

Finansdepartementet
Finansmarknadsavdelningen
Rebecca Appelgren
08-405 30 13
fi.registrator@regeringskansliet.se

Stockholm 2015-05-11

**Remissyttrande avseende Betänkande:
Värdepappersmarknaden, MiFID och MiFIR (SOU 2015:2)**

Första, Andra-, Tredje- och Fjärde AP-fonden (gemensamt ”**AP-fonderna**”) har beretts tillfälle att yttra sig över rubricerad promemoria (”**Betänkandet**”). AP-fonderna har valt att gemensamt presentera sina kommentarer i detta remissvar.

Inledning

De i Betänkandet föreslagna ändringarna är föranledda av Europaparlamentet och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU (”**MiFID II**”), samt Europaparlamentet och rådets förordning (EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012 (”**MiFIR**”). MiFID II och MiFIR ersätter Europaparlamentet och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument (”**MiFID**”). MiFID implementerades i svensk rätt huvudsakligen genom lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (”**LVM**”), men även bla. lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (”**LHF**”). I samband med detta gjordes ändringar även i 4 kap. lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) (”**AP-fondslagen**”).

Betänkandet föreslår att införlivningen av MiFID II samt anpassningen till MiFIR sker främst genom ändringar i LVM och LHF. AP-fonderna noterar härvid dels att de föreslagna ändringarna i LVM och LHF inte har någon direkt inverkan på AP-fondernas verksamhet och dels att Betänkandet inte föreslår någon ändring av AP-fondslagen.

En anpassning av AP-fondslagen till värdepappersmarknadens nya infrastruktur

När MiFID implementerades genom LVM år 2007 ändrades AP-fondernas placeringsuniversum för aktier och fordringsrätter från instrument som är ”noterade på börs eller annan reglerad marknad” till instrument som är ”upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES)”, se 4 kap. 5 och 8 §§ AP-fondslagen. Förarbetena till den svenska MiFID implementeringen förklarar denna ändring bara med en anpassning till LVMs nya terminologi, de anger inte syftet bakom denna begränsning i AP-fondernas placeringsuniversum.¹ Syftet med denna begränsning anges dock i förarbetena till nuvarande AP-fondslagen och motiveras med att ett krav på marknadsnotering ökar utvärderingsmöjligheterna samt att underlättar den löpande förvaltningen genom att bättre underlag för portföljbeslut kan erhållas.² Tredje AP-fonden anförde redan i sitt remissvar till den svenska implementeringen av MiFID att starka skäl talade för att investeringar i värdepapper som handlas på en MTF, såvitt gäller AP-fondernas placeringsregler, borde jämföras med värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad då redan MiFID:s införande av MTF:er medförde gemensamma minimikrav på mindre marknader vad gäller tillståndskriterier, handelsregler, deltagande, informations- och rapporteringsplikt, samt tillsynsförfarandet. Tredje AP-fonden påpekade vidare att AP-fondernas möjligheter att investera i mindre företag vars värdepapper handlas på MTF:er skulle komma att kraftigt begränsas eftersom de skulle komma att betraktas som ”noterade” och därigenom omfattas av 5 %-gränsen. Detta vore olyckligt eftersom sådana mindre bolag ofta finns inom svenska framtidsbranscher såsom biotech och IT. Därtill påpekades att effekterna av att MTF:er inte jämfördes med reglerade marknader skulle komma att slå hårdare mot AP-fonderna än andra institutionella placerare.³ Den efterföljande propositionen angav att denna fråga krävde ytterligare beredning⁴, något som fortfarande inte har skett. Det har nu gått nära ett decennium då AP-fondernas placeringsuniversum varit mer begränsat än andra institutionella placerares, till nackdel för såväl svenska tillväxtbolag som för det svenska pensionssystemet.

MiFID II medför nu ytterligare reglering av MTF:ers verksamhet, samt inför ytterligare harmonisering av verksamheten på reglerade marknader, t.ex. vad gäller krav på handelssystem; synkronisering av klockor, marknadsgaranter, och avgiftsstrukturer.

Därtill införs en ny typ av marknadsplatser, så kallade ”OTF:er”, multilaterala system för handel med obligationer, strukturerade finansiella produkter, utsläppsrätter och/eller derivat. Drift av en sådan OTF kräver också tillstånd.

Detta innebär att det framöver kommer att finnas tre typer av handelsplatser inom EES:

- Reglerade marknader;
- MTF:er; och
- OTF:er.

Oavsett på vilken av de ovanstående handelsplatserna finansiella instrument handlas, ställer MiFIR vidgående transparenskrav för finansiella instrument. Information om anbud och priser (m.m.) samt genomförda transaktioner måste offentliggöras på alla dessa handelsplatser. Det finns alltså lika mycket information att tillgå för instrument handlade på reglerade marknader, MTF:er och OTF:er. Utvärderingsmöjligheterna samt underlaget för portföljbeslut bör därför vara likvärdiga, oavsett på vilken handelsplats instrumenten handlas. Det ursprungliga syftet bakom införandet av marknadsnoteringskravet avseende AP-fondernas placeringsuniversum kan därför inte motivera att åtskillnader görs mellan finansiella instrument som är noterade på en reglerad marknad och finansiella

¹ Prop. 2006/07:115, sid. 666.

² Prop. 1999/2000:46, sid. 86.

³ Tredje AP-fondens remissvar den 18 augusti 2006 avseende betänkandet SOU 2006:50: En ny lag om värdepappersmarknaden och supplementet SOU 2006:74.

⁴ Prop. 2006/07:115, sid. 666.

instrument som handlas på MTF:er eller OTF:er. Om ingen ändring görs i AP-fondslagen, kommer AP-fondernas placeringsregler även fortsättningsvis vara begränsade till att enbart omfatta reglerade marknader.

Samtidigt blir allt färre utländska marknader helt jämförbara med reglerade marknader, bl.a. därför att marknadernas rapporteringsskyldighet för aktier, aktierelaterade instrument, obligationer, strukturerade finansiella produkter, utsläppsrätter och derivatinstrument nu harmoniseras. Därtill kan det antas att inte oväsentliga delar av obligationsmarknaden kan komma att flyttas till MTF- eller OTF-plattformar.

Sammantaget kommer dessa omständigheter i praktiken att leda till ytterligare en begränsning av AP-fondernas placeringsuniversum.

Utsläppsrätter

Tillägget av utsläppsrätter som ett separat finansiellt instrument reser frågan huruvida, och i vilken utsträckning, AP-fonderna kan investera i utsläppsrätter som en del av förvaltningen.

Av 4 kap. 3 § AP-fondslagen följer att AP-fondernas förvaltning av fondmedlen som huvudregel ska ske genom placeringar på *kapitalmarknaden*.

I propositionen anges följande:

”En gemensam nämnare för de placeringsmöjligheter som bör gälla för buffertfonderna är att medlen placeras i finansiella tillgångar såsom värdepapper, fondandelar eller andra finansiella kontrakt som utges på kapitalmarknaden.”⁵

Vidare anges att:

”Placeringar skall få ske i alla förekommande instrument på kapitalmarknaden som är marknadsnoterade och omsättningsbara.”⁶

Vid implementeringen av MiFID i Sverige angavs uttryckligen i propositionen att utsläppsrätter inte var att anse som finansiella instrument.⁷ Den otydlighet i MiFID som möjliggjorde regeringens ställningstagande i propositionen har nu alltså ändrats genom MiFID II, och utsläppsrätter som består av enheter som erkänts med avseende på kraven i EU:s system för handel med utsläppsrätter skall alltså uttryckligen ses som finansiella instrument. Utifrån denna bedömning torde utsläppsrätter (i vart fall enligt EU:s handelssystem) alltså kunna ses som utgivna på kapitalmarknaden.

Då utsläppsrätter emellertid i allmänhet handlas på råvarumarknader finns ett behov av ett förtydligande uttalande kring huruvida AP-fonderna framöver skall kunna investera i utsläppsrätter.

Handel med Råvaruderivat

Enligt 4 kap. 12 § AP-fondslagen får AP-fonderna inte placera fondmedlen i optioner, terminer eller andra likartade finansiella instrument med råvaror som underliggande tillgång (härefter gemensamt benämnda ”**Råvaruderivat**”). Propositionen till AP-fondslagen motiverade detta förbud framförallt med att placeringar i råvaror vid den tiden i princip inte ingick i traditionell kapitalförvaltning.⁸

Råvaruderivat är dock idag en naturlig del i traditionell kapitalförvaltning, vilket även Betänkandet tycks utgå ifrån. Även om den principiella frågan om AP-fondernas möjlighet att investera i Råvaruderivat bör utredas i ett separat forum, vill AP-fonderna i samband med att regleringen av

⁵ Prop 1999/2000:46, sid. 85 f.

⁶ Prop 1999/2000:46, sid. 2.

⁷ Prop. 2006/07:115, sid. 285.

⁸ Prop 1999/2000:46, sid. 85 f.

handeln med Råvaruderivat nu utvecklas framföra att det i Propositionen till AP-fondslagen angivna skälet till förbudet av investeringar i Råvaruderivat inte längre torde kunna anses gälla.

Sanktioner riktade mot styrelseledamöter och verkställande direktörer i finansiella bolag

Betänkandet har föreslagit ändringar i 25 kap. LVM medförande att sanktionsavgifter avseende ett aktiebolags överträdelse ska kunna meddelas även mot styrelseledamöter, verkställande direktörer eller ersättare för någon av dem. Förslaget väcker ett antal fundamentala frågeställningar och AP-fonderna vill här hänvisa till Andra-, Tredje- och Fjärde AP-fondernas gemensamma remissyttrande den 23 januari 2015 avseende betänkandet Ändrade informationskrav på värdepappersmarknaden (SOU 2014:70).

Algoritmisk arbitragehandel

AP-fonderna anser att förslagen kring reglering av algoritmisk arbitragehandel i sig är bra, men Betänkandet innehåller en del påståenden om, och beskrivningar av, algoritmisk handel som AP-fonderna inte instämmer i.

Algoritmhandelns betydelse för effektivitet på marknaden

Betänkandet framställer algoritmisk arbitragehandel som något som endast i undantagsfall fungerar eftersom marknaderna normalt sett är effektiva. Det är snarare så att arbitragehandel, algoritmisk eller annan, är nödvändig för att säkerställa en effektiv marknad och att tillgångar som handlas på olika handelsplatser handlas till samma priser oavsett handelsplats. Särskilt för små investerare som inte har tillgång till avancerade routing- eller motsvarande system, är det en stor fördel om det finns aktörer på marknaden som omedelbart ser till att ny information avspeglas på alla platser där handel av en viss tillgång, eller derivat, sker. Detta minskar risken att den lilla investeraren handlar utifrån gammal information och därmed till felaktiga priser. Detsamma gäller när algoritmhandlaren reagerar på stora flöden i marknaden, t.ex. aktivitet från stora investerare. Att en algoritmhandlare ser till att ett nytt pris på en tillgång på en viss handelsplats snabbt sprider sig till alla handelsplatser där tillgången handlas är naturligtvis till nytta för aktörerna på de andra handelsplatserna. Man kan därför hävda att algoritmisk arbitragehandel på detta sätt är en nödvändighet för korrekt prissättning, inte minst efter att börsmonopolen upphört.

Högfrekvenshandelns inverkan på intresset för korrekta bolagsvärderingar

På sidan 378-379 i Betänkandet anges att en av nackdelarna med algoritmisk arbitragehandel och algoritmisk högfrekvenshandel är att verksamheten skadar andra investerare. Ett exempel som ges är att en högfrekvenshandlare, genom att upptäcka en delorder från en institutionell investerare, kan förutse nästa delorder och därmed hinna placera en egen order innan den institutionella investerarens nästa delorder. Detta innebär i sin tur att den institutionella investerarens transaktionskostnader kommer att öka. Betänkandet menar att en högfrekvenshandlare alltså på detta sätt får del av andra investerarens förtjänster enbart på grund av förmågan att hinna före samt en analys av andra investerarens agerande, inte av tillgången själv. Betänkandet anför att högfrekvenshandlaren på så sätt minskar de analyserande investerarnas vinster och därmed gör det mindre lönsamt för dessa att ägna sig åt analys och bedömning av tillgången i sig. Detta förmodas i sin tur leda till att det blir mindre lönsamt att ägna sig åt analyser som bidrar till att åstadkomma en korrekt prissättning av värdepapper.

Det beskrivna fenomenet är emellertid inte nytt och inte heller specifikt för högfrekvenshandel. Inträdet av högfrekvenshandlare innebär snarare att en mer teknologiskt sofistikerad typ av aktör har anslutit sig till de spekulanter och mellanhänder som sedan länge har agerat på detta sätt. Huruvida denna typ av beteende är ett större problem idag än tidigare torde vara en empirisk fråga som kräver omfattande studier för att kunna ge ett korrekt svar.

Sammanfattning

AP-fonderna noterar att de föreslagna ändringarna i LVM och LHF inte har någon direkt inverkan på AP-fondernas verksamhet, varför de huvudsakliga kommentarerna i detta yttrande avser det faktum att Betänkandet inte föreslår någon ändring av AP-fondslagen med tanke på de förändringar av värdepappersmarknaden som MiFID II och MiFIR innebär. Det har gått nära ett decennium sedan AP-fondernas placeringsuniversum vad gäller aktier och obligationer begränsades till reglerade marknader, medförande försvårade möjligheter att investera i svenska framtidsbranscher såsom exempelvis ovan nämnda IT och biotech, men även exempelvis vindkraft och andra alternativa energikällor. Förutom den nackdel som detta inneburit för svenska tillväxtbolag har det även medfört långsiktiga investeringsnackdelar för det svenska pensionssystemet.

Att MiFID II nu uttryckligen lägger till utsläppsrätter som ett separat finansiellt instrument torde medföra att åtminstone utsläppsrätter enligt EU:s handelssystem är att anse som utgivna på kapitalmarknaden. Utsläppsrätter handlas emellertid allttjämt i allmänhet på råvarumarknader, varför AP-fondernas möjlighet att framöver kunna investera i utsläppsrätter kräver ett förtydligande uttalande. Det kan i anslutning till detta även diskuteras om inte AP-fondernas möjlighet att investera i Råvaruderivat bör utredas vidare i ett separat forum, eftersom dessa idag blivit en naturlig del av många kapitalförvaltares verksamhet.

De ändringar i 25 kap. LVM som föreslås medförande att sanktionsavgifter ska kunna meddelas även mot styrelseledamöter, verkställande direktörer eller ersättare för någon av dem väcker ett antal fundamentala frågeställningar och AP-fonderna hänvisar till Andra-, Tredje- och Fjärde AP-fondernas remissyttrande avseende betänkandet Ändrade informationskrav på värdepappersmarknaden (SOU 2014:70).

AP-fonderna vill även påpeka att de föreslagna reglerna kring algoritmisk arbitragehandel är bra, men att vissa därtill angivna skäl inte helt synes överensstämma med AP-fondernas egna erfarenheter, f.f.a. avseende algoritmhandels betydelse för effektiviteten på marknaden, samt en korrekt prissättning.

Sammanfattningsvis är AP-fondernas viktigaste iakttagelse av Betänkandets förslag att nödvändiga följdändringar i AP-fondslagen saknas.

Stockholm, den 11 maj 2015

FÖRSTA AP-FONDEN

Johan Magnusson
Verkställande direktör

Teresa Isele
Compliance Officer / Jurist

ANDRA AP-FONDEN

Eva Halvarsson
Verkställande direktör

Martin Jonasson
Chefsjurist

TREDJE AP-FONDEN

Kerstin Hessius
Verkställande direktör

Mikael Sedolin
Chefsjurist

FJÄRDE AP-FONDEN


Mats Andersson
Verkställande direktör


Ulrika Malmberg Livijn
Chefsjurist

