

Svenska Fondhandlareföreningen och Brexit¹

2018-06-05

Sammanfattning:

- En överenskommelse mellan EU 27 och Storbritannien som nära knyter London och den brittiska marknaden till den svenska och europeiska värdepappersmarknaden även efter ett brittiskt utträde är av största vikt.
- En hård Brexit kan medföra allvarliga störningar på värdepappersmarknaderna i EU. Om en hård Brexit är oundviklig måste åtgärder vidtas av medlemsstaterna och kommissionen för att mildra effekterna för värdepappersmarknaderna i EU.
- För att mildra effekterna av en hård Brexit är det av största vikt att Storbritannien utan dröjsmål godtas som tredje land i enlighet med reglerna om ekvivalens i främst EMIR och MiFID II.
- Åtgärder behöver vidtas så att ingångna avtal och transaktioner på värdepappersmarknaden kan fullföljas utan hinder av ett brittiskt utträde ur EU.

Inledning

Svenska Fondhandlareföreningen representerar gemensamma intressen för företag som bedriver värdepappersrörelse i Sverige. Föreningens övergripande mål är en hållbar, stark och effektiv svensk värdepappersmarknad. De gemensamma intressena och föreningens syfte utgör också bakgrund till föreningens synpunkter på de pågående förhandlingarna om villkoren för Storbritanniens utträde ur EU (Brexit).

De riktiga förhandlingarna om Storbritanniens utträde ur EU och om villkoren för de fortsatta relationerna mellan EU 27 och Storbritannien efter utträdet har pågått i drygt ett år. Hittills har förhandlingarna kännetecknats av ett steg framåt och i nästa stund, bakslag. Om utgången av dessa förhandlingar är det i dagsläget svårt, för att inte säga omöjligt, att förutspå.²

¹ Denna promemoria är avsedd att såsom föreningens ståndpunkter presenteras för berörda myndigheter och andra intressenter i Sverige.

² Vid diskussioner med representanter för Storbritanniens har dessa var relativt optimistiska om en övergångsperiod fram till den 31 december 2020 medan å andra sidan EU-kommissionens företrädare varit mer försiktiga och uppmanat marknadens aktörer att förbereda sig på en hård Brexit den 29 mars 2019.

SVENSKA
FONDHANDLARE
FÖRENINGEN

Storbritannien och London utgör en väsentlig och central del av den europeiska värdepappersmarknaden och har en mycket stor betydelse för den svenska marknaden, svenska banker och värdepappersbolag.

I december 2017 verkade parterna i princip överens om den första delen av förhandlingarna, nämligen om villkoren för Storbritanniens utträde ur EU. Beträffande hur Storbritanniens kostnader i form av ersättning till EU för utträde ska beräknas och rättigheterna för medborgare i EU bosatta i Storbritannien respektive medborgare i EU bosatta i Storbritannien var parterna helt överens. Beträffande gränsen mellan Nordirland och Irland vid ett brittiskt utträde föreligger fortfarande en betydande osäkerhet och parterna verkar stå relativt lång ifrån varandra.

Vidare ansåg rådet i december 2017 att det hade gjorts tillräckliga framsteg för att förhandlingarna skulle kunna gå in i sin andra del, nämligen dels om det kompletta avtalet om Storbritanniens utträde inklusive villkoren för en övergångsperiod efter Storbritanniens utträde den 29 mars 2019 som skulle sträcka sig till den sista december 2020, dels om en stomme till ett framtida handelsavtal mellan EU 27 och Storbritannien. Enligt uppgift från Ward Mühlmann från kommissionens Task Force Article 50, var parterna i maj 2018 överens om 75 % av utträdesavtalet. Återstår att lösa gör bl.a. den irländska frågan, EU-domstolens jurisdiktion under övergångstiden och dataskyddsfrågor.³

Det kan anmärkas att EU inte kan ingå något handelsavtal med Storbritannien under den tid som Storbritannien fortfarande är medlem.

Enligt tidtabellen bör förhandlingarna om villkoren för Storbritanniens utträde, övergångstiden och stommen till handelsavtal vara klara i oktober 2018 för att rådet, EU:s medlemsstater, Europaparlamentet och Storbritanniens parlamentet ska hinna godkänna villkoren för Storbritanniens utträde före den 29 mars 2019.

I dagsläget är följande resultat av förhandlingarna fortfarande möjliga.

För det första, att EU 27 och Storbritannien kommer överens om villkoren för Storbritanniens utträde vilket innebär en övergångsperiod till den sista december 2020. Under övergångsperioden ska de detaljerade förhandlingar om ett handelsavtal slutföras. Detta är den lösning som parterna, EU 27 och Storbritannien, föredrar.

En andra möjliga utgång är att utträdesavtalet inte godkänns. I så fall lämnar Storbritannien EU utan avtal den 29 mars 2019 och en hård Brexit är ett faktum. Detta utgör det så kallade "cliff edge" scenariot som parterna till varje pris vill undvika.

³ Uppgift vid nordiskt seminarium den 2 maj 2018 i Köpenhamn arrangerat av Nordic Securities Dealers Association.

SVENSKA
FONDHANDLARE
FÖRENINGEN

En tredje möjlig utgång är att parterna kommer överens om villkoren för Storbritanniens utträde men inte lyckas träffa något avtal om de framtida relationerna. I detta fall blir det en hård Brexit den sista december 2020.

Det finns även andra möjligheter. En möjlighet är att rådet (dvs. EU 27) går med på att förlänga tiden som anges i artikel 50. Utöver att det krävs enhällighet bland medlemsländerna i rådet (dvs. EU 27) behövs även stöd från den brittiska regeringen. Eftersom den engelska regeringen verkar ha bundit upp sig för att Storbritannien ska utträda ur EU den 29 mars 2019 är denna utgång mindre trolig, i vart fall för närvarande. Vidare kan faktiskt Storbritannien före den 29 mars 2019 besluta om att vara kvar i EU. Företrädare för kommissionen, president Juncker, och rådet, president Tusk, har ställt sig positiva till ett sådant förfarande. Denna upplösning av Brexit-frågan är dock mindre trolig eftersom den sannolikt kräver en ny folkomröstning i Storbritannien.

Brist på förberedelsestid

Sedan folkomröstningen i Storbritannien har det diskuterats intensivt om villkoren för Storbritanniens utträde ur EU 27 och hur utträdet ska ske. Marknadsaktörer i Sverige och givetvis även Svenska Fondhandlareföreningen har hela tiden betonat vikten av att marknaden får tid på sig att förbereda sig för ett brittiskt utträde genom att villkoren blir kända i god tid.

Skälen för marknadens krav på förberedelsestid är uppenbara. Den svenska värdepappersmarknaden är tätt sammankopplad med marknaden i London. London är det ledande finansiella centret i Europa med ett väl fungerande nätverk av aktörer, mellanhänder, institutionella investerare och emittenter som biträds av experter på finansiella tjänster såsom advokater och revisorer. Det är i London som en stor del av utvecklingen av marknaderna sker och många finansiella innovationer kommer till stånd. I London finns dessutom central infrastruktur för den europeiska finansmarknaden, t.ex. London Stock Exchange, London Clearing House och CLS (avveckling- och nettingverksamhet rörande valuta).

I London utförs en oerhörd mängd affärer och stora transaktioner, viktiga avtal träffas och emissioner placeras. Dessa affärer utförs i betydande omfattning genom standardavtal och andra avtal som pekar ut engelsk rätt som tillämplig och engelska domstolar som behöriga att slita tvister.

Storbritanniens begäran om utträde ur EU har medfört en stor och mycket kostsam administrativ börda för föreningens medlemmar. Konsekvenserna av Storbritanniens utträde har av varje medlem analyserats noga, avtal och transaktioner med brittisk anknytning har genomgått och granskats och medlemmarna har varit tvungna att positionera sig för en framtida marknad med stor osäkerhet om Storbritanniens roll och status.

SVENSKA
FONDHANDLARE
FÖRENINGEN

Som förhandlingsläget ser ut i dagsläget kommer det först under senhösten 2018 att bli klart hur utträdet ska gå till. Denna brist på besked har i praktiken inneburit att alla berörda marknadsaktörer varit tvungna att förbereda sig på flera olika utfall innefattande även en hård Brexit redan den 29 mars 2019.

I dagsläget föreligger det en avsevärd risk för en hård Brexit den 29 mars 2019. Vid en hård Brexit lämnar Storbritannien EU utan avtal om de fortsatta relationerna rörande finansiella tjänster. Ett sådant utträde innebär att Storbritannien enligt EU-terminologin får status som tredjeland och att tillträdet till den inre marknaden för finansiella tjänster begränsas för marknadsplatser, värdepapperscentraler, centrala motparter, andra kapitalmarknadsinfrastrukturenheter, banker och värdepappersbolag med säte i Storbritannien. Utträdet får givetvis betydande följder för svenska finansiella institut och andra institut från EU med etablering i Storbritannien men även för den svenska marknaden genom att exempelvis handeln på marknadsplatser i Sverige till väsentlig del sker från London och handeln med vissa instrument är koncentrerad till London, exempelvis valuta och derivatinstrument.

När det gäller övergångstid gavs i december 2017 relativt positiva besked men frågan är fortfarande inte slutligt avgjord. Föreningen kan därför konstatera att den fortsatta osäkerheten och brist på besked innebär en fortsatt administrativ börda och höga kostnader för våra medlemmar och att många beslut måste tas under stor osäkerhet.

Föreningens generella synpunkter

Våra medlemmar och föreningen har enligt förmåga försökt att kartlägga vilka problem som kan komma att föreligga vid en Brexit och hur dessa problem kan hanteras. Ett arbete som omfattar genomgång av avtal med brittisk/engelsk anknytning, granskning av samarbetspartner och motparter i Storbritannien samt analys av aktuella regelverk. Detta mycket omfattande och betungande arbete genomförs tyvärr under en betydande osäkerhet om tidpunkt och villkor för Storbritanniens utträde.

Problemet med ovissheten och osäkerhet kring utträdet har behandlats i föregående avsnitt. Föreningen beklagar djupt att EU 27 och Storbritannien inte lyckats komma överens i god tid och därmed minskat den kostsamma osäkerheten för näringslivet, i vårt fall värdepappersmarknadens aktörer i Sverige.

Inledningsvis kan konstateras att marknadsaktörerna kan vidta en mängd olika åtgärder för att förbereda sig på Storbritanniens utträde. Det finns emellertid begränsningar för marknadsaktörernas möjligheter i vissa avseenden. Ett stort problem är löpande avtal och ingångna transaktioner. Det kan i vissa fall röra sig om avtal som ingåtts före den brittiska folkomröstningen och före Storbritanniens ansökan enligt artikel 50 om utträde ur EU. Ett annat uppenbart problem är på derivatsidan kravet på obligatorisk clearing av vissa instrument eftersom det idag saknas alternativ till LCH för vissa derivatinstrument.

SVENSKA
FONDHANDLARE
FÖRENINGEN

På värdepappersmarknaden föreligger på den professionella sidan i motsats till på bank- och försäkringsområdet ett relativt stort utrymme för ekvivalensprövning av institut från tredje land. Ett positivt besked om ekvivalens innebär exempelvis att ett institut får tillträde till den inre marknaden för finansiella tjänster. Beslut om ekvivalens tas av kommissionen, vanligen efter råd från Esma, och utgör ett ensidigt beslut som när som helst kan återtas av kommissionen. Storbritanniens lagar och tillsynsverksamhet kommer med all sannolikhet att vara likvärdiga EU:s vid ett utträde. För att undvika ett glapp eller mellanrum mellan Storbritanniens utträde och beslut om ekvivalens bör kommissionen i förväg vidta alla åtgärder som krävs för att möjliggöra ekvivalensbeslut i nära anknytning till utträdet.

En ytterligare generell fråga är överföringen av data mellan institut inom EU27 och institut i Storbritannien efter utträdet. Enligt föreningens bestämda uppfattning bör avtal träffas – oavsett utgången av förhandlingarna i övrigt – som medger överföring av data mellan EU27 och Storbritannien.

Kontraktskontinuitet

Termen kontraktskontinuitet täcker olika frågor som kan påverka främst avtal och transaktioner mellan institut i EU 27 och institut i Storbritannien som har träffats före Storbritanniens utträde men frågor kan också uppstå om nya avtal och transaktioner beroende utgången av förhandlingarna mellan EU 27 och Storbritannien. Utgångspunkten för den fortsatta diskussionen i detta avsnitt är att något avtal om en övergångsperiod inte har träffats och att det saknas ekvivalensbeslut antagna av kommissionen. När det gäller kontraktskontinuitet har branschorganisationer såsom ISDA identifierat att derivatavtal är särskilt viktiga och att det på detta område föreligger en stor risk för problem på finansmarknaderna vid en hård Brexit.

Vid en hård Brexit kommer brittiska finansiella institut inte att kunna utnyttja rätten att utföra affärsverksamhet i EU med stöd av friheten att etablera sig och friheten att tillhandahålla finansiella tjänster. Detsamma gäller för finansiella institut med säte i EU27 och deras möjligheter att tillhandahålla tjänster i Storbritannien. Detta är av oerhört stor betydelse för alla finansiella institut som erbjuder tjänster och produkter med stöd av EU passet. På värdepappersmarknaden gäller detta särskilt värdepappersinstitut, reglerade marknader, centrala motparter, centrala värdepappersförvarare och andra infrastrukturerheter på kapitalmarknaden.

Enligt EMIR får inte en central motpart (CCP) i Storbritannien vid en hård Brexit utföra tjänster åt motparter i EU 27 utan godkännande av Esma (s.k. recognized CCP). Motparter från EU 27 kan därför inte använda en central motpart i Storbritannien för sådana instrument som är föremål för obligatorisk clearing (vissa ränte- och kreditderivat). Enligt teorin ska motparter ifrån EU 27 avsluta sina positioner i den centrala motparten i Storbritannien och flytta dem till en central motpart i EU. I dagsläget är situationen mycket oklar eftersom det för vissa

SVENSKA
FONDHANDLARE
FÖRENINGEN

instrument inte ens finns en central motpart inom EU 27 som clearar dem och det framstår som mycket osäkert om en sådan central motpart kommer att finnas vid exempelvis en hård Brexit den 29 mars 2019. Det ska även noteras att en flytt av ingångna kontrakt från en central motpart till en annan central motpart i dagsläget varken är tekniskt eller praktiskt möjlig. Det framstår som en mycket komplicerad och känslig uppgift att alla motparter från EU 27 skulle kunna dra sig ut ur central motpartsclearing i Storbritannien utan konsekvenser (risker) för det finansiella systemet. Såvitt känt har ingen realistisk utväg ur detta dilemma presenterats. LCHs betydelse för den svenska marknaden är oerhört stor. Som exempel kan nämnas att LCH clearar över 90 procent av den svenska, systemviktiga, räntehandeln. Hittills i år (till mitten av mars) har LCH clearat transaktioner i SEK som uppgår till cirka 24 000 miljarder.⁴ Till detta bör läggas att den icke obligatoriska clearing i en central motpart i Storbritannien vid en hård Brexit på grund av kapitaltäckningsregler kommer att bli betydligt mer kostsam än clearing i en central motpart i EU 27.

Avtal eller kontrakt rörande finansiella tjänster ingås mellan finansiella institut i EU 27 och institut i Storbritannien exempelvis med stöd av MiFID II. Det kan vara fråga om långvariga avtalsrelationer. Fråga uppstår hur en hård Brexit kan komma att påverka sådana avtal eller kontrakt. Denna fråga har diskuterats relativt flitigt särskilt med derivatkontrakt i åtanke. Beträffande avtal i allmänhet har diskuterats om ett avtal med en brittisk motpart på grund av det faktum att Storbritannien lämnar EU kan innebära att avtalet är ogiltigt eller inte behöver fullföljas med stöd av rättsliga figurer såsom force majeure och förutsättningsläran. Ur ett rent svenskt perspektiv framstår det som mindre sannolikt att en svensk domstol skulle göra en sådan bedömning men frågan är hur en sådan situation skulle bedömas i Storbritannien? De finns de som argumenterar att en engelsk domstol skulle kunna komma till slutsatsen att ett avtal som styrs av engelsk rätt skulle kunna vara ogiltigt p.g.a. Brexit med hänvisning till engelska rättsgrundsatser såsom frustration, statutory illegality m.m. Vi har också svårt att se att svensk rätt i allmänhet skulle medföra att en viss del av ett avtal eller hela avtalet skulle bli ogiltigt på grund av att motparten inte har tillstånd enligt EU:s regler och svenska lagar och föreskrifter. Denna bedömning bör dock kompletteras med en noggrann analys av regelverk såsom EMIR och MiFID II. Sammantaget är det nog inte svensk rätt som utgör något större problem utan engelsk rätt. Främst för att de flesta avtal och transaktioner har ingåtts eller utförts i enlighet med engelsk rätt och med domstol i Storbritannien som forum.

När det gäller derivatkontrakt har exempelvis ISDA analyserat om vissa händelser rörande ett derivatkontrakt (s.k. lifecycle event) kan anses medföra att en ny transaktion ingås som kräver att vissa regler iakttas. Rörande händelser såsom betalning, leverans, avveckling, utövande av option eller överföring av säkerheter synes mening vara att dessa händelser utgör en tillämpning av kontrakt och således inte en ny transaktion. Däremot verkar vissa andra

⁴ Finansinspektionens rapport Stabiliteten i det finansiella systemet den 29 maj 2018.

SVENSKA
FONDHANDLARE
FÖRENINGEN

händelser rörande ett derivatkontrakt kunna ge anledning att kontraktet ses som ett nytt sådant och således medföra krav på tillstånd som exempelvis värdepappersinstitut eller kreditinstitut. Exempel på sådana händelser är väsentliga tillägg till eller ändringar av kontraktet, rullande av en öppen position, novation med en tredje part, portföljkompression och avslutande av en transaktion genom att parterna ingår en s.k. offsetting transaktion.

När det gäller derivatkontrakten är det viktigt att framhålla att en väsentlig del av de transaktioner som görs i London utgör en hedge för de underliggande transaktioner som svenska institut gör med kunder på institutens hemmamarknader. Om svenska finansiella institut inte kan hedga ut kundtransaktioner med motsvarande eller liknande transaktioner med motpart i London kommer det att bli svårt att göra de bakomliggande transaktionerna med kunderna på hemmamarknaden. Risken är stor att transaktionen inte kan utföras eller utförs med betydligt större riskmarginal och till högre kostnader.

Övrigt

Vikten av att en överenskommelse träffas som medger överföring av data mellan EU27 och Storbritannien efter ett utträde kan inte nog understrykas.

Det är vidare av vikt att tillsynsmyndigheterna i EU 27 och i Storbritannien har ett nära samarbete och mycket noga analyserar de risker som "cliff edge" scenariot kan medföra för värdepappersmarknaderna i EU. En hård Brexit kan bidra till betydande problem på den europeiska värdepappersmarknaden med hänsyn till att London som finansiellt centrum är av väsentlig betydelse för denna marknad.

En särskild fråga vid granskningen av avtal med motparter och samarbetsparter är reglerna om outsourcing.

Vidare skulle en ingående analys behövas om hur kunder och investerare på värdepappersmarknaden påverkas av Brexit. Vad innebär ett utträde av Storbritannien för placeringsreglementen och för tillgången till vissa typer av instrument och motparter? Vidare hur kommer Brexit att påverka likviditet, prissättning och kostnader vid handeln med finansiella instrument för kunder och investerare inom EU 27? Med stor sannolikhet kommer Brexit att leda till sämre likviditet och ökade kostnader för slutkunder och investerare. Hur stor påverkan kommer att bli är dock ännu för tidigt att säga.

Avslutande ståndpunkter

Fondhandlareföreningen beklagar djupt Storbritanniens beslut att lämna EU. London är ett mycket viktigt centrum för den europeiska och svenska värdepappersmarknaden. Enligt föreningens uppfattning borde det vara högt prioriterat i förhandlingarna mellan EU 27 och Storbritannien att träffa en överenskommelse som nära knyter London och den brittiska marknaden till den europeiska värdepappersmarknad även efter ett utträde.

**SVENSKA
FONDHANDLARE
FÖRENINGEN**

En hård Brexit den 29 mars 2019 bör undvikas av EU 27 och Storbritannien. Om en sådan är oundviklig måste åtgärder vidtas för att mildra effekterna för värdepappersmarknaderna i EU. Det är av synnerlig vikt att undvika allvarliga störningar på marknaderna och risker för det finansiella systemet.

Vad som sagt om godtagande av clearing genom central motpart i ett tredje land (LCH) LCH, ekvivalensbedömning utan glapp och regler som innebär att ingångna avtal kan fullföljas utan hinder av det brittiska utträdet gäller givetvis även om parterna inte kommer överens om de framtida relationerna och detta resulterar i en hård Brexit den sista december 2020.

Fondhandlareföreningen är positiva till att ett avsnitt om finansiella tjänster tas in i ett framtida handelsavtal mellan EU 27 och Storbritannien. Beträffande innehållet anser föreningen svenska finansiella instituts möjlighet att delta i handeln på finansmarknaden i Storbritannien och brittiska i handeln i Sverige är en prioriterad fråga.

Föreningen vill avslutningsvis betona vikten av att åtgärder vidtas för att ingångna avtal och transaktioner kan fullföljas, att marknadsplatser och centrala motparter i Storbritannien godtas samt att kommissionen vidtar åtgärder för undvikande av ett glapp mellan det brittiska utträdet och beslut om ekvivalens.

**SVENSKA
FONDHANDLARE
FÖRENINGEN**