



EUROPEISKA KOMMISSIONEN

Bryssel den 20.10.2011
SEK(2011) 1227 slutlig

ARBETSDOKUMENT FRÅN KOMMISSIONENS AVDELNINGAR

SAMMANFATTNING AV KONSEKVENSBEDÖMNINGEN

Följedokument till

Förslag till

**EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV
om marknader för finansiella instrument [Omarbetning]**

Förslag till

**EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS FÖRORDNING
om marknader för finansiella instrument**

{KOM(2011) 656 slutlig}
{SEK(2011) 1226 slutlig}

ARBETSDOKUMENT FRÅN KOMMISSIONENS AVDELNINGAR

SAMMANFATTNING AV KONSEKVENSBEDÖMNINGEN

Följedokument till

Förslag till

EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV

om marknader för finansiella instrument [Omarbetning]

Förslag till

EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS FÖRORDNING

om marknader för finansiella instrument

1. PROBLEMFORMULERING

Genom regelverket för marknader för finansiella instrument (nedan kallat *MiFID-regelverket*) inrättas en rättslig ram för bankers och värdepappersföretags tillhandahållande av investeringstjänster avseende finansiella instrument (börsmäkleri, rådgivning, handel, portföljförvaltning, garantigivning osv.) samt för marknadsaktörers drift av reglerade marknader. Vidare fastställs de behöriga nationella myndigheternas befogenheter och skyldigheter.

Det övergripande målet har varit att främja integrering, konkurrenskraft och effektivitet på EU:s finansmarknader. Genom MiFID-regelverket har medlemsstaterna inte längre kunnat inskränka all handel med finansiella instrument till särskilda börser. Därigenom skapades fri konkurrens inom hela EU mellan traditionella börser och alternativa handelsplatser. Banker och värdepappersföretag fick ett bättre ”passerkort” för att tillhandahålla investeringstjänster inom hela EU, förutsatt att organisatoriska krav, rapporteringskrav och övergripande investerarskydd tillgodoses.

Inom loppet av 3,5 år – och tack vare tekniska framsteg – har konkurrensen i fråga om handeln med finansiella instrument ökat mellan handelsplatser och investerare har fått ett större urval av tjänsteleverantörer och finansiella instrument. Överlag har transaktionskostnaderna minskat och integrationen ökat. Vissa problem har dock konstaterats.

1.1. Ojämlika konkurrensvillkor mellan marknader och marknadsaktörer

Genomförandet av MiFID-regelverket i kombination med de tekniska framstegen har dramatiskt förändrat finansmarknadernas struktur i hela Europa – särskilt aktiemarknaden – och har lett till att marknadsaktörerna anpassat sig till denna utveckling.

För det första kan det hända att multilaterala handelsplattformar (nedan kallade *MTF-plattform*) – trots att de tillhandahåller jämförbara tjänster för reglerade marknader – i praktiken omfattas av ett mindre strikt system för reglering och tillsyn. Dessutom har det uppstått nya handelsplatser och marknadsstrukturer, som matchningssystem och handelsplattformar för derivat, som utövar liknande verksamhet som MTF-plattformar och systematiska internhandlare utan att omfattas av samma bestämmelser (överblickbarhet och investerarskydd).

Vidare ger de snabba tekniska förändringarna, särskilt ökningen av automatiserad handel och högfrekvent handel, upphov till farhågor om eventuella nya risker som påverkar marknadernas funktion – i synnerhet som inte alla högfrekventa handlare är föremål för auktorisation och tillsyn enligt MiFID-regelverket.

För det tredje har den ökade handeln med aktier på OTC-marknaden oroat vissa nationella tillsynsmyndigheter när det gäller kvaliteten på prisbildningen på börserna och i vilken utsträckning den är representativ. Dessutom har G20 enats om att flytta handel med standardiserade OTC-derivat till börser eller, om lämpligt, till elektroniska handelsplattformar.

1.2. Svårigheter för små och medelstora företag att få tillgång till finansmarknader

Det blir allt svårare och dyrare för små och medelstora företag att skaffa kapital från aktiemarknader jämfört med större emittenter. Detta beror på att marknaderna för små och

medelstora företag inte är tillräckligt synliga, den bristande marknadslikviditeten för dessa företags aktier och de höga kostnaderna för börsintroduktion.

1.3. Bristande överblickbarhet för marknadsaktörerna

Det råder viss tveksamhet om huruvida det insynssystem som fastställs i MiFID-regelverket räcker till för marknadsaktörer på såväl aktiemarknaderna som icke-aktierelaterade marknader.

Den tilltagande elektroniska handeln har underlättat användningen på aktiemarknaderna av dold likviditet och dolda order, som marknadsaktörerna använder sig av för att minska kostnaderna för marknadspåverkan. Den tilltagande användningen av dold handelsinformation (*dark pools*) ger dock anledning till bekymmer hos tillsynsmyndigheter eftersom det i slutändan kan påverka kvaliteten på prissättningsprocessen på transparenta marknader. Marknadsaktörer och tillsynsmyndigheter har uttryckt oro över förseningar i fråga om offentliggörandet av rapporter om handeln på aktiemarknaderna.

Insynskraven för icke-aktierelaterade marknader regleras inte av MiFID utan på nationell nivå, vilket inte alltid anses vara tillräckligt.

Uppgifternas kvalitet och format, kostnaderna för informationen och svårigheten att konsolidera information är andra aktuella frågor. Om man inte fullt ut löser dessa frågor kan de undergräva de övergripande målen i MiFID-regelverket vad gäller överblickbarhet, konkurrens mellan leverantörer av finansiella tjänster och investerarskydd.

1.4. Bristande överblickbarhet för regleringsmyndigheter och otillräckliga tillsynsbefogenheter inom centrala områden

Det växande antalet finansiella investerare på råvarumarknaderna, särskilt inom vissa centrala marknader för råvaruderivat som utgör riktmärken (t.ex. olje- och jordbruksmarknaderna), kan ha lett till alltför stora prisökningar och volatilitet. Någon överblick av positioner och hur de förvaltas – som kan förebygga störningar på marknaderna och negativa effekter för investerarna – finns inte för derivat, i synnerhet inte för råvaruderivat. Bristande klarhet och konsekvens i regelverket för utsläppsrätter har negativa konsekvenser för marknadsintegriteten och investerarskyddet på andrahandsmarknaden för utsläppsrätter (spothandel).

Dagens rapporteringskrav för transaktioner ger inte behöriga myndigheter en fullständig överblick av marknaden eftersom rapporteringen är för snäv (idag finns det exempelvis inget rapporteringskrav för finansiella instrument som enbart handlas på OTC-marknaden) och kraven mycket olika.

Erfarenheten – framför allt under finanskrisen – har visat att det saknas befogenheter för att förbjuda eller begränsa handel eller distribution av en produkt eller tjänst vid negativ utveckling eller begränsningar, samt utredningsbefogenheter och påföljder.

1.5. Otillräckligt investerarskydd

Det finns ett antal bestämmelser i det nuvarande MiFID-regelverket som gör att investerare inte omfattas av tillräcklig eller lämplig skyddsnivå. Detta kan leda till att investerare köper finansiella produkter som inte passar dem eller gör investeringar som inte är optimala.

För det första täcks inte tjänsteleverantörer på ett enhetligt sätt av MiFID-regelverket. Vissa värdepappersföretag och produkter, exempelvis strukturerad inlåning, omfattas överhuvudtaget inte eller otillräckligt.

För det andra råder det osäkerhet om vissa tjänster som tillhandahålls investerare, till exempel omfattningen av tjänster som enbart inskränker sig till utförandet, kvaliteten på investeringsrådgivningen och ramen för incitament. Vidare har det visat sig att MiFID-regelverkets bestämmelser om offentliggörande av incitament från tredjeparter inte alltid varit klara och begripliga för investerare.

För det tredje har fall av vilseledande försäljningsmetoder skapat problem i samband med tillhandahållande av tjänster till professionella kunder och vid klassificering av kunder.

Till sist kan bristen på uppgifter om kvaliteten på utförandet försämra värdepappersföretags möjligheter att välja bästa tänkbara handelsplats för att utföra en transaktion för en kunds räkning.

1.6. Brister på vissa områden vad gäller organisation, förfaranden, riskkontroll och bedömning av marknadsaktörer

Det finns framför allt två stora problemområden. För det första visar den senaste tidens utveckling att företagsledningens roll ofta är för svag och de organisatoriska formerna otillräckliga för att lansera nya produkter, ny verksamhet och nya tjänster samt att det finns brister i den interna kontrollen. För det andra har ett stort antal kunder i olika medlemsstater klagat över att det inte finns särskilda organisationskrav för portföljförvaltning, garantiverksamhet och placering av värdepapper.

1.7. Konkurrenshinder i clearing-infrastrukturer

Utvecklingen i fråga om hur handelsplatser i EU är sammankopplade med tillhandahållare av clearingtjänster har uppdagat och resulterat i en rad hinder för effektiv gränsöverskridande konkurrens. Fördelarna med och den relativa styrkan i, å ena sidan, vertikalt integrerad handel och clearing plattformar, och å andra sidan, horisontella clearingsystem som erbjuder tjänster till olika handelsplattformar fortsätter att diskuteras, men har hämmat konkurrensen på EU-nivå på handelsplattformar som öppnats upp genom MiFID-regelverket.

2. SUBSIDIARITETSANALYS

De flesta frågor som omfattas av översynen täcks redan idag av gemenskapens regelverk och MiFID-regelverket. Dessutom är finansmarknaderna i allt större utsträckning gränsöverskridande till sin natur. Internationella marknader kräver i möjligaste mån internationella regler. De villkor enligt vilka företag och operatörer kan konkurrera – oavsett om det gäller informationskrav före och efter handel, investerarskydd, marknadsaktörers bedömning eller kontroll av risker – måste vara gemensamma över gränserna och utgör idag kärnan i MiFID-regelverket. Inom vissa områden – om detta är tillåtet enligt regelverket – har medlemsstaterna redan infört strängare bestämmelser. Detta innebär dock att man endast tagit itu med problemen på det nationella planet. Åtgärder som medlemsstaterna vidtar utan samordning leder inte till lika konkurrensvillkor och lika nivåer på investerarskyddet eller marknadsintegriteten. Därför krävs det åtgärder på EU-nivå för att uppdatera och ändra det regelverk som fastställs i MiFID för att ta hänsyn till utvecklingen på finansmarknaderna sedan regelverkets genomförande.

Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma) bör även spela en central roll i genomförandet av det nya lagförslaget. Ett av syftena med inrättandet av den europeiska myndigheten var att ytterligare förbättra den inre marknads funktion för värdepappersmarknaderna. Det krävs nya regler på unionsnivå för att Esma ska få alla erforderliga befogenheter.

3. MÅL

Huvudsyftet med översynen av MiFID-regelverket är att stärka investerarnas förtroende, minska riskerna för störningar på marknaden och systemrisk, öka finansmarknadernas effektivitet och samtidigt minska marknadsaktörernas kostnader.

För att kunna förverkliga de allmänna målen måste följande specifika strategimål uppnås:

- (1) Lika konkurrensvillkor för marknadsaktörer.
- (2) Större öppenhet på marknaden för marknadsaktörer.
- (3) Större insyn och ökade befogenheter för tillsynsmyndigheter inom viktiga områden och ökad samordning på EU-nivå.
- (4) Förbättrat investerarskydd.
- (5) Åtgärdande av organisatoriska brister, överdrivet risktagande eller bristande kontroll hos värdepappersföretag och marknadsaktörer.

4. ALTERNATIV

Vid översynen har man diskuterat ett mycket stort antal strategialternativ.

Alternativen för det första allmänna målet omfattar lämplig reglering av alla marknadsstrukturer, hänsynstagande till mindre marknadsaktörers behov, som små och medelstora företag, samt ny handelsteknik. Detta innebär olika förbättringar av regelverket för existerande handelsplatser, auktorisationskrav och möjligheten att skapa en ny handelsplatskategori – organiserade handelsplattformar (OTF) – för den del av handeln med aktier som för närvarande utförs genom matchningssystem (BCS) och för handeln med derivat av olika format. När det gäller små och medelstora företag är de två främsta alternativen att antingen införa en skräddarsydd ordning för marknaderna för små och medelstora företag eller att förordna ett näringslivsinitiativ för att förbättra dessa marknaders synbarhet. Tyngdpunkten ligger, när det gäller tekniksidan, på bättre kontroll av användarna av dessa system och det sätt på vilket de får tillträde till marknaderna.

När det gäller det andra allmänna målet – större öppenhet på marknaden – innebär det anpassning av dagens bestämmelser gällande aktier och införande av nya krav i olika former för icke-aktierelaterade marknader. Dessutom diskuteras flera alternativ för att minska kostnaderna för handelsinformation och förbättra tillgången till dessa uppgifter med hjälp av ett system för konsoliderad handelsinformation.

För att uppnå det tredje målet skulle tillsynsmyndigheternas befogenheter kunna stärkas genom olika åtgärder som till exempel ett auktorisationssystem för ny verksamhet, ett system

för hantering av positioner samt skärpning av sanktionssystemet inom olika ordningar. Harmoniseringen av villkoren för tredjeparts system kan göras med hjälp av olika rättsliga medel. Olika förslag har även lagts fram för att utvidga transaktionsrapporteringen och förbättra rapporteringskanalerna för denna typ av rapportering. Råvaruderivatmarknaden är ett område som särskilt bör uppmärksammas. Genom att inrätta fler mekanismer bör man bättre kunna kontrollera volatiliteten och marknadsaktörerna på denna marknad samt deras verksamhet.

När det gäller det fjärde målet – stärkt investerarskydd – finns det flera alternativ som är inriktade på specifika tjänster som investeringsrådgivning eller komplicerade produkter, för vilka det kommer att krävas strängare regler och ökad information.

Det sista målet kan uppnås genom olika strategier som stärker företagsstyrningen, skärper kraven för tillhandahållandet av särskilda tjänster, t.ex. portföljförvaltning, och i större utsträckning harmoniserar systemet för registrering av telefonsamtal och elektroniska meddelanden.

5. KONSEKVENSBEDÖMNING AV HUVUDALTERNATIVEN

De olika alternativen utvärderades med avseende på deras effektivitet och ändamålsenlighet för att uppnå de olika målen. Jämförelsen av de olika alternativen ledde till följande slutsatser:

För det första allmänna målet är det främsta huvudalternativet att inrätta ett OTF-system som har tre målsättningar: i) inrätta ett lämpligt regelverk för matchningssystem som används på aktiemarknaderna, (ii) inrätta ett lämpligt regelverk för olika typer av handelssystem som för närvarande inte är reglerade handelsplatser, och (iii) utforma en ram som är tillräckligt dynamisk för att kunna hantera framtida handelssystem och framtida lösningar. Det andra huvudalternativet är ytterligare reglering av företag som tillämpar automatiserad handel, samt marknadsaktörerna själva, i synnerhet när det gäller solid riskhantering och operativa skyddsåtgärder. Man har förkastat flera alternativ som skulle ha begränsat högfrekvenshandeln (HFT), vilket skulle ha fått skadlig verkan på marknadens likviditet, t.ex. genom införande av en minimiperiod under vilken order ska ligga kvar i orderboken. När det gäller små och medelstora företag har näringslivsinitiativet förkastats eftersom det är för dyrt i förhållande till de eventuella vinsterna.

För det andra målet är huvudalternativet en kombination av rationalisering av dagens insynskrav för aktiemarknaderna och införande av ett skraddarsytt insynssystem som anpassas till varje typ av icke-aktierelaterat finansiellt instrument (dvs. obligationer och derivatmarknader) som omfattas. Därmed bör man kunna skapa en väl avvägd balans mellan insyn och likviditet.

När det gäller befogenheter och enhetlighet i fråga om tillsynspraxis är det huvudalternativ som föredras en kombination av ett förbud mot nya tjänster och produkter och ett system för hantering av positioner. Detta stärker tillsynsmyndigheternas befogenheter att hantera risker som rör investerarskyddet, marknadsstabiliteten och systemriskerna. Dessutom kommer det ökade samarbetet mellan tillsynsmyndigheter för fysiska och finansiella råvarumarknader att bidra till en mer ordnad och stabil råvaruderivatmarknad.

Huvudalternativet när det gäller öppenhet gentemot tillsynsmyndigheterna är att kombinera utökad transaktionsrapportering och förbättrad rapportering genom inrättande av en godkänd

rapporteringsmekanism (ARM) som gör det möjligt för tillsynsmyndigheterna att på ett mer omfattande sätt övervaka marknaderna, vilket leder till förbättrad marknadsintegritet.

På råvaruderivatmarknaderna kommer ett nytt system för positionsrapportering och översynen av de undantag som vissa råvaruhandlare åtnjuter att öka både tillsynsmyndigheters och allmänhetens insyn och göra det möjligt för dem att bättre bedöma effekterna av inflödet av finansiella placeringar på prisbildningsmekanismen och prisvolatiliteten.

Slutligen kommer en utvidgning av tillämpningsområdet för MiFID-regelverket till andrahandsmarknaden för utsläppsätter (spothandel) att garantera lämplig reglering och tillsyn av spotmarknaden för koldioxid och skapa enhetlighet i regelverken mellan de fysiska marknaderna och derivatmarknaderna och mellan primär- och andrahandsmarknaderna.

För det fjärde målet kommer huvudalternativen i först hand att öka omfattningen av regleringen för produkter, tjänster och leverantörer samt stärka investerarskyddet genom att säkerställa erforderligt skydd av investeringstjänsteleverantörer (dvs. för små investeringsrådgivare – som för närvarande inte omfattas av MiFID-regelverket – kommer motsvarande nationella uppföranderegler att gälla) och produkter (dvs. strukturerad inlåning). Vidare kommer man att begränsa förteckningen över sammansatta produkter som kan säljas utan någon personlig rådgivning och informationsskyldigheterna gentemot kunderna kommer att utökas. Alternativet att helt stryka säljsystemet utan någon personlig rådgivning avvisades eftersom det skulle leda till alltför stora störningar och bli alltför kostsamt för vissa kundkategorier med goda insikter i finansmarknaderna. Kvaliteten på investeringsrådgivningen förbättras genom att man specificerar villkoren för tillhandahållande av oberoende rådgivning. Slutligen kommer förbudet mot incitament för oberoende investeringsrådgivning och portföljförvaltning att lösa den intressekonflikt som dessa tjänster medför och därmed förbättra kvaliteten på tjänsterna för investerare.

Den lösning som föredras för det sista målet är en stärkt roll för företagsledning, särskilt när det gäller interna kontrollfunktioner och särskilda organisatoriska krav för portföljförvaltning och garantiverksamhet som är vitala områden för investerarskyddet och marknadsintegriteten och bidrar till en mer enhetlig ram i Europa. Däremot förkastades förslaget om att införa en ny separat intern funktion för handläggning av kundklagomål eftersom det ansågs för kostsamt och oflexibelt.

6. ÖVERVAKNING OCH UTVÄRDERING

Kommissionen kommer att övervaka hur medlemsstaterna tillämpar de ändringar som föreslås i lagstiftningsinitiativet om marknader för finansiella instrument. En utvärdering av konsekvenserna av tillämpningen av lagstiftningsåtgärden kan göras i en rapport till rådet och Europaparlamentet tre år efter det att tidsfristen för införlivandet av lagstiftningsåtgärden löpt ut. Analysen kan baseras på olika rapporter som utvärderar de praktiska konsekvenserna av de föreslagna regleringsåtgärderna.