volatilitet och pris. Samtidigt erbjuder dessa derivat ett effektivt skydd mot risker både för finansiella företag och icke-finansiella företag.

Om positionslimiten ändå ska införas så bör det i artikel 59 klarare framgå vad som vill uppnås med att införa positionslimiter. Detta för att ge de delegerade akterna i 59.4 ett klart mandat. Det bör också framgå i denna artikel att man ser till nettopositionen i derivatet och inte bruttopositionen. Dessutom bör det inte bara ses till det enskilda derivatet utan den totala riskexponeringen, det vill säga även aktörens (nuvarande och framtida) innehav i den underliggande tillgången ska vägas in liksom de risker som aktörerna är exponerad mot som är korrelerad med den underliggande tillgången. Icke-finansiella företag som är exponerade i sin produktion mot den underliggande tillgången bör helt undantas från regleringen. Dessutom instämmer Riksbanken i IOSCOs åsikter (rapporten *Principles for the regulation and supervision of commodity derivatives markets*) att om en limit ska införas så ska den anpassas efter hur lång tid det är kvar till lösendagen.

Riksbanken utbyter gärna även framöver synpunkter och åsikter fortlöpande med Finansdepartementet angående kommissionens förslag.

Beslut i detta ärende har fattats av biträdande avdelningschef Malin Alpen efter föredragning av Jonas Söderberg.

Malin Alpen

Jonas Söderberg