

SVENSKA  
FONDHANDLARE  
FÖRENINGEN

*Sammanfattning*  
*EU-reglering*  
2011:2

*2 december 2011*

Svenska Fondhandlareföreningen  
Box 1426 | S-111 84 Stockholm Sweden

Besöksadress  
Blasieholmsgatan 5, 6tr | S-111 48 Stockholm

Tel +46 (0)8-56 26 07 00

Fax +46 (0)8-611 61 37



## Innehållsförteckning

VD har ordet .....	3
Lissabonfördraget och ESMA .....	6
Förändringar i prospektdirektivet .....	8
EMIR .....	10
Blankning och Credit Default Swaps .....	13
Investerarskydd .....	15
MiFID II .....	16
MAD review .....	20
Öppenhetsdirektivet .....	22
Skatt på finansiella transaktioner .....	24
CSD .....	25
PRIPs .....	27
Securities Law Directive .....	29
Sanktionsavgifter .....	31

### Vi på Fondhandlareföreningen är:

**K**erstin Hermansson, verkställande direktör  
tfn + 46 (08)-56 26 07 01, kerstin@fondhandlarna.se

**V**igg Troedsson, direktör  
tfn + 46 (08)-56 26 07 02, vigg@fondhandlarna.se

**L**ars Afrell, chefsjurist  
tfn + 46 (08)-56 26 07 04, lars@fondhandlarna.se

**D**ick Ahlqvist, projektledare strukturerade produkter  
tfn + 46 (08)-56 26 07 05, dick.ahlqvist@fondhandlarna.se

**J**ohannes Jarlebring, Senior Advisor European Affairs  
Tfn +32 (0)479 905 485, johannes.jarlebring@fondhandlarna.se

**S**ara Mitelman, jurist  
tfn + 46 (08)-56 26 07 06, sara.mitelman@fondhandlarna.se

**E**nel Lundblad, assistent  
tfn + 46 (08)-56 26 07 03, enel@fondhandlarna.se

**S**ophie Steen, administrationsansvarig  
tfn +46 (08) – 56 26 07 07, sophie.steen@fondhandlarna.se

# VD har ordet

---

## Den nya flodvågen av regleringar på värdepappersområdet

### Inledning

Som alla väl känner till pågår ett intensivt arbete inom EU för att utveckla nya och revidera gamla regler för finansmarknaden. Bakgrunden för denna om- och ”tilläggsreglering” är givetvis erfarenheterna från den finansiella krisen, men också EUs fortsatta strävan mot en enhetlig inre marknad för finansiella tjänster. Ytterligare en faktor är att väsentliga regleringar tas fram inom ramen för G20 inklusive Financial Stability Board, IOSCO och Basel Kommittén. Mycket lite om något kommer på initiativ av eller är baserat på erfarenheter från den svenska värdepappersmarknaden.

Vår högsta prioritet under 2012 är att följa utvecklingen av de nya EU-regelverken, hålla medlemmarna löpande informerade om utvecklingen samt söka påverka utformningen av regelverken i syfte att säkerställa en sund, stark och effektiv svensk värdepappersmarknad. Så småningom ska vi också stödja en så effektiv implementering som möjligt. Denna sammanställning, den andra i ordningen, är ett sätt att hålla er informerade. Löpande informerar vi också genom Aktuellt i omvärlden och EU-Nytt (som vi också bidrar till) samt på arbetsgruppsmöten och vid besvarande av frågor. Avsikten är också att införa en medlemshemsida med bl.a. löpande uppdatering av regelutvecklingen. Kansliet är mycket tacksamt för alla tankar och idéer om hur informationen och dialogen om de nya regelverken kan förbättras; både för att underlätta i er affärsplanering och för att vi ska kunna bli bättre i vår påverkan. Vi besöker er också gärna på hemmaplan för presentation och diskussion.

För att bevaka och påverka har vi en rad samarbeten. Närmast med de andra nordiska fondhandlareföreningarna i den gemensamma Nordic Securities Association, NSA. Vi är också aktiva med våra kollegor i Europeiska Bankföreningen. Vi har sedan september egen bevakning på plats i Bryssel genom vår konsult Johannes Jarlebring. Genom hans bidrag har det visat sig vara faktiskt möjligt att påverka beslutsfattarna i Bryssel i för den svenska marknaden viktiga frågor. Av stor betydelse är också att vi kan fortsätta och förhoppningsvis fördjupa vår goda kommunikation med finansdepartementet och finansinspektionen. De kanske inte alltid tycker som vi, men det finns en vilja att lyssna och diskutera. Flodvågen av regler innebär en stor och omfattande arbetsbörda också för dem. Ett gott samarbete ökar förutsättningarna för ett bra slutresultat.

Gemensamt för alla dessa nya regelverk är att de tas fram snabbt, med korta konsultationstider och med stor risk för korta implementeringstider.

En särskild utmaning finns i att de nya reglerna också kommer att beröra kunderna; de kommer också att behöva information för att göra rätt. Men den uppgiften lämnar vi med förtroende till er!

## När kommer reglerna och hur påverkas vi? <sup>1</sup>

Den nya flodvågen kan sägas ha börjat med de nya ersättningsreglerna för nästan två år sedan. Nästa stora steg i utvecklingen var etablering av de nya europeiska tillsynsmyndigheterna, för värdepappersmarknaden European Securities and Markets Authority, ESMA, vid förra årsskiftet. Dessa nya myndigheter får allt mer mandat ju flera nya regelverk som tas fram. Bland annat ska ESMA ta fram tekniska standarder för tillsyn och genomförande, lämna tekniska råd till kommissionen om delegerade akter och genomförande akter.

Närmast väntar vi på ESMA:s *guidelines* när det gäller *handel i högautomatiserade miljöer*, som sannolikt kommer ut i december i år.

De reviderade *prospektreglerna* skulle formellt införas i svensk rätt den 1 juli i år. Regleringen på nivå 2 är ännu inte klar men som det verkar kommer det att krävas omfattande revideringar av hur prospekt skrivs och tas fram. Jag tänker då främst på att möjligheten till grundprospekt med tilläggsvillkor för varje nyemission kraftigt beskärs och den detaljerade information som ska införas i sammanfattningen av prospektet. OBS det ska finnas övergångsregler så allt behöver inte göras om per den 1 juli.

I slutet av 2012 är planen att förordningen om *blankning och CreditDefaultSwaps* ska börja gälla. Den slutliga texten är ännu inte offentliggjord. Åtskilliga detaljer återstår att förtydliga av kommissionen och ESMA genom nivå 2 reglering. Det är högst sannolikt att alla detaljer kommer att vara klara först efter sommaren 2012 och börja gälla den 1 november samma år. Reglerna om blankning, förbud mot naken blankning och korta positioner måste således mycket snabbt genomföras hos våra medlemmar och kunderna måste informeras!

Vid årsskiftet 2012/13 är tanken att delar av de nya *kapitaltäckningsreglerna, CRD IV*, ska komma i bruk, vilket självklart kommer att innebära en hel del att anpassa sig till.

Vid samma tid är tanken att *EMIR* – också detta en direkt gällande förordning – ska börja gälla med bl.a. krav på clearing av OTC-derivat och rapportering till s.k. Trade Repositories. Här återstår fortfarande frågor på politisk nivå, bl.a. den stora frågan om hanteringen av valutaderivat. Därefter måste de detaljerade reglerna tas fram, ESMA ska exempelvis ta fram ett 30 tal tekniska standarder. Sannolikheten att EMIR i sin helhet blir klart till årsskiftet 2012-13 är väl inte alltför stor! Men eftersom det finns ett politiskt beslut - G 20 – kan vi räkna med att tidsplanen blir mycket tigt! Vi håller dock redan på att få en effekt av detta nya regelverk, nämligen genom NasdaqOMXs införande av default fond för sin clearingverksamhet under våren 2012.

Under 2013 kan det också uppkomma möjlighet och även krav på att finansiella institut ska ha ett globalt organisationsnummer, s.k. *Legal Entity Identifier* eller kort *LEI*. Bakgrunden är förstås behovet att kunna identifiera verklig motpart, en viktig lärdom från Lehman.

USAs skatterapporteringsregler – *FATCA* – kan komma att ställa stora krav på kundkännedom för alla värdepappersinstitut utanför EU under 2013. I princip krävs att man håller reda på om kunderna är amerikanska skattesubjekt, annars uttas en skatt om 30 % på alla utbetalningar från USA.

---

<sup>1</sup> Det finns fler regelverk som är på väg än de som redovisas här.

2014 skulle det kunna komma en *finansiell transaktionsskatt*. Detta är ett skarpt förslag även om Sverige är stor motståndare och så länge det handlar om en skatt kan inte den svenska riksdagen/regeringen bli överkörda. Men försiktighet och beredskap är att anbefalla. Det är svårt att argumentera med president Sarkozy som menar bl.a. att det är en fråga om moral! Ett obekräftat rykte – en fransk källa – gör gällande att engelska kyrkan delar den inställningen. Även om vi inte får denna skatt så kommer vi att påverkas om den skulle införas inom Eurozonen.

Nya regler om *investerarskydd* – och insättningsgaranti – torde införas detta år om man till slut kommer överens mellan parlamentet och rådet ifråga om skyddet också ska avse dålig rådgivning. De nya reglerna kommer innebära krav på förfondering av medel att använda vid skadefall.

När det gäller de nya reglerna för hanteringen av finansiella institut i kris, *resolution regime*, har dessa varit aviserade under en längre tid men vi har ännu inte sett något förslag. Ryktet i skrivande stund är någon gång mellan december 2011 och maj 2012! Politikerna kommer sannolikt att kräva ett snabbt införlivande av regelverket.

Ändringarna i *öppenhetsdirektivet* med bl a nya beräkningsmetoder för flaggning kommer sannolikt någon gång 2014-2015. Slopande av lagkravet på delårsrapporter är väl det mest uppmärksammade ändringsförslaget i detta direktiv.

2015 är det troligt att *nya MIFID* tillsammans med nya regler för *marknadsmisbruk* kommer att träda ikraft. Sannolikt kommer dock marknaderna att påverkas innan själva regelverket träder ikraft.

Om T2S (ECBs system för clearing av värdepappersaffärer) ska bli verklighet 2015 borde det planerade nya direktivet om CSDer behöva införas detta år. Men än så länge finns inget förslag från kommissionen.

Vi hoppas att *PRIPs* tillsammans med nya regler om försäkringsförmedling ska träda ikraft också detta år.

Avslutningsvis kommer kanske de *gemensamma reglerna om värdepapper år 2015*. En from förhoppning är att dessa regler kommer att hantera några av de risker som uppmärksammats vid gränsöverskridande värdepappersinnehav för mer än 20 år sedan – så allt går faktiskt inte fort.

Hinner vi med några egna förbättringar av den svenska värdepappersmarknaden; dess sundhet, effektivitet och styrka? Ja det gör vi. SwedSec ser över sin licensieringsstruktur och kommer så småningom att komma med bl. a. en licens särskilt anpassad för rådgivare. Sist men inte minst har vi tagit fram ett paket med avtal, allmänna villkor och information om Investeringsparkonto.

Det är mycket svårt att förutse hur marknaderna och er affärsverksamhet kommer att påverkas av allt detta; alldeles klart är att det blir påverkan! Självklart kommer nya affärsmöjligheter! Men det kommer också att bli tufft.

## God Jul och Gott Nytt År

Önskar vi er alla! Tillsammans kommer vi att säkerställa en fortsatt sund, stark och effektiv svensk värdepappersmarknad!

# Lissabonfördraget och ESMA

---

## Viktiga ändringar av processen för värdepappersmarknadslagstiftning

### Inledning

Sedan början av 2000-talet har Lamfalussymodellen tillämpats för EU-lagstiftningen på värdepappersmarknaden. I den modellen antog, på nivå 1, Europeiska unionens råd (rådet) och Europaparlamentet (parlamentet) rättsakter (förordningar eller direktiv) innehållande huvudprinciperna efter förslag från kommissionen. I rättsakten delegerades vanligen till kommissionen att besluta om detaljreglering i form av genomförandeförordningar eller genomförandedirektiv på nivå 2. Den europeiska tillsynskommittén (CESR) tog fram förslag till reglering på nivå 2 som sedan antogs av kommissionen om inte den europeiska värdepapperskommittén och även rådet motsatte sig kommissionens förslag. Ett exempel på denna modell är marknadsmissbruksregleringen i EU som består av ett huvuddirektiv på nivå 1 samt tre direktiv och en förordning på nivå 2.

Lissabonfördraget innebär förändringar av processen för den sekundära lagstiftningen i EU och därmed av Lamfalussymodellen. Genomförandebestämmelserna på nivå 2 har ersatts med möjligheten för rådet och parlamentet att i en rättsakt delegera till kommissionen att anta sekundär lagstiftning i form av delegerade akter och genomförande akter.

En annan viktig förändring för lagstiftningsprocessen inom EU ägde rum den 1 januari 2011 då den nya europeiska tillsynsmyndigheten för värdepappersmarknaderna (ESMA) började sin verksamhet och ersatte CESR.

Utöver delegerade akter och genomförande akter kan rådet och parlamentet delegera till kommissionen att även anta tekniska standarder för tillsyn och tekniska standarder för genomförande på förslag av ESMA.

Rådet och parlamentet har möjlighet att återkalla en delegation till kommissionen att anta delegerade akter och genomförande akter.

### Delegerade akter

Kommissionens rätt att anta delegerade akter framgår av artikel 290 i Lissabonfördraget. Av artikeln framgår att rådet och parlamentet kan delegera till kommissionen att anta vissa akter. Dessa akter ska vara av allmän räckvidd men får inte utgöra lagstiftningsakter. Däremot kan kommissionen genom en delegerad akt ändra eller komplettera icke-väsentliga delar av lagstiftningsakten. Av andra stycket framgår att innehåll, omfattning och varaktighet för en delegering ska anges i den grundläggande rättsakten. Vidare erinras i samma stycke om att de väsentligaste delarna av ett område ska förbehållas lagstiftningsakterna.

I punkten 2 i artikel 290 ges regler för hur rådet och parlamentet kan invända mot en delegerad akt och även återkalla en delegation. Reglerna för rådets och parlamentets kontroll av en delegation ska fastställas i den grundläggande rättsakten.

Vad som avses med en ” akt av allmän räckvidd som dock inte får utgöra lagstiftningsakt” är inte helt enkelt att förstå. Det kan emellertid noteras att kriterierna för att anta delegerade akter motsvarar de som gällde enligt det tidigare kommittéförfarandebeslutet för det s.k. föreskrivande förfarandet med kontroll.

## Genomförande akter

Kommissionens rätt att anta genomförande akter framgår av artikel 291 i Lissabonfördraget. Av artikeln framgår att rådet och parlamentet kan delegera till kommissionen att anta vissa akter om enhetliga villkor för genomförande av unionens rättsakter krävs. Av punkten 3 framgår att rådet och parlamentet genom förordningar i enlighet med det ordinarie lagstiftningsförfarandet i förväg ska fastställa allmänna regler och principer för medlemsstaternas kontroll av kommissionens utövande av sina genomförande bestämmelser. Sådana regler fastställdes den 16 februari 2011 i Europaparlamentets och rådets förordning nr 182/2011 om fastställande av allmänna regler och principer för medlemsstaternas kontroll av kommissionens utövande av sina genomförandebefogenheter.

## Tekniska standarder

I en rättsakt kan rådet och parlamentet ge ESMA i uppdrag att ta fram tekniska standarder för tillsyn och även för genomförande. Reglerna för framtagande av dessa tekniska standarder framgår av förordningen om inrättande av ESMA. I artikel 8.2 i ESMA-förordningen anges särskilt att ESMA ska ha befogenhet att ta fram dessa standarder i specifika fall.

Reglerna för framtagande av tekniska standarder för tillsyn framgår av artikel 10 – 14 i ESMA-förordningen och för tekniska standarder för genomförande av artikel 15 i ESMA-förordningen. När det gäller standarder för tillsyn krävs att rådet och parlamentet har delegerat denna befogenhet till kommissionen i enlighet med artikel 290 och att standarderna syftar till att sörja för en konsekvent harmonisering inom de områden som anges i lagstiftningsakten. Standarderna ska vara tekniska, får inte innebära strategiska beslut eller policyval och deras innehåll ska avgränsas av de lagstiftningsakter som de grundas på. För dessa standarder ska ESMA lägga fram förslag till kommissionen för godkännande.

Tekniska standarder för genomförande är något svåra att skilja från genomförande akter men standarderna ska vara tekniska, får inte innebära strategiska beslut eller policyval och deras innehåll ska syfta till att fastställa villkoren för tillämpningen av de akterna. På samma sätt som för tekniska standarder för tillsyn ska ESMA ta fram förslag och kommissionen anta standarderna genom en förordning eller ett beslut.

Tekniska standarder för tillsyn liksom för genomförande kan antas av kommissionen genom en förordning eller ett beslut och därefter bli gällande inom EU. För detta krävs att en delegation skett till kommissionen i huvudrättsakten.

# Förändringar i prospektdirektivet

---

## Inledning

Ändringarna i prospektdirektivet som antogs av rådet och parlamentet i juni 2010 innehöll en del välkomna administrativa förenklingar och det var också positivt att definitionerna anpassades till andra rättsakter från EU. Mindre välkommet var bl.a. höjningen av gränsen för undantag för prospektskyldighet till 100 000 EUR. I direktivet lämnades åtskilligt av den detaljerade regleringen till nivå 2. Direktivet ska vara införlivat i medlemsstaterna den 1 juli 2012.

Kommissionen gav i januari 2011 ESMA i uppdrag att ta fram förslag (tekniska råd) rörande innehållet i kommande delegerade akter för prospektdirektivet såsom direktivet har ändrats genom 2010/73/EU. ESMA konsulterade marknaden under sommaren 2011, rörande förslagen till tekniska råd och lämnade sina slutliga råd till kommissionen den 30 september 2011.

## Några viktiga frågor

Utgångspunkten i ESMA:s förslag verkar ha varit att användandet av slutliga villkor idag är för flexibelt, att det behövs en ökad harmonisering av reglerna för prospekt inom EU samt att ESMA vill öka förutsägbarheten för prospekt.

I korthet är ESMA:s förslag väldigt detaljerat gällande vilken typ av information som får finnas med i de olika delarna av prospektet. Grundprospektet, som godkänns av tillsynsmyndigheten och är giltigt i 12 månader, måste innehålla all information om t ex risker, tillgångsslag och avkastningsformler avseende de olika produkter som emittenten kan tänkas ge ut under denna period. De slutliga villkoren för den specifika produkten får ej innehålla någon ny information (förutom t ex datum, startkurser etc). En konsekvens av detta är att grundprospekten kommer bli avsevärt mycket längre än idag. En annan konsekvens är att viktig information såsom risker försvinner i de slutliga villkoren. Nytt är dessutom att de slutliga villkoren ska åtföljas av en produktspecifik sammanfattning

## Fondhandlareföreningen anser

Enligt föreningens bedömning är ESMA:s förslag genomgående för detaljerade och har även väsentliga brister avseende flexibilitet. Förslagen kommer med stor sannolikhet innebära betydligt ökade kostnader för emittenter utan att det blir enklare eller bättre för investerarna. Förslagen medför exempelvis att det blir betydligt kostsammare att emittera strukturerade produkter samt att time-to-market försämrats.

Eftersom marknaderna trots allt är relativt olika inom EU är det inte rimligt att anta denna "one size fits all" approach, i vart fall utan omfattande konsekvensanalyser. Fondhandlareföreningen anser att förslagen inte är i linje med ett av syftena med direktivet, nämligen att minska kostnaderna och arbetsbördan för företagen. I dagens ekonomiska läge framstår det också som mycket betänkligt att lägga fram förslag som sannolikt ökar företagens finansieringskostnader.

Föreningen motsätter sig bestämt att sammanfattningen utvecklas till ett "miniprospekt" vilket blir fallet om sammanfattningen ska summera max 7 procent av grundprospektet eller högst 15 sidor.

Förslagen i ESMA:s konsultation har mer eller mindre genomgående av alla marknadsaktörer kritiserats för vara för detaljerat, ha väsentliga brister avseende flexibilitet och kommer att resultera i ökade kostnader och arbetsbörda för emittenter och tillsynsmyndigheter utan att det blir enklare för investerarna. Därtill kommer att den synnerligen korta konsultationsperioden under sommaren har inneburit stora problemen för marknadsaktörer och andra intressenter att analysera och kommentera de föreslagna reglerna. Enligt föreningens mening är det inte rimligt att införa en inflexibel, omfattande reglering utan en konsultation som möjliggjort konsekvensanalyser och reflektioner.

Sammantaget är det föreningens bedömning att det kommer att få betydande negativa effekter för den väl fungerande svenska marknaden om Kommissionen följer ESMA:s råd. Kommissionen bör istället avvakta med alltför detaljerade regler, speciellt gällande sammanfattningen, för att senare kunna koordinera dessa med KIID i det kommande förslaget rörande PRIIPs vilket skulle underlätta för investerarna.

### **Beräknad tidtabell**

Dossierna ligger nu hos kommissionen som väntas utforma lagtexten - den delegerade akten - i enlighet med ESMA:s råd inom den närmaste tiden (december 2011 – februari 2012). Parlamentet och Rådet har sedan 3 månader på sig att komma med invändningar mot förordningen som väntas börja gälla från den 1 juli 2012.

Kontaktperson/er: Dick Ahlqvist, Lars Afrell

## Inledning

I september 2009 kom ledarna i G-20 överens om att alla standardiserade OTC-derivatkontrakt senast vid utgången av 2012 ska handlas på en börs eller en elektronisk handelsplattform när så är lämpligt och ska vara clearade av en central motpart, CCP. OTC-derivatkontrakt ska också rapporteras till centrala transaktionsregister (trade repositories). Derivatkontrakt som inte clearas centralt ska bli föremål för högre kapitalkrav.

Överenskommelsen implementeras i USA genom Dodd-Frank reformen och genom lagstiftningen för konsumentskydd. Den europeiska kommissionen har under hösten 2010 presenterat ett förslag till motsvarande reglering i EU i form av European Market Infrastructure Regulation (EMIR), med tillhörande detaljreglering.

Kommissionens förslag kan grovt indelas i fyra avsnitt:

1. Clearing av OTC-derivatkontrakt
2. OTC-derivatkontrakt som inte är föremål för clearing
3. Rapportering av handel i OTC-derivatkontrakt till centrala transaktionsregister
4. Auktorisation, tillsyn och regler för CCP och centrala transaktionsregister

## Några viktiga frågor

### Clearing av OTC-derivatkontrakt

#### *Instrumenten*

Kommissionen har föreslagit att det nya kravet på clearing ska avse alla standardiserade OTC-derivatkontrakt. Som OTC-derivatkontrakt definieras derivatkontrakt för vilka avslut inte sker på börs. Begreppet standardiserad bör enligt kommissionen tolkas så att det är fråga om kontrakt som är lämpliga och möjliga att cleara. Kommissionen anser vidare att även om ett kontrakt kan clearas, så är det inte alltid lämpligt att ett sådant kontrakt blir föremål för obligatorisk clearing. Att ålägga en CCP att cleara kontrakt för vilka en CCP inte kan hantera risken kan ha negativa effekter på stabiliteten i systemet. Kommissionen föreslår därför en teknik för att fastställa vilka kontrakt som lämpligen bör bli föremål för obligatorisk clearing.

För att skapa ett system som garanterar att så många OTC kontrakt som möjligt clearas föreslår kommissionen två ansatser. Den första, "bottom up" ansatsen, innebär att när en CCP beslutar att cleara en viss typ av kontrakt ska den skicka förslag om detta till tillsynsmyndigheten. Om tillsynsmyndigheten ger klartecken ska myndigheten också underrätta ESMA som i sin tur har befogenhet att avgöra om obligatorisk clearing ska gälla för kontraktet i hela EU. Den andra, "top down" ansatsen, innebär att ESMA tillsammans med European Systemic Risk Board (ESRB) ska avgöra vilka typer av kontrakt som eventuellt ska bli föremål för obligatorisk clearing och för vilka ingen clearingmöjlighet ännu finns. ESMA ska föra en förteckning över de klasser av derivatkontrakt för vilka obligatorisk clearing gäller.

## *Parterna*

Alla finansiella motparter ska omfattas av tvånget att clara godkända derivatkontrakt. Med finansiella motparter avses bland annat banker, värdepappersbolag och fondbolag.

För icke-finansiella företag gäller clearingskyldigheten först när deras totala position överstiger en på förhand fastställd nivå. Vid beräkning av den totala positionen ska man avräkna positioner som tagits för att skydda risker i den affärsmässiga rörelsen till skillnad från mer spekulativ verksamhet. Den nivå som ska gälla kommer att bestämmas av kommissionen efter förslag från ESMA.

Skulle ett icke-finansiellt företag ta en position som leder till att den för clearingskyldighet fastställda nivån överskrids ska dennes samtliga kontrakt som är godkända för clearing clearas. (Bestämmelsen är något oklar om den obligatoriska clearinggen i detta fall även omfattar kontrakt som kunnat avräknas på grund av att de ingåtts för att skydda risker i den affärsmässiga rörelsen.)

Har ett kontrakt ingåtts mellan två icke-finansiella motparter torde det krävas att båda har passerat nivån för obligatorisk clearing innan clearing kan ske av kontraktet. Har ett kontrakt ingåtts med en motpart som inte har skyldighet att clara, t.ex. en icke-finansiell motpart som inte uppnått nivån där clearingskyldighet inträder, är det upp till parterna att besluta om kontraktet ska clearas. Det vanligaste torde i sådant fall bli att kontraktet inte clearas.

### *OTC-derivatkontrakt som inte är föremål för clearing*

I de fall finansiella företag eller icke-finansiella företag som ligger över clearinggränsen ingår ett OTC-derivatkontrakt som inte är upptaget till clearing ska procedurer finnas på plats för att mäta, bevaka och minska operationella risker och kreditrisker. Detta bör bland annat innefatta bekräftelse av villkoren inom en viss angiven tid samt utbyte av säkerheter eller innehav av kapital. Kommissionen ska fastställa en tidsgräns inom vilken bekräftelse ska ske, uppställa krav på säkerhetsarrangemang samt nivå på säkerhet och kapital.

### *Rapportering av handel i OTC-derivatkontrakt till centrala transaktionsregister*

Kommissionen föreslår också att det införs en skyldighet för motparter som är finansiella motparter att till ett centralt transaktionsregister (trade repository) rapportera alla OTC-derivatkontrakt som man ingått och alla förändringar samt avveckling eller förfall. Rapportering ska ske senast arbetsdagen efter avslutet eller förändringen. Skulle ett centralt transaktionsregister inte kunna registrera alla detaljer i rapporten ska rapporten istället lämnas till aktuell tillsynsmyndighet.

För ett icke-finansiellt företag gäller att rapporteringsskyldighet inträder först när företaget har passerat en gräns. När ett företag överskrider denna gräns ska företaget anmäla detta till tillsynsmyndigheten och förklara varför företaget tagit dessa positioner samtidigt som skyldighet att rapportera inträder. Någon avräkning för positioner som är hänförliga till den affärsmässiga verksamheten får inte göras vid beräkning av rapporteringsgränsen.

### *Auktorisation, tillsyn och regler för CCP och centrala transaktionsregister*

Auktorisation och tillsyn av centrala motparter ska handhas av nationella tillsynsmyndigheten efter hörande av s.k. tillsynskollegier där även ESMA är representerad liksom de tillsynsmyndigheter som utövar tillsyn av de största clearingmedlemmarna.

Centrala transaktionsregister ska registreras av ESMA som också ska utöva tillsyn över dem.

## Beräknad tidtabell

Kommissionens förslag är för närvarande föremål för diskussion mellan rådet, parlamentet och kommissionen (triolog). Rådet och parlamentet är inte helt överens bl.a. vill parlamentet uttryckligen undanta FX-derivat och inte heller vill parlamentet att löpande kontrakt ska omfattas av clearingskyldigheten.

Det finns ett inte obetydligt tryck på att institutionerna ska komma överens (åtagande gentemot G-20) men det är i skrivande stund osäkert om en sådan överenskommelse kan träffas före årsskiftet.

Mycket av innehållet i EMIR är ännu osäkert eftersom en stor del av regleringen har delegerats till nivå 2, bl.a. ska ESMA ta fram ett trettiotal tekniska standarder. ESMA har påbörjat arbetet med nivå 2 regleringen. Om åtagandet gentemot G-20 ska infrias ska den nya regleringen finnas på plats den 31 december 2012. Frågan är emellertid om det är möjligt att tillämpa regleringen i EMIR från detta datum, det förfaller högst sannolikt att tiden för införandet skulle behöva förlängas.

Det mest sannolika är att rådet och parlamentet kommer överens om EMIR under hösten 2011. Ett stort frågetecken är emellertid tidsplanen för detaljregleringen genom kommissionen och ESMA samt hur lång tid marknaden kommer att få på sig för att förbereda införandet av EMIR.

Kontaktperson/er: Vigg Troedsson och Lars Afrell

# Blankning och Credit Default Swaps

---

## Inledning

Kommissionen lade i september 2010 fram ett förslag om blankning i syfte att åstadkomma enhetliga regler inom EU. Förslagets huvudfrågor är genomlysning av blankningstransaktioner, begränsning av nakenblankning och befogenheter för tillsynsmyndigheter och ESMA i krissituationer. Förslaget omfattar också vissa frågor rörande Credit Default Swaps, CDS.

Rådet, Europaparlamentet och kommissionen har under hösten 2011 kommit överens om innehållet i en förordning om blankning och CDS. Förordningen beräknas bli antagen före jul 2011.

## Innehållet i förordningen i korthet

Förslaget innebär att blankning av aktier och aktierelaterade instrument som upptagits till handel inom EU ska anmälas till tillsynsmyndigheten om nettopositionen överstiger ett visst tröskelvärde, 0,2 % av det emitterade aktiekapitalet i aktuellt företag samt därefter för varje ytterligare 0,1 %. Uppgår den korta nettopositionen till 0,5 % ska uppgifter om positionen offentliggöras samt därefter för varje ytterligare 0,1 %. Uträkningen av en kort position är tämligen komplicerad och innehav i ett stort antal instrument ska medräknas.

De uppgifter som ska anmälas respektive offentliggöras är innehavarens identitet, storleken på nettopositionen, emittent och tidpunkt då positionen uppstod, ändrades eller upphörde.

Korta positioner i statspapper och i CDS ska anmälas till tillsynsmyndigheten om positionen överstiger ett visst tröskelvärde som skall fastställas av kommissionen genom en delegerad akt.

### *Regler för avveckling av transaktioner ("naken blankning")*

För att begränsa de problem som kan uppstå vid avveckling av blankningstransaktioner föreskrivs att den som säljer aktier eller statspapper måste ha lånat de underliggande finansiella instrumenten, avtalat med någon om att få tillgång till instrumenten eller träffat en överenskommelse med tredje part om att få tillgång till instrumenten samt vidtagit åtgärder för att säkra detta. Ovanstående innebär i princip att naken blankning, dvs att sälja finansiella instrument utan att inneha på annat sätt förfoga över dem, blir förbjuden. De närmare villkoren ska tas fram av ESMA genom tekniska standarder.

När det gäller statspapper gäller i princip samma regler som för aktier för "naken blankning". Om likviditeten i ett statspapper försämras, kan emellertid den nationella tillsynsmyndigheten temporärt ta bort restriktionerna. Kommissionen ska i delegerade akter ange när likviditeten är så dålig att restriktionerna kan tas bort. Samma regel om att den nationella tillsynsmyndigheten temporärt kan ta bort restriktionerna gäller även för CDSs.

Vidare ska en central motpart (CCP) ha s.k. "buy-in regler" som innebär att CCPn ska ha procedurer för att köpa in de aktier som inte levereras i tid. Buy-in reglerna innebär också rätt till ersättning för den som inte får aktier levererade och att CCPn ska ha regler som innebär ekonomiska sanktioner för den som inte levererar i tid.

Förordningen innehåller också utökade befogenheter för de nationella tillsynsmyndigheterna och ESMA. Om en kritisk händelse inträffar eller det sker en utveckling som allvarligt hotar den finansiella stabiliteten eller förtroendet för marknaden får tillsynsmyndigheterna vidta ett antal åtgärder.

För det första får tillsynsmyndigheterna befogenhet att förbjuda eller uppställa villkor för en blankning och för en transaktion med ett finansiellt instrument som innebär fördelar för personen i fråga om priset eller värdet på ett annat finansiellt instrument. Tillsynsmyndigheterna får också hindra en person eller ett företag från att ingå en transaktion med finansiella instrument eller begränsa värdet av transaktionen samt begränsa en persons eller ett företags möjlighet att ingå en CDS transaktion som relaterar till ett åtagande från en medlemsstat eller begränsa värdet på en naken CDS som får ingås och som är relaterad till ett sådant åtagande. Myndigheterna föreslås också få rätt att uppställa rapporteringskrav för blankning även av andra finansiella instrument än aktier och statsobligationer.

Tillsynsmyndigheterna får också möjligheten att stoppa blankning vid väsentliga kursfall.

## **Beräknad tidtabell**

Som ovan nämnts har överenskommelse träffats om innehållet i förordningen som kan beräknas bli antagen före jul 2011. Enligt den senaste texten ska förordningen träda i kraft den 1 november 2012. Förordningen ska innan dess kompletteras av ett stort antal regler på nivå 2 i form av delegerade akter och tekniska standarder. Enligt texten ska ESMA leverera sitt förslag till tekniska standarder till kommissionen den 31 mars 2012. Det finns således risk för en mycket kort konsultationsperiod.

Vilken tidtabell som gäller för de delegerade akterna framgår inte av texten. Det är sannolikt att ESMA får i uppdrag att ta fram tekniska råd till dessa akter, kanske till samma tidpunkt som de tekniska standarderna, dvs. 31 mars 2012.

Sammanfattningsvis verkar det i skrivande stund som om regleringen på nivå 2 i bästa fall kommer att bli klar sent sommaren 2012. Det får anses tämligen osäkert om det finns tillräcklig tid för att genomföra alla nödvändiga ändringar som förordningen kräver i tid före ikraftträdandet den 1 november 2012.

Kontaktperson/er: Lars Afrell

# Investerarskydd

---

## Inledning

Kommissionen har den 12 juli 2010 lagt fram förslag till ändringsdirektiv rörande investerarskyddsdirektivet.

## Några viktiga frågor

- Skyddsnivån ökas från 20 000 EUR till 50 000 EUR
- Utbetalningar ska ske snabbare
- Förbättrad information om skyddet
- Förstärkt finansiering av skyddet
- Utvidgning av skyddet till fondandelsägare och för tillgångar förvarade hos sub-custodians

Parlamentet har avslutat sin första läsning och antagit de förslag till ändringar i kommissionens ursprungliga förslag som rapportören Olle Schmidt förordat. Bland ändringarna märks att skyddet också ska täcka fall av dåliga råd och att de nationella investerarskydden ska vara till fullo kapitaliserade inom 5 år (tio år enligt kommissionen). Rådet har i slutet av november kommit överens om en text.

## Fondhandlareföreningen anser

Fondhandlareföreningen anser att förslaget är oprecist och innehåller påfallande många oklarheter bland annat när det gäller beräkningsgrunden för finansiering. Föreningen framhåller vikten av att reglerna för investerarskydd och finansiering av skyddet av konkurrensskäl harmoniseras inom EU.

## Beräknad tidtabell

Förslaget går nu till en andra läsning. Inför denna läsning står rådet och parlamentet långt ifrån varandra och det föreligger flera svåra utestående frågor som måste lösas för att ändringsdirektivet ska kunna antas. Detta kan ta tid och det är i dagsläget omöjligt att ange en mer exakt tidsuppskattning

Kontaktperson/er: Vigg Troedsson

# MiFID II

## Inledning

Direktivet om handel på marknader för finansiella instrument (direktiv 2004/39/EG, MiFID), har inneburit stora förändringar på de europeiska värdepappersmarknaderna, både positiva och negativa. Till de positiva kan räknas en ökad konkurrens mellan handelsplatser vilket har lett till minskade kostnader för avslut. MiFID har också ökat möjligheterna för värdepappersföretag att bedriva verksamhet och konkurrera över gränserna.

MiFID har generellt medfört ett ökat skydd för investerare även om detta ibland har tagit formen av onödigt stora krav på information till investerarna. MiFID har även lett till att ett antal nya handelsplatser utvecklats såsom MTF: er, Dark pools och Broker Crossing Networks. Detta har resulterat i en fragmentering av handeln, en splittrad likviditet samt en splittrad avslutsinformation. Fragmenteringen och splittringen får räknas till de negativa effekterna av MiFID. Det nya regelverket har också medfört avsevärda investeringar i både teknik och kunskap för berörda företag.

Den 20 oktober 2011 presenterade kommissionen förslag till ändringar i MiFID. Förslaget är uppdelat i ett direktiv (MiFID) och en förordning (MiFIR), tillsammans nedan MiFID II. Därutöver ska kommissionen och ESMA ta fram ett stort antal delegerade akter och tekniska standarder, som närmare preciserar innehållet i lagstiftningen. MiFID II förslaget omfattar bland annat följande områden:

<b><u>MiFID</u></b>	<b><u>MiFIR</u></b>
<b>Utvidgning av MiFIDs tillämpningsområde</b> (bl.a. s.k. structured deposits och värdepappersinstitutens egna primärmarknadstransaktioner)	<b>Genomlysningsreglerna</b> utvidgas till aktieliknande instrument samt obligationer, derivat m.m.
<b>Organised Trading Facilities, OTF</b> (bl.a. krav på tillstånd och förbud mot handel i eget lager)	<b>Systematiska Internaliserare</b> s skyldigheter utvidgas till andra marknader än aktiemarknaden
<b>Bolagsstyrning</b> (bl.a. krav på styrelsens sammansättning och ansvar)	<b>Transaktionsrapportering</b> (bl.a. ändringar i rapporteringens innehåll samt krav på att rapportera algoritmer)
<b>Algoritm- och HFT-handel</b> (bl.a. krav på tillstånd, lämpliga system och riskkontroller)	<b>Handel i OTC-derivat</b> (bl.a. krav på att företag som är clearingsskyldiga enligt EMIR måste göra avslut över marknadsplats med varandra)
<b>Investerarskydd</b> (bl.a. begränsningar av execution only och inducements, informationskrav vid oberoende rådgivning och s.k. cross-selling, krav på att publicera de fem mest använda marknadsplatserna)	<b>Tillträde till clearing och handel</b> utvidgas (bl.a. krav på icke-diskriminerande regler och transparens)
<b>Kundkategorisering</b> (bl.a. ska kommuner inte per automatik klassas som professionella kunder. Även ökade krav på information till jämbördig motpart)	<b>Produkttillsyn</b> (bl.a. rätt för ESMA och tillsynsmyndigheter att förbjuda eller begränsa försäljning av vissa typer av produkter)
	<b>Krav på inspelning telefonsamtal</b> avseende kundorder

<p><b>Handelsplatser</b> (bl.a. skyldighet att publicera data om orderkvalitet)</p> <p><b>Datakonsolidering</b> (bl.a. införande av s.k. consolidated tape på EU-nivå för post-trade, regler för APA (system för publicering av transaktioner) och ARM (företag som rapporterar in transaktioner till tillsynsmyndigheter).</p> <p><b>Derivat</b> (bl.a. nya befogenheter för tillsynsmyndigheter och ESMA avseende positioner i derivat)</p> <p><b>Sanktioner</b> (bl.a. införande administrativa sanktioner)</p>	<p>Nya regler för <b>råvaruderivat</b> och <b>utsläppsrätter</b></p>
--	--

En mer detaljerad beskrivning av kommissionens förslag finns i Fondhandlareföreningens nyhetsbrev, Aktuellt i Omvärlden, nr 6/2011, [www.fondhandlarna.se](http://www.fondhandlarna.se)

## Fondhandlareföreningen anser

Följande synpunkter har framkommit i den hittillsvarande diskussionen.

En av de viktigaste frågorna i MiFID II är, enligt föreningens uppfattning, att nuvarande regler om genomlysning för aktiemarknaden ska utvidgas till att även omfatta bl.a. obligationer och derivatkontrakt. Att i dessa -turbulenta- tider införa helt nya regler **för genomlysning på penningmarknaden** i EU utan närmare analys av konsekvenserna verkar med hänsyn till dessa marknaders betydelse för medlemsstaternas ekonomi och för stabiliteten inom finansiella sektorn, inte särskilt välbetänkt. Den svenska penningmarknaden fungerar väl, ett förhållande som även gällde under finanskrisen, och marknaden har över tiden utvecklat en balans mellan genomlysning och likviditet som både aktörer och myndigheter betraktar som pålitlig och effektiv. Nya regler om ökad genomlysning kan följaktligen komma att störa balansen och leda till en mindre effektiv och genomlyst marknad. Detta gäller särskilt för små marknader och speciellt om en sådan marknad ligger utanför euroområdet och således i ett mindre valutaområde med såväl en begränsad mängd investerare som market makers. Föreningen anser därför att det måste införas principer om försiktighet och proportionalitet i förslaget som möjliggör undantag från reglerna om genomlysning i de fall detta krävs med hänsyn till marknadens likviditet eller den finansiella stabiliteten. Vidare anser föreningen att kriterierna för att bevilja undantag från transparenskraven baserat på nationell modell ska vara bindande och framgå direkt av förordningstexten.

Kommissionen föreslår även att regleringen om **Systematiska Internaliserare (SI)** ska utvidgas till att omfatta andra marknader än aktiemarknaden. Föreningen ifrågasätter starkt detta förslag och anser att det saknar tydlig motivering. Förslaget skulle, enligt föreningens uppfattning, kunna få allvarliga konsekvenser för likviditeten och vara särskilt skadligt för den institutionella handeln. Det finns en reell risk att banker, till följd av de föreslagna nya reglerna, upphör att ställa priser på t.ex. obligationer vilket skulle få negativa effekter för både emittenterna och investerarna.

Föreningen stödjer kommissionens förslag att införa ökade krav på kontroll och riskhantering av aktörer som bedriver så kallad **högfrekvenshandel (HFT)**. Föreningen är dock mycket oroad över den föreslagna **skyldigheten för algoritmhandlare att löpande ställa priser**, eftersom algoritmer används i stort sätt i all

form av handel. Enligt föreningens uppfattning är antingen definitionen alldeles för vid eller så är kravet på att ställa priser löpande oberoende av marknadsförhållandena helt orimligt. Man skulle t o m kunna säga att skyldigheten att ställa priser oberoende av marknadsförhållandena står i strid med andra regler i MiFID, t.ex. kraven på riskkontroll i värdepappersinstitut. Föreningen stödjer förslaget att kräva tillstånd av de HFT-aktörer som är deltagare vid en marknadsplats men anser att även de som har så kallad sponsored access till en marknadsplats ska omfattas av krav på tillstånd.

Föreningen stödjer kommissionens förslag att för den organiserade handeln i aktier som idag sker utanför reglerade marknader och handelsplattformar inrätta en ny typ av reglerad handel, **Organised Trading Facilities (OTF)**, i syfte att få all handel att ske på jämställda villkor. När det gäller handel i mindre likvida finansiella instrument t.ex. aktier i mindre bolag, företagsobligationer och OTC-derivat finns det dock sannolikt behov av market making, varför föreningen för dessa marknader/instrument är tveksam till förbudet mot handel mot eget lager. Föreningen välkomnar också förslaget att så kallade **Brokers Crossing Networks (BCN)** ska bli tillståndspliktigt såsom OTF. Föreningen delar synsättet att en BCN som har viss större del av likviditeten för visst värdepapper (i vart fall om 5 % eller mer) och/eller är öppen för deltagande av andra institut, inklusive market making funktioner för hög likvida aktier, ska vara en MTF. Det är också viktigt att det klargörs i regelverket att det inom en och samma juridiska person måste kunna förekomma både **MTF, OTF och SI-verksamhet**.

Föreningen stödjer kommissionens förslag om konsolidering av marknadsdata i form av införande av ett s.k. **consolidated tape** på EU-nivå. Föreningen anser dock att kommissionens förslag inte går tillräckligt långt för att komma tillrätta med de problem som finns idag med den ökande mängden marknadsdata och kostnaden härför. Föreningen anser att det bara ska finnas ett consolidated tape för varje aktie/finansiellt instrument och att det ska tas fram av en organisation som utses av kommissionen efter anbudsförfarande med ett mandat på tre till fem år. Föreningen anser dock att marknadsdata inte kan prissättas efter principen "reasonable commercial basis" eftersom varje marknadsplats i realiteten har monopol på "sin" data. Istället anser föreningen att prissättningsmodellen måste baseras på ersättning för kostnader för att hantera och distribuera data. I grunden ska således all pre-trade och post-trade data vara avgiftsfri alternativt en konkurrensutsatt modell utvecklas.

Föreningen konstaterar att **investerarskyddet** som introducerades med MiFID är viktigt för förtroendet för värdepappersmarknaden. Enligt föreningen finns det inte nu några skäl att göra ändringar i detta system utan de problem som uppdragats kan lösas inom ramen för nuvarande regelverk. Regelverket måste baseras på väldokumenterade behov från investerarens sida och inte på vad lagstiftare och tillsynsmyndigheter anser att kunden behöver. Den senare ansatsen leder lätt till ett överskott när det gäller information till kunden.

Enligt föreningens uppfattning finns det inte något tydligt marknadsmisslyckande avseende tillhandahållande av så kallade **execution-only tjänster** som motiverar de av kommissionen föreslagna ändringarna i MiFID. Föreningen anser vidare att det är av stor vikt att definitionen av komplexa instrument är tydlig och generisk, dvs. inte utgår ifrån en bedömning per kund. Det är också oklart i kommissionens förslag om nuvarande prövning av okomplicerade instrument enligt artikel 38 i genomförandedirektivet kommer att behållas på nivå 2. Föreningen anser att kommissionens förslag avseende **cross-selling** behöver förtydligas, t.ex. beträffande vad ska anses utgöra en "produkt" (artikel 24 punkt 7 i direktivförslaget). Det behöver också klargöras vad som ska gälla för tjänster som är så nära sammankopplade att de inte är praktiskt möjligt att separera, t.ex. vid kunds köp av utländska värdepapper inklusive växling till vår egen valuta. Det är inte rimligt att i en sådan situation kräva att värdepappersinstitutet varje gång inför affär redovisar priset för växlingskostnader separat! Slutligen ställer sig föreningen tveksam till om kravet på

publicering av de fem mest använda marknadsplatserna är proportionerligt med beaktande av de praktiska problem som i vissa fall kan vara förenade med att ta fram denna information.

För att säkerställa ett bra produktutbud och rättvisa för alla kunder, anser flera av föreningens medlemmar att det inte finns skäl att **förbjuda incitament** för oberoende rådgivning och diskretionär förvaltning. I stället anses att krav bör ställas på ökad transparens genom bättre information (ett större mått av förhandsinformation) vid oberoende rådgivning och för diskretionär förvaltning, godkännande av kunden. Eftersom kundens möjligheter att ställa krav på att incitament kommer kunden tillgodo beror på hur ersättningsmodellen ser ut hos respektive institut, är det viktigaste att kunden får information om incitamentsstrukturen.

Kraven på **bolagsstyrning och sanktionssystem** i MiFID II måste enligt föreningens uppfattning samordnas med reglerna i blivande CRD IV (kapitaltäckningsdirektivet) och regler för andra producenter och distributörer. Därutöver måste reglerna om sanktioner, särskilt om de riktas mot enskilda, förenas med särskilda rättssäkerhetsgarantier och preciseras på så sätt att grunderna för ansvar och sanktioner klart framgår. Föreningen har tillsammans med andra branschorganisationer till regeringskansliet påpekat behovet av ett särskilt sanktionsförfarande. Se avsnitt om sanktioner nedan.

Föreningen anser att det är angeläget att det införs en gemensam standard för **transaktionsrapporteringen** i EU. Värdepappersinstitut som verkar i flera länder måste idag anpassa sig till respektive lands specifika gränssnitt. Detta försvårar och fördyrar transaktionsrapporteringen. I vissa fall tvingas man pga. inkonsistenta regler rapportera samma transaktioner till flera tillsynsmyndigheter – med dubbelrapportering som följd. Föreningen ställer sig positiv till om sådan dubbelrapportering i framtiden kan undvikas. Eftersom tillsynsmyndigheterna redan idag utväxlar TRS-information sinsemellan bör dock, till förenkling för värdepappersinstituten och främjande av gränsöverskridande verksamhet, instituten få skicka transaktionsrapportering till valfri myndighet. Föreningen anser vidare att det är ett oproportionerligt krav att i transaktionsrapporteringen upplysa om vilka algoritmer som används vid orderläggning (algoritmer ändras frekvent). Information härom kan istället lämnas på begäran av tillsynsmyndigheten.

Slutligen anser föreningen att det är av stor vikt att kraven på OTC-derivat i MiFID II **samordnas med EMIR**. Det bör särskilt klarläggas att reglerna om handel i förordningen inte ska gälla för valutamarknadens derivatinstrument eftersom valutamarknaden fungerar på ett helt annat sätt än värdepappersmarknaden i övrigt. Det är enligt föreningens bestämda uppfattning orimligt att utan en mycket ingående analys genomföra denna typ av krav på valutamarknaden i EU. (Detta gäller särskilt eftersom valutamarknaden i USA inte kommer att omfattas av kraven och inte heller av den amerikanska motsvarigheten till EMIR.)

## Beräknad tidtabell

Förhandlingarna om MiFID II kommer sannolikt att pågå under både Danmarks och Cyperns ordförandeskap. Beroende på hur förhandlingarna fortskrider, kommer de nya reglerna troligen att träda ikraft tidigast 2015.

Kontaktperson/er: Kerstin Hermansson, Vigg Troedsson, Lars Afrell, Sara Mitelman

# MAD review

---

## Inledning

Kommissionen har sedan en längre tid aviserat en revision av marknadsmissbruksdirektivet (MAD). MAD kompletteras av tre direktiv och en förordning som har antagits av kommissionen på nivå 2. MAD har i Sverige i första hand införlivats genom lagen (2005:277) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.

Kommissionen presenterade den 20 oktober 2011 sitt förslag till ny marknadsmissbruksreglering. Förslaget består av en förordning om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk), nedan kallad MAR, och ett direktiv om straffrättsliga sanktioner för insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (MAD II). Regleringen bygger på MiFID II, exempelvis definitionsavsnitt hänvisar i allt väsentligt till definitionerna i MiFID II. Avsikten är att den föreslagna regleringen ska ersätta MAD.

## Några viktiga frågor

### *Utvidgad räckvidd*

I kommissionen utvidgas reglerna till att avse alla finansiella instrument som handlas på en reglerad marknad, MTF eller OTF, dvs. att även handel med finansiella instrument som enbart handlas på en MTF eller OTF ska i fortsättningen omfattas. Vidare föreslås att reglerna om marknadsmissbruk även ska omfatta handeln med råvaruderivat och utsläppsrätter.

Till den utvidgade räckvidden bör också förslaget i artikel 6.1.e räknas. Enligt artikeln ska som insiderinformation även räknas sådan information som inte är allmänt tillgänglig men som, om den var tillgänglig för en förnuftig investerare, skulle betraktas som relevant när investeraren bestämmer villkor för transaktionen.

Slutligen, beträffande den utvidgade räckvidden bör nämnas att kommissionen föreslår att det ska bli förbjudet att avbryta eller ändra en lagd order i de finansiella instrument som insiderinformationen gäller om ordern lades innan personen fick tillgång till insiderinformationen.

### *Administrativa sanktioner*

Den största nyheten för svensk del är förstås att medlemsstaterna föreslås bli skyldiga att införa administrativa sanktioner för insiderbrott och otillbörlig marknadspåverkan. Den föreslagna regleringen ger inte någon vidare ledning hur gränsdragning ska ske mellan det administrativa förfarandet och det straffrättsliga. Möjligen innebär det att medlemsstaterna får en relativt stor frihet att närmare utforma hur processen ska gå till.

Medlemsstaterna åläggs vidare att införa åtgärder och påföljder som ska vara effektiva, proportionella och avskräckande. När det gäller sanktionsavgifter föreslås exempelvis att dessa gentemot en enskild ska kunna uppgå till minst 5 miljoner EUR.

Några närmare regler om det processuella förfarandet vid dessa åtgärder och påföljder föreligger inte. Ett beslut ska dock kunna överklagas.

## Fondhandlareföreningen anser

Marknadsmanipulationer ska självfallet vara förbjudna. Fondhandlareföreningen anser att det är av stor vikt att regleringen gör det möjligt att ingripa vid manipulationer och att tillsynsmyndigheterna har tillräckliga befogenheter och resurser för att ingripa.

När det gäller de föreliggande förslagen från kommissionen är ett av problemen enligt föreningens mening att vissa av förslagen i flera fall är för otydliga och att ett antal bestämmelser därför behöver klargöras och förtydligas. Aktörerna på finansmarknaderna måste få en rimlig möjlighet att veta vad som gäller. Dessutom behöver vissa bestämmelser utformas med den precision som krävs ur rättssäkerhetssynpunkt eftersom följderna av regelöverträdelser kan få mycket allvarliga konsekvenser för t.ex. enskilda. Det nu sagda gäller kanske särskilt för förslaget till förordning.

Artikel 6.1.e) är i dess nuvarande utformning enligt föreningens mening helt oacceptabel då den saknar precision och utvidgar vad som ska anses vara insiderinformation på ett mycket obestämt sätt. Ett införande av denna regel på finansmarknaderna inom EU skulle leda till betydande osäkerhet och vara till stor nackdel för dessa marknader och dess aktörer. Vid läsningen av artikeln framstår det dessutom som att regeln i 6.1.e är helt bortkopplad från kraven på att insiderinformationen ska vara specifik och att informationen ska kunna antas ha en väsentlig påverkan på priset. Det är således oklart exempelvis hur denna regel förhåller sig till bestämmelserna 6.2 och 6.3 som i sin ordalydelse ska gälla hela 6.1.

En viktig fråga är även hur utnyttjanderekvisitet ska tolkas. Rekvisitet återfinns i artikel 7.1 i MAR och artikel 3 a i MAD II. EG-domstolen har tolkat rekvisitet i MAD i Spector Photo-målet i december 2009. Av domen följer att det gäller en presumtion för utnyttjande om personen i fråga (i) fått insiderinformation och (ii) köpt eller sålt aktier, men att denna presumtion kan brytas om omständigheterna varit sådana att inga skyddsvärda intressen trätts förnär. Enligt föreningens mening bör ett förtydligande av rättsläget nu införas i MAR och MAD II.

Föreningen vill betona betydelsen av att reglerna om tillsynsmyndigheternas befogenheter och om administrativa sanktioner införs i Sverige i enlighet med etablerade rättssäkerhetsgarantier såsom domstols prövning och med beaktande av den personliga integriteten.

## Beräknad tidtabell

Förhandlingarna har påbörjats i Bryssel. Regleringen bygger som tidigare nämnts på MiFID II och samtliga regleringarna - MiFID II, MAR och MAD II – bör träda i kraft vid samma tidpunkt. Det mest sannolika är att den nya marknadsmissbruksregleringen inte träder i kraft förrän tidigast 2015.

Kontaktperson/er: Lars Afrell

# Öppenhetsdirektivet

---

## Inledning

Kommissionen har den 25 oktober 2011 lagt ett förslag med ändringar i direktivet om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad, det så kallade öppenhetsdirektivet.

## Några viktiga frågor

### *Flaggningsreglerna*

Reglerna om flaggning utökas från att avse aktier och finansiella instrument som ger rätt att förvärva aktier som redan getts ut till att även avse finansiella instrument som ger ett ekonomiskt utfall som liknar det som ett innehav av aktien skulle ge oberoende av om det sker en fysisk avveckling eller inte. Definitionen av de instrument som fortsättningsvis ska omfattas av flaggningsreglerna görs bred och skall täcka nuvarande och framtida finansiella instrument som har ett liknande ekonomiskt utfall som ett innehav av aktien oberoende om instrumentet ger rätt till fysisk leverans eller inte.

Det röstetal som skall rapporteras på grundval av dessa instrument utgörs av det nominella röstvärdet på underliggande aktie. För finansiella instrument som refererar till ett index, en korg av aktier eller liknande kommer ESMA att fastställa en metod för hur röstvärdet skall beräknas. Vid rapporteringen ska det totala röstvärdet på innehavda finansiella instrument relaterade till samma emittent redovisas. Endast långa positioner skall tas med. Korta positioner får således inte avräknas. Vid rapporteringen skall röstetalet för aktierna redovisas för sig och röstetalet för övriga finansiella instrument för sig.

### *Kvartalsrapporter*

Kommissionen föreslår att kravet på kvartalsrapport och delårsredogörelse upphävs. Enligt kommissionen skapar regeln onödiga kostnader framför allt för små- och medelstora företag samtidigt som den uppmuntrar till kortsiktighet. För att få en enhetlig tillämpning bör medlemsstaterna förbjudas att i nationell lagstiftning ha krav på kvartals- eller delårsrapporter. Inget hindrar dock att ett bolag själv väljer att lämna sådana rapporter.

### *Sanktioner*

I enlighet med kommissionens tidigare meddelande om förstärkning av sanktionssystemet inom den finansiella sektorn föreslår kommissionen att tillsynsmyndigheterna får möjlighet att besluta om ekonomiska sanktioner om föreskrivna rapporter lämnas försent eller flaggningsreglerna inte följts. I sistnämnda fall ska också tillsynsmyndigheterna kunna frånta en aktieägare rätten att rösta för aktierna.

### *Särskild rapporteringsplikt för företag som sysslar med avverkning och råvaruproduktion*

Mot bakgrund av internationella initiativ och på begäran av parlamentet föreslår kommissionen att noterade och vissa icke-noterade företag skall årligen rapportera vissa betalningar som görs till regeringar i stater där de är verksamma.

## **Fondhandlareföreningen anser**

Någon närmare genomgång av förslagen har ännu inte skett men föreningen har följande preliminära synpunkter på förslaget. Föreningen anser att det är av stor vikt att flaggningsreglerna harmoniseras inom EU både vad avser flaggningsgränser som beräkningen av positioner. Något utrymme för nationella särregler beträffande flaggningsreglerna bör inte ges. Beträffande instrument är föreningen något skeptiskt till att även instrument utan anknytning till rösträtt ska tas med. Slutligen anser föreningen att det är tveksamt om det föreligger något skäl för att ge tillsynsmyndigheterna rätt att förbjuda ett utövande av rösträtten på grund av brott mot flaggningsreglerna.

## **Beräknad tidtabell**

Förslaget har överlämnats till rådet och parlamentet för beslut.

Kontaktperson/er: Lars Afrell

# Skatt på finansiella transaktioner

---

## Inledning

Kommissionen har lagt ett förslag om skatt på finansiella transaktioner. Skatt föreslås utgå på transaktioner i finansiella instrument där minst ett finansiellt institut medverkar för egen eller kunds räkning. Minst en av parterna måste vara etablerad i ett EU-land.

Begreppet finansinstitut är brett och omfattar bland andra värdepappersbolag, kreditinstitut, försäkringsföretag, investeringsfonder, fondbolag, alternativa investeringsfonder (såsom hedgefonder) och företag som bedriver finansiell leasing.

Skattesatsen föreslås bli 0,1 % för vardera parten för alla finansiella instrument andra än derivatkontrakt. För derivatkontrakt föreslås motsvarande procentsats vara 0,01 %. Angivna skattesatser är miniminivåer. Enskilda medlemsstater får sätta högre skattesatser.

Kommissionen räknar med att skatteintäkterna årligen kommer att uppgå till cirka 55 miljarder euro. En annan effekt är att omsättningen på värdepappersmarknaden beräknas minska med 20 % och omsättningen i derivatkontrakt med upp till 90 %.

## Fondhandlareföreningen anser

Fondhandlareföreningen, liksom den svenska regeringen och ett antal EU-länder, är negativa till att införa en skatt på finansiella transaktioner. Kommissionen själv har pekat på ett antal negativa faktorer, bland annat en minskning av BNP. Studier som gjorts visar också på en negativ inverkan på kommande pensioner. En utredning i Danmark pekar på en minskning av utgående pension till en normal LO-arbetare (motsvarande) med ca 700 DKR i månaden.

## Beräknad tidtabell

Ekofin beslöt vid sitt sammanträde den 8 november 2011 överlämna förslaget till en rådsarbetsgrupp för närmare analys.

Kontaktperson/er: Vigg Troedsson

## Inledning

Kommissionen arbetar för närvarande med att ta fram ett förslag till reglering av Central Securities Depositories (CSD), dvs. centrala värdepappersförvarare. I Sverige finns det idag endast en CSD, Euroclear Sweden AB (tidigare VPC).

Kommissionen har uppgett två huvudsakliga syften med att vilja reglera CSD:er. För det första spelar CSD:er en central roll inom infrastrukturen på finansmarknaderna och bör därför vara föremål för en harmoniserad reglering. För det andra vill kommissionen bryta upp existerande nationella monopol för CSD:er inom EU (inklusive s.k. de facto monopol) och därmed skapa konkurrens även på denna marknad.

Kommissionen har sedan våren 2010 fört en diskussion i en arbetsgrupp med experter från medlemsstaterna (myndigheter m fl.) om hur en kommande reglering bör se ut.

## Några viktiga frågor

*Definitionen av en CSD och vilka tjänster en CSD ska få tillhandahålla (huvud- respektive sidotjänster)*

En CSD anses kunna tillhandahålla följande s.k. huvudtjänster: administration av avvecklingsystem, central förvaring (central safekeeping) samt administration av värdepapper (notaryfunktion). Det bör noteras att i den sistnämnda tjänsten inkluderas inte förande av aktiebok (registrar), vilket är en viktig uppgift för Euroclear i det svenska systemet. Den riktigt svåra frågan är emellertid vilken typ av sidotjänster en CSD ska få bedriva. Ska en CSD få bedriva riskfylld verksamhet såsom t.ex. kreditgivning och värdepapperslån? I sådant fall skulle en CSD kunna bedriva verksamhet i direkt konkurrens med sina kunder, dvs. banker och värdepappersbolag.

*Nya tillstånd- och tillsynsregler*

Enligt de arbetsdokument som kommissionen har skickat ut föreslås införande av nya krav på tillstånd och tillsyn av CSD:er. Kraven motsvarar i stor utsträckning den föreslagna regleringen av CCP:er i EMIR.

*Möjliggöra konkurrens mellan CSD:er*

I syfte att möjliggöra konkurrens mellan CSD:er var kommissionen till en början ganska radikal och ville ge emittenter av värdepapper en vidsträckt rätt att byta CSD eller välja ny CSD för en emission i enlighet med Giovanninirapportens förslag till borttagande av barriär 9. Det verkar emellertid som om kommissionen har börjat backa i denna del.

*Frågan om harmonisering av avvecklingscykel*

Kommissionen föreslår en enhetlig reglering av avvecklingscykeln i EU med ett första mål i form av T+2. Enligt kommissionen är tanken att en CSD ska främja tidig avveckling genom "progressiva" avgifter och påskynda avveckling av "settlement failures" genom tillräckligt avskräckande avgifter/böter.

## Fondhandlareföreningen anser

EU-harmonisering av tillsyns- och tillståndsreglerna för CSD kan vara positivt och bidra till att förtroendet för systemet ökar. Allmänt sett finns det dock en uppenbar risk för en överreglering av CSD:er. Dessa bedriver i dag en inte särskilt riskfylld verksamhet och kan definitivt inte jämföras med CCP:er. Endast för det fall en CSD skulle börja driva riskfylld verksamhet krävs, enligt föreningens uppfattning, den typ av reglering som f.n. diskuteras för CCP:er inom ramen för EMIR.

En kommande reglering måste utgå från hur riskfylld verksamheten är och bör inte införas slentrianmässigt efter förebild från EMIR. Det är också viktigt att undvika att ESMA bygger upp en onödig, tungrodd och kostsam organisation.

CSD:er utgör en central del av infrastrukturen och bör kännetecknas av låg risk. Enligt föreningens uppfattning bör en CSD inte få bedriva riskfylld verksamhet. Om en CSD, trots allt, anses kunna få lämna kredit eller värdepapperslån bör den dock vara föremål för samma reglering (krav på kapital etc.) som konkurrerande institut, t.ex. banker.

Kraven för tillträde till en CSD ska vara neutrala och objektiva. Det får inte finnas skyldighet för en CSD att bygga en länk eller samverka med annan CSD om det inte finns affärsmässiga förutsättningar för detta, dvs. det bör finnas en möjlighet för en CSD att säga nej till samverkan på grund av affärsmässiga skäl men inte för att behålla ett de facto monopol på avvecklingen på en viss marknad.

Fondhandlareföreningen anser att en kommande reglering måste ta hänsyn till hur det svenska (nordiska) kontosystemet är uppbyggt och bör innehållsmässigt och tidsmässigt gå hand i hand med ett kommande Securities Law Directive.

## Beräknad tidtabell

Ett förslag från kommissionen var planerat till hösten 2011. Enligt uppgift kommer dock ett förslag under första kvartalet 2012.

Kontaktperson/er: Lars Afrell

# PRIPs

---

## Inledning

Kommissionen har under en längre tid aviserat ett förslag rörande paketerade investeringsprodukter, s k PRIPs (Packaged Retail Investment Products). Målet är att införa en enhetlig reglering av obligatorisk information och försäljningsmetoder på EU-nivå, oavsett hur produkten förpackas eller säljs och som ska resultera i en marknad där regelarbitrage minimeras. Kommissionen vill också säkerställa att marknaden för paketerade investeringsprodukter drivs av större öppenhet, tydligare information om föreslagna investeringar och produktförsäljning som är i linje med investerarnas intressen.

I april 2009 publicerade kommissionen en kommunikation som delade in PRIPs i fyra indikativa produktfamiljer: Fonder, Livförsäkringsprodukter, Strukturerade värdepapper och Strukturerade deposits. Kommissionens mål var att utveckla en gemensam nivå av konsumentskydd för dessa produkter. Enligt kommissionen är KII (Key Investor Information) som införts på fondområdet (genom UCITS IV-direktivet) ett bra riktmärke för vad en konsument bör få för information inför sin investering, dock behöver dessa regler justeras för att kunna passa också andra typer av produkter. Vid utformning av PRIPs-regelverket bör en utgångspunkt också vara MiFIDs bestämmelser om uppförande och intressekonflikter.

I oktober 2010 levererade en arbetsgrupp, 3L3 PRIPs Task Force, en rapport till kommissionen med input inför dess fortsatta arbete med PRIPs. En månad senare gick Kommissionen ut med en konsultation där tänkbara åtgärder tas upp för att öka genomlysningen och jämförbarheten mellan olika paketerade investeringsprodukter. Kommissionen har i stora delar gått på arbetsgruppens 3L3 PRIPs Task Force linje och konsultationen omfattar tre delområden: räckvidd och definitioner, reglering samt innehåll.

### *Räckvidd och definitioner*

Kommissionen föreslår att en PRIP ska definieras som en produkt där beloppet som ska återbetalas till investeraren exponeras för fluktuationer i tillgångarnas marknadsvärde eller utbetalningar från tillgångarna, genom en kombination eller paketering av dessa tillgångar, eller andra mekanismer än direkt ägande. Alla produkter där investeraren är exponerad för marknadsförändringar och där det förekommer någon form av ”paketering eller indirekt exponering omfattas t.ex. strukturerade produkter och derivat men inte pensioner, direktägande i aktier, obligationer eller enkla deposits (insättningar).

### *Hur PRIPs ska implementeras*

Kommissionen har delat upp införandet av PRIPs i information respektive försäljning till konsument där det sistnämnda kommer att regleras i MiFID review och revideringen av direktivet om försäkringsförmedlare (IMD review) . Kommissionens förslag kan komma att få konsekvenser för prospektivet och UCITS-direktivet i kommissionens strävan att åstadkomma en regelharmonisering av alla PRIPs som säljs till konsument i EU.

### *Innehåll*

För att få jämförbarhet föreslår kommissionen ett nytt standardiserat informationsdokument, s k KIID (Key Investor Information Document), som får omfatta två sidor. Kommissionen anser att emittenten ska vara ansvarig för innehållet i KIID.

## Fondhandlareföreningen anser

Fondhandlareföreningen stöder en harmonisering och förenkling av produktinformationen gällande PRIPs men delar inte Kommissionens åsikt att spararnas förtroende för PRIPs har kollapsat. Det är viktigt att komma ihåg att PRIPs har gjort det möjligt för investerare att investera i nya marknader och produkter till en lägre risk och kostnad jämfört med en direktinvestering. PRIPs är därför ett viktigt alternativ för investerare vid jämförelse av olika sparformer.

Fondhandlareföreningen anser att det kan finnas betydande svårigheter att ta fram ett enkelt och lättförståeligt dokument för att öka jämförbarheten för PRIPs. Det finns en påtaglig risk att det begränsade utrymmet i KIID inte medger en tillräckligt utförlig beskrivning av komplexiteten hos vissa PRIPs. Föreningen anser i och för sig att KIID skulle kunna vara första steget gällande information om en specifik PRIP men det är viktigt att betona att investeraren kan komma att behöva mer information innan beslut om investering tas. Det är också viktigt att skapa andra möjligheter och lösningar för att underlätta för investerare att ta väl underbyggda investeringsbeslut.

Föreningen anser att det behövs en tydlig definition av vad en PRIP är (så tydlig att det inte behövs en indikativ lista) och att det måste följa av definitionen att tailor-made (skräddarsydda) produkter inte ska anses som PRIPs. Föreningen betonar också att utbildning av investerare är av största vikt för att de ska förstå och kunna utvärdera olika investeringsalternativ ordentligt. Fondhandlareföreningen anser vidare att det är viktigt att Kommissionen samordnar PRIPs, speciellt gällande KIID, med de förändringar som väntas i prospektdirektivet för att undvika "information overload" för investerarna.

## Beräknad tidtabell

Enligt de senast tillgängliga uppgifterna väntas kommissionen lägga fram ett direktivförslag avseende PRIPs under februari 2012. Ett förslag till IMD review väntas samtidigt.

Kontaktperson/er: Dick Ahlqvist

# Securities Law Directive

---

## Inledning

Under ett antal år har det bedrivits två projekt med i huvudsak samma syfte, nämligen att åstadkomma harmoniserade regler för innehav och dispositioner med kontoförda värdepapper. Ett av projekten har genomförts i regi av UNIDROIT och resulterade hösten 2009 i en konvention, Geneva Securities Convention. Kommissionen har drivit ett liknande projekt som avslutades hösten 2008 med att gruppen lämnade sina slutliga råd om en framtida EU-reglering av kontoförda värdepapper (Second Advice of the Legal Certainty Group). Därefter har kommissionen vid två tillfällen konsulterat rörande en framtida reglering, nämligen våren 2009 och årsskiftet 2010/2011.

Svårigheterna att komma överens i dessa frågor inom EU har varit och är fortfarande betydande. Det kan delvis förklaras med att det är fråga om centrala och svåra civilrättsliga principer och frågor där medlemsstaternas lagstiftning uppvisar stora olikheter. Beroende på juridisk tradition och inte minst marknadernas funktion har den kontoförda regleringen fått olika uppbyggnad och innehåll i medlemsstaterna. Därtill kommer säkert konkurrensfaktorer.

## Några viktiga frågor och föreningens uppfattning

### *Funktionell reglering*

Legal Certainty Group och kommissionen förespråkar en funktionell reglering, vilket innebär att tyngdpunkten ska ligga på effekten av en viss åtgärd. Ett av skälen är att man vill undvika att trampa in för mycket på den centrala civilrätten i medlemsstaterna. Inställningen kan verka vara attraktiv men den bör enligt föreningens mening kopplas till de enskilda förslagen. En av de stora fördelarna med en harmoniserad reglering är att antalet rättskapande åtgärder och metoder begränsas inom EU och att rättslig säkerhet skapas för vissa generella metoder att t.ex. överföra rätt till kontoförda värdepapper. Utrymme för undantag för medlemsstaterna borde därför vara begränsat.

### *Den svenska modellen*

När det gäller kontoföring brukar man skilja mellan indirekta system och direkta system. Med indirekta system avses sådana där det förekommer en eller flera mellanhänder (förvaltare) mellan den centrala värdepappersförvararen och värdepappersinnehavaren. Direkta system kännetecknas av att värdepappersinnehavaren har en direkt relation med den centrala värdepappersförvararen och även emittenten. Det svenska systemet är en blandning eftersom både direktregistrering och förvaltarregistrering tillåts. Även om det svenska (nordiska) systemet har accepterats i Genevekonventionen och Haag-konventionen om tillämplig lag, har det ifrågasatts i den europeiska debatten. Förutom möjligheten att vara direkt kontoförd hos en central värdepappersförvarare är det systemet med kontoförande institut som vanligen skapar problem vid internationella regleringar. Systemet har fungerat bra i de nordiska länderna och har erbjudit investerarna ett mycket kostnadseffektivt sätt att hantera och förvara sina dematerialiserade värdepapper. Enligt föreningens mening är det viktigt att en framtida reglering från EU är anpassad även till det svenska systemets särdrag.

### *Geneve-konventionen*

Föreningen anser att det är av stor vikt att ett kommande förslag till SLD är helt i linje med Geneve-konventionen. Konventionen bör helt enkelt utgöra benchmark för ett framtida SLD och det bör krävas mycket tungt vägande skäl för att EU ska avvika från denna på ett sätt som gör det omöjligt för EU att ratificera konventionen.

### *Tillämplig lag*

Haag-konventionen om tillämplig lag för dematerialiserade eller immobiliserade värdepapper kommer med stor sannolikhet inte att antas av EU (i vart fall inte inom överskådlig tid). De regleringar som finns i dag inom EU i bl.a. det s.k. Finalitydirektivet och direktivet om finansiella säkerheter är enligt föreningens uppfattning inte tillräckligt klargörande. Det behövs således en mer preciserad reglering. Med hänsyn till att osäkerhet rörande var kontoförda värdepapper ska anses finnas – legalt sett - medför stora kostnader och onödiga risker för finansmarknaderna bör en preciserad reglering ske på EU-nivå.

### *Tillstånd för kontohållare*

Den stora frågan inom EU är om kontoföring ska lyftas upp och bli en investeringstjänst enligt MiFID (från att vara en sidotjänst). Att den ska lyftas upp är väl helt klart men frågan är om en sådan lösning passar helt. För institut som redan omfattas av MiFID, banker och värdepappersbolag, kan den säkert fungera men för CSD:er och för det nordiska systemet är det mer tveksamt.

### *Pro rata-frågan och "no credit without debit"*

En omdiskuterad fråga både i Bryssel och i Geneve har varit hanteringen av en brist som uppkommer hos en mellanhand. Problemet kan illustreras med följande exempel. Antag att investerarna har sammanlagt 100 000 aktier enligt mellanhandens kontoföring men mellanhanden har bara tillgång till 60 000 aktier. Scenariot innebär med all sannolikhet att mellanhanden är insolvent. Ska man då försöka spåra "vem som har förlorat aktierna" (s.k. tracing) eller ska förlusten fördelas pro rata inom ett aktieslag eller fördelas på samtliga investerare i förhållande till mellanhandens innehav av kontoförda värdepapper?

I en gränsöverskridande värld är nog spårning omöjligt och hur identifierar man vem som har förlorat "sina" värdepapper. Föreningens uppfattning är att en pro rata lösning är acceptabel för svensk del. I spåren av pro rata diskussionen har det också förts en diskussion om det ska vara ett rättsligt krav att en kreditering kan bindas ihop med en motsvarande debitering. Problemet är dock samma som beträffande spårning, dvs. det går inte i en gränsöverskridande värld att ta reda på var den relevanta debiteringen har skett.

## **Beräknad tidtabell**

Kommissionen har under en längre tid aviserat ett förslag, först under 2010 och senare under 2011. I dagsläget är det emellertid osäkert om kommissionen verkligen kommer att lägga fram ett förslag och i så fall när, bl.a. på grund av motstånd från några inflytelserika medlemsstater.

# Nya minimikrav från EU på sanktionsavgifter

---

I den strida ström av nya och ändrade rättsakter som kommissionen har föreslagit eller har aviserat att förslag ska läggas är harmoniseringen av tillsynsmyndigheternas befogenheter en viktig fråga liksom en förstärkning och harmonisering av sanktionssystemet på finansmarknaderna i EU. I detta avsnitt ska särskilt uppmärksammas möjligheten att utdela administrativa sanktioner (böter/avgifter) mot enskilda. Genomgående föreslås att en medlemsstat gentemot en fysisk person ska kunna utdela sanktionsavgifter på upp till 5 miljoner EUR eller motsvarande i nationell valuta. För juridiska personer ska avgifterna kunna uppgå till 10 % av företagets totala årsomsättning under föregående räkenskapsår. Detta är således miniminivåer vilket innebär att en medlemsstat kan ha strängare sanktionssystem.

I de flesta rättsakter finns angivet relativt klart vad som kan föranleda sanktion, dvs. vilken regel företaget, styrelsen eller ledande befattningshavare i företaget eller den ansvariga fysiska personen ska ha åsidosatt. Dock bör nämnas att en jämförelse mellan de föreslagna reglerna i CRD IV för styrelsen och ledande befattningshavare med motsvarande förslag i MiFID II visar att reglerna i CRD IV är mer oprecisa.

En första inte helt okomplicerad fråga är givetvis att utreda vem som ska vara ansvarig för att regeln åsidosatts, i vissa fall är det klart, i andra blir det beroende på hur verksamheten är organiserad i ett företag. När ansvaret ligger på styrelsen kan intressanta frågor uppkomma, särskilt som ansvaret enligt svensk rätt måste individualiseras gentemot enskilda. Sammanfattningsvis måste givetvis såsom tidigare varje regel studeras noga nu även med utgångspunkt från ansvarsfrågan.

Vid avgörande av vilken sanktion som ska väljas och även nivån på sanktionen ska hänsyn tas till överträdelsens allvar och varaktighet, graden av ansvar, finansiell ställning, ekonomisk nytta av åsidosättandet, samarbetsvilja och om det är fråga om "återfall". Ytterligare faktorer får beaktas nationellt.

Föreningen har när det gäller de ändrade marknadsmissbruksreglerna ställt sig positiv till införande av administrativa sanktioner under förutsättning att förfarandet uppfyller högt ställda krav på rättssäkerhet. Enligt föreningens mening talar mycket för att frågan om administrativa sanktioner såsom avgifter bör prövas av en särskild nämnd eller av domstol. Föreningen har tillsammans med övriga branschorganisationer föreslagit att regeringen inrättar en särskild sanktionsnämnd för hantering av Finansinspektionens sanktionsärenden. Syftet med nämnden är att stärka rättssäkerheten och skapa en klarare rollfördelning hos inspektionen.

Kontaktperson/er: Lars Afrell

# Abbreviations

---

August 2011

- AFME** Association for Financial Markets in Europe; a trade association based in London with a focus on European securities markets, its members being investment banks and firms as well as other interested parties in the development of the financial markets in Europe. See: [www.afme.eu](http://www.afme.eu)
- APA** Approved Publication Arrangements; an idea from the EU Commission in its MiFID consultation that transactions in financial instruments should be published via an APA (at present there is a requirement to publish all transactions but there are no requirements regarding the form or body publishing the information).
- BCN** Broker Crossing Network; a term used for services provided by firms for execution of clients' orders in house normally against orders from other clients. These networks are also referred to as Dark Pools. In the MiFID consultation, broker crossing networks is proposed to be a sub-category of OTF.
- CCP** Central Counter Party; an organisation that provides services by becoming the only, i.e. the central, counter party for transactions entered into by others in the financial markets.
- CDS** Credit Default Swap; a kind of financial instrument (derivative) whereby the credit risk of a specific entity is exchanged, or swapped, between parties.
- CESR** Committee of European Securities Regulators; a committee with members from the supervisory authorities in the EU and EEA with a mandate e.g. to provide non-binding guidance. CESR ceased to exist as of the establishment of ESMA.
- CRA** Credit Rating Agency; a provider of independent evaluation of the creditworthiness of the issuers which employ it.
- CRD** Capital Requirements Directive, 2006/48/EC, EU-directive from 2006 which reflects the Basel II rules on capital measurement and capital standards (currently under review - CRD IV/Basel III).
- CSD** Central Securities Depository; an organisation holding securities either in certificated or uncertificated (dematerialized) form, to enable book entry transfer of securities. Euroclear Sweden AB is a CSD in Sweden. The European Commission has consulted on a proposal to introduce harmonized rules regarding CSD and the settlement cycle. Timetable is uncertain.
- DVP** Delivery vs. Payment; a settlement procedure where the delivery of securities and the payment is carried out simultaneously.
- EBF** European Banking Federation, a trade association (consisting of federated national associations) for European commercial banks. The Financial Markets Committee in EBF handles securities related issues. See: [www.ebf-fbe.eu](http://www.ebf-fbe.eu)
- ECB** The European Central Bank, See: [www.ecb.int](http://www.ecb.int)
- EGMI** Expert Group Market Infrastructure; a group providing advice to the European Commission in market infrastructural issues. See: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/egmi\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/egmi_en.htm)

- EMIR** European Market Infrastructure Regulation; a Regulation proposed by the European Commission regarding OTC derivatives, CCPs and trade repositories, currently discussed in the Parliament and the Council.
- ESMA** The European Securities Market Authority; the European authority that was established on January 1, 2011 which, e.g. has the mandate to develop binding technical standards (detailed requirements under a directive or regulation approved by the EU Council and EU Parliament). ESMA will also be responsible for supervision of CRA as of July 1 2011. Proposals for more powers and duties for ESMA are included in several new pieces of legislation in the process of being developed. ESMA replaces CESR. Similar authorities have been established for banking, the European Banking Authority (EBA), and for insurance, the European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA). The three authorities are jointly referred to as the European Supervisory Authorities (ESA) and jointly with the European Systemic Risk Board (ESRB) are parts of the European System of Financial Supervision. See: [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)
- ETF** Exchange Traded Fund; generally an investment fund that is traded on the secondary market.
- EU** The European Union.
- FATCA** Foreign Account Tax Compliance Act; a US legislation due to come into force in 2012 that requires foreign banks/firms to undertake to report on US Persons to the US Tax authorities, IRS, and if no such undertaking has been provided a withholding tax of 30 % is applied on US payments to the banks/firms.
- FI** Finansinspektionen; the Swedish Supervisory Authority.
- FSB** Financial Stability Board; an organization established by the G20 to coordinate at the international level the work of national financial authorities and international standard setting bodies and to develop and promote the implementation of effective regulatory, supervisory and other financial sector policies. See: <http://www.financialstabilityboard.org>
- G20** Group of Twenty Finance Ministers and Central Bank Governors; a group of finance ministers and central bank governors from 19 countries plus the European Union for cooperation and consultation on matters pertaining to the international financial system. From 2011, the G20 summits will be held annually. See: <http://www.g20.org>
- HFT** High Frequency Trading; a term used to describe the use of very sophisticated technology that interprets signals from the market and, in response thereto, executes automated trading strategies in high volume and within very short time horizons. The Commission has, in the MiFID consultation, proposed that a company operating HTFs over a specified minimum threshold shall be authorized as an investment firm. IOSCO has recently and ESMA is currently consulting on the used new technologies.
- ICMA** International Capital Market Association; an association for the global capital market, representing a broad range of capital market interests including global investment banks and smaller regional banks, as well as asset managers, exchanges, central banks, law firms and other professional advisers. ICMA was formed in July 2005 by the merger of the International Primary Market Association (IPMA) and the International Securities Market Association (ISMA). See: <http://icma-group.org>
- ICSA** International Council of Securities Associations; an association composed of trade associations and self-regulatory associations for the capital market in fourteen countries as well as trade associations that represent the global capital market. The objective of ICSA is to aid and encourage the sound growth of the international capital market by promoting and encouraging harmonization and mutual recognition in the procedures and regulation of that market and to promote mutual understanding and exchange of information among members. See: [www.icsa.bz](http://www.icsa.bz)

- IMD** Insurance Mediation Directive, Directive 2002/92/EC, an EU-directive from 2002 (currently under review).
- ISDA** International Swaps and Derivatives Association; a global trade association for OTC derivatives, and maintainers of the industry-standard ISDA documentation. See: [www2.isda.org](http://www2.isda.org)
- IOSCO** The International Organization of Securities Commissions; an association of organizations that regulate the world's securities and futures markets. Members are typically the financial regulator from each country. IOSCO has members from over 100 different countries. IOSCO assists its members by issuing high standards of regulation and acts as a co-operation forum for national regulators and international organizations. See: [www.iosco.org](http://www.iosco.org)
- LEI** Legal Entity Identifier; global standard identifying parties to financial contracts to be established by the US U.S. Treasury - Office of Financial Research, under development.
- MAD** The Market Abuse Directive; 2003/6/EC; an EC directive from 2003 regarding insider dealing and market manipulation (currently under review).
- MEP** A Member of the European Parliament.
- MiFID** The Markets in Financial Instruments, Directive 2004/39/EC; an EC Directive from 2004.
- MTF** Multilateral Trading Facility; a trading venue under the MiFID directive that brings together buyers and sellers in a non-discretionary way according to a defined set of rules and resulting in trades. Operating an MTF requires a license under the MiFID-directive.
- NSA** Nordic Securities Association; a Nordic cooperation that works to promote a sound securities market primarily in the Nordic region. The association is formed by the Danish Securities Dealers Association (Børsmæglerforeningen), The Federation of Finnish Financial Services (Finanssialan Keskusliitto), the Norwegian Securities Dealers Association (Norges Fondsmeglerforbund) and the Swedish Securities Dealers Association (Svenska Fondhandlareföreningen). See: [www.nsa-securities.com](http://www.nsa-securities.com).
- OTC** Over The Counter; OTC derivatives are derivatives that are not traded on an exchange (however the term will change meaning as new legislation is introduced on a more or less a global level requiring or encouraging those financial instrument to be traded on exchanges or organized trading facilities and cleared via a CCP).
- OTF** Organized Trading Facilities; proposal from the EU Commission to introduce a new definition in the MiFID-directive that would capture any facility or system operated by an investment firm or market operator that on an organized basis brings together buying and selling interests (excluding facilities or systems that are already regulated as regulated market, MTF or systematic internaliser).
- PRIP** Packaged Retail Investment Products; a proposal by the European Commission for a horizontal directive regarding disclosure requirements for packaged (wrapped) financial instruments, e.g. structured products.
- SI** Systematic Internaliser; under the MiFID-directive, a firm that executes orders from its clients against its own book or against orders from other clients. Systematic Internalisers are subject to pre-trade and post-trade transparency requirements.
- SLD** Securities Law Directive; The European Commission is working on a proposal for a directive covering issues such the legal framework of holding and disposition of securities held in securities accounts (including conflict-of-law), the exercise of investor's rights flowing from securities through a "chain" of intermediaries, in particular in cross-border situations and the submission of any activity of safekeeping and administration of securities under an appropriate supervisory regime. Timetable is uncertain.
- SME** Small and Medium Entities; The European Commission has, in the MiFID consultation, proposed the introduction of specific harmonized requirements for SME execution venues.

- TRS** Transaction Reporting System; a system, established under the MiFID-directive, used by investment firms to report transactions in financial instruments admitted to trading on a regulated market (including transactions in such instruments executed outside the market) to the competent authority. In order to ensure that the transaction reporting captures all relevant trading under (the revised) MAD, the European Commission has proposed certain amendments to the TRS-regime, e.g. that the scope be extended to transactions in instruments which are only traded on an MTF or OTC.
- UCITS** Undertakings for collective investments in transferable securities, established under an EC-directive from 1985 which was recast in 2009, directive 2009/65/EU. A UCITS can, after notification, be distributed throughout the EU under the home state authorization.
-

# ”Heat Map”

