

Finansdepartementet  
103 33 STOCKHOLM

## **Yttrande över förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om investeringstjänster och reglerade marknader (EUFi2002/672).**

### 1 INLEDNING

Sveriges riksbank har beretts tillfälle att yttra sig över direktivförslaget om investeringstjänster och reglerade marknader.

Riksbanken har till uppgift att upprätthålla ett fast penningvärde och främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Riksbanken kommenterar därför förslaget i första hand med utgångspunkt i att värdepappersmarknaderna är en vital del av det finansiella systemet och att effektivitetsproblem på dessa marknader potentiellt kan komma att leda både till lägre tillväxt och till störningar av den finansiella stabiliteten i vid bemärkelse.

Riksbanken presenterar först sina principiella utgångspunkter för att sedan lämna dels synpunkter på direktivförslaget övergripande inriktning och uppläggning, dels mer detaljerade synpunkter på ett urval av förslagen.

### 2 RIKSBANKENS SYNPUNKTER

#### 2.1 Riksbankens principiella utgångspunkter

Enligt vedertagen ekonomisk analys bör offentliga specialregleringar grundas på att marknadsmisslyckanden kan identifieras. Riksbankens utgångspunkt är att *endast* om sådana marknadsmisslyckanden existerar finns det utrymme för *särskild* reglering av finansiella tjänster och marknader, utöver de regleringar som gäller för annan ekonomisk verksamhet. Existensen av asymmetrisk information eller principal-agent-situationer är inte tillräckliga villkor för regleringar, eftersom det ofta kan finnas marknadslösningar på dessa problem. Riksbanken ser det som en

brist att den ekonomiska diskussionen kring motiven för direktivförslaget inte i större omfattning utgår från en diskussion om marknadsmisslyckanden.

Direktivförslagets första syfte – att skapa en gemensam effektiv europeisk värdepappersmarknad – är bra. Minskas de reglerande barriärerna mellan olika länder kan det leda till en mer likvid och effektivare värdepappersmarknad, vilket har flera positiva effekter. Företagens kapitalkostnad sänks vilket torde leda till högre tillväxt i ekonomin. Möjligheterna att hantera finansiella risker ökar, både för icke-finansiella och för finansiella företag. Därmed finns förutsättningar för en stabilare finansiell sektor och i förlängningen ett säkrare och effektivare betalningsväsende. Riksbanken stöder därför denna målsättning i förslaget.

Det är Riksbankens uppfattning att det bästa sättet att uppnå direktivförslagets andra syfte – att skydda investerarna – är att se till att marknaderna är effektiva och konkurrensutsatta. I så fall minskar behovet av separata regleringar för investerarskydd. Fortfarande kan dock, i de fall där marknadsmisslyckanden kan identifieras, separata regleringar som syftar till att skydda investerare bidra till att förbättra effektiviteten i marknadernas funktionssätt genom att förtroendet för marknaderna ökar. I många andra fall kan emellertid specifika regleringar, motiverade med investerarskyddet, begränsa konkurrensen, t.ex. genom att skapa eller förstärka inträdesbarriärer. Det är därför av vikt att väga effekterna av specifika åtgärder för att förstärka investerarskyddet mot konsekvenserna på effektivitet och finansiell stabilitet. Uppstår målkonflikter mellan investerarskydd och effektivitet bör normalt, enligt Riksbanken, målet med en effektiv marknad vara överordnat och alternativa icke effektivitetshämmande metoder att skydda investerarna sökas.

Riksbanken anser det också osäkert om den nuvarande utformningen av förslaget i alla delar kommer att bidra till en effektivare värdepappersmarknad. Tvärtom finns det en risk att en del till synes vällovliga förslag (se nedan) kommer att bidra till bristande konkurrens och ökade hanteringskostnader, vilket kommer att drabba investerarna och i förlängningen samhällsekonomin i stort.

## 2.2 Övergripande synpunkter

I kommissionens analys framskymtar en oro för fragmenteringen av de finansiella marknaderna. Argumentet baseras på att investerarnas handelsmöjligheter försämras genom att finansiella tillgångar handlas på flera olika marknader. Detta skulle leda till sämre prisbildning, stora prisskillnader mellan marknader och sämre likviditet för privatinvesterarna, dvs. små investerare. Riksbanken ifrågasätter denna bedömning. De professionella placerarna är många och utjämnar normalt eventuella prisskillnader via arbitrage. De har också nästan undantagslöst tillgång till den existerande – om än fragmenterade – likviditeten. Dessutom är det i stor omfattning dessa aktörer som skapar likviditeten. Risker är att denna typ av regleringar, syftande till att skydda privatinvesterare, leder till minskad effektivitet och likviditet på marknaderna, genom att försvåra för de professionella investerarna. Detta skulle inte bara leda till sämre fungerande värdepappersmarknader utan även drabba privatinvesterarna genom sämre prisbildning och likviditet.

Ett effektivare sätt att uppnå en mer integrerad värdepappersmarknad inom EU vore, enligt Riksbanken, att underlätta den gränsöverskridande handeln genom att

söka vägar för att effektivisera clearing och avveckling av finansiella värdepapper. Det är här de stora kostnadsbesparingarna är möjliga.

Direktivförslaget medför bl.a. krav på en hög grad av genomlysning på marknaderna. Syftet tycks vara att, så långt möjligt, ge alla aktörer tillgång till samma information. Förslaget innebär ett krav att alla marknadsplatser i princip i realtid ska offentliggöra detaljerad information både om bindande priser och volymer till vilka framtida avslut kan göras och om priser, volymer och transaktions-tidpunkter för redan genomförda avslut, (Artiklarna 25-28 och 41-42). Riksbanken ser inte några uppenbara skäl att öka genomlysningen genom att införa regleringar av den typ kommissionen föreslår. Det är oklart vari marknadsmisslyckandet består. En sådan alltför stelbent framreglerad genomlysning kan dessutom minska mäklarnas vilja att ställa ut framför allt större order till marknaden. Därmed riskerar likviditeten på marknaden att bli lidande. Många marknadsplatser, däribland Stockholmsbörsen, erkänner idag detta problem och hanterar det bl.a. genom att tillåta dolda order. Vidare har just genomlysningen traditionellt använts som en viktig variabel i konkurrensen mellan olika marknadsplatser. Graden av genomlysning bör därför även framgent beslutas av varje enskild marknadsplats enligt affärsmässiga kriterier och inte genom reglering. Antas förslaget i nuvarande form försvinner en viktig konkurrensfaktor för marknadsplatserna.

Syftet bör istället vara att stimulera konkurrensen mellan marknadsplatserna. Det är inte en fragmenterad likviditet som är det stora problemet på sikt. De flesta aktörer väljer att handla på den mest likvida marknaden varvid likviditet koncentreras till en marknad, dvs. stordriftsfördelarna är betydande. De administrativa kostnaderna på en marknadsplats verkar i samma riktning. De långsiktiga ekonomiska incitamenten för konsolidering är därför omfattande. Sammantaget riskerar förslaget således att på sikt förvärra problemet med bristande konkurrens mellan marknadsplatser. Genom effekterna på konkurrensen riskerar förslaget även att hämma omvandlingstrycket i branschen. Därigenom motverkas, enligt Riksbankens uppfattning, direktivets syfte.

Möjligheterna för värdepappersbolag att matcha order internt fungerar däremot som ett alternativ till matchning via marknadsplatserna och förstärker därmed konkurrenstrycket på marknadsplatserna. Riksbanken välkomnar därför förslaget att tillåta s.k. internalisering, givet medgivande från kunderna, (Artikel 20).

I enlighet med den nya beslutsstrukturen för finansiell EU-lagstiftning, initierad av Lamfalussygruppens förslag, lämnas i flera fall detaljstyrningen till kommissionen inom ramen för ett s.k. kommittologiförfarande. De föreskrifter som antas på detta sätt – och kanske framför allt de olika ländernas tolkningar av dessa föreskrifter – kommer på flera punkter att vara avgörande för om reglerna kommer att verka konkurrensbegränsande eller inte. Ett exempel är att kommissionen ska anta föreskrifter ”som närmare anger de konkreta organisationskrav som ska ställas på värdepappersföretag”, (Artikel 12). Riksbanken ser fördelarna med en ram-lagstiftning men vill även framhålla risken att dessa tolkningar i praktiken kommer att fungera protektionistiskt och därmed hämma etablerandet av en enhetlig värdepappersmarknad. Detta problem är inte unikt för investeringstjänstedirektivet utan är ett generellt problem med den nya kommittologin.

På flera områden är direktivförslaget mycket detaljerat. Denna detaljrikedom riskerar att medföra att behöriga myndigheter inriktar sig på efterlevnaden av vissa

specificerade regler snarare än på de väsentliga frågorna om effektivitet, systemstabilitet och investerarskydd. Ett exempel är kravet att värdepappersföretag skall lämna detaljerade rapporter över samtliga enskilda värdepapperstransaktioner till den behöriga myndigheten, (Artikel 23). Detta torde också medföra en betydande kontrollapparat, och därmed regleringskostnader, utan tydlig samhällsekonomisk nytta. Riksbanken skulle välkomna en mer principiell reglering som i större omfattning utformades för att hantera de centrala problemen där marknadsmisslyckanden föreligger.

### 3 Detaljerade synpunkter

Syftet med Riksbankens yttrande är att lämna principiella synpunkter. Därför begränsas de detaljerade kommentarerna till tre. För det första är skrivningarna i direktivförslaget delvis otydliga. Ett exempel är att den ekonomiska analysen och de flesta av förslagets artiklar berör finansiella värdepapper generellt, medan artiklarna om genomlysning begränsas till aktiemarknaden. Det ekonomiska motivet att reglera aktiemarknaden annorlunda än marknaderna för andra finansiella värdepapper är inte klarlagt.

För det andra är skrivningarna stundom inkonsekventa. Ett exempel på detta gäller tillgången till clearing och avvecklingssystem. Ett uttalat syfte med direktivförslaget har varit att i möjligaste mån ställa samma krav på alla marknadsplatser och reglerade marknader. Det är då förvånande att skrivningarna i flera fall är olika – om än snarlika – för reglerade marknader och marknadsplatser. Från artikel 32 framgår t.ex. att medlemsstaterna ”skall säkerställa att värdepappersföretag från andra medlemsstater *ges möjlighet* till direkt eller indirekt tillträde inom deras territorier till centrala motpartssystem för clearing och avveckling”. I motsvarande artikel (43) för reglerade marknader framgår istället att dessa ”skall *ha rätt* att ingå lämpliga avtal med en central motpart”. Motiven till de olika formuleringarna är oklar.

För det tredje blir skrivningen ofullständig på några ställen. I artikel 13 p. 3. hävdas att avvecklingen ska vara effektiv. Den behöriga myndigheten skall ”säkerställa att företagen har vidtagit de åtgärder som krävs för att underlätta en effektiv avveckling”. Riksbanken vill här framhäva vikten av att avvecklingen också är *säker*, dvs. motverkar problem av systemkaraktär.

#### 2.4 Sammanfattande kommentarer

Sammanfattningsvis är Riksbanken positiv till målsättningen med direktivförslaget. Genom att underlätta en ökad konkurrens främjas en utveckling mot mer effektiva värdepappersmarknader i Europa. Även om det föreliggande direktivförslaget innehåller ett antal förslag som Riksbanken ställer sig bakom innehåller det också ett antal konkreta förslag – speciellt de om genomlysning – som riskerar att motverka detta överordnade syfte.

På direktionens vägnar:

Urban Bäckström

Kerstin Alm

I beslutet har deltagit Urban Bäckström (ordförande), Lars Heikensten, Eva Srejber, Villy Bergström, Lars Nyberg och Kristina Persson.

Föredragande har varit Jonas Niemeyer.