KRISTINA L. GÜTTE, Reguliering finanzieller Referenswerte. Der aufsichtsrechtliche Rahmen zur Verhinderung von Referenswertmanipulationen — Eine Analyse der Benchmark Regulation (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktsrecht 84), Mohr Siebeck, Tübingen 2020, 468 s.

Kristina L. Gütte disputerade under vinterterminen 2019/20 vid universitetet i Bayreuth med sin avhandling om den unionsrättsliga regleringen av referensvärden genom *Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2016/1011 av den 8 juni 2016 om index som används som referensvärden för finansiella instrument och finansiella avtal eller för att mäta investeringsfonders resultat* (”BMR”[1]), som gäller fr.o.m. den 1 januari 2018. BMR är ett resultat av dels den nyfunna regleringsivern efter den stora ”finanskrisen”[2] 2007/08, dels de exempel på manipulation av olika referensvärden (finansiella index) som avslöjades och beivrades i samband med krisen.[3] För svensk del är regleringen högaktuell. Swedish Financial Benchmark Facility AB (SFBF) lämnade den 27 december 2021 in en ansökan till Finansinspektionen (FI) om att få auktoriseras som administratör av den svenska referensräntan Stibor (Stockholm Interbank Offered Rate), som är ett ”kritiskt referensvärde” enligt BMR.[4] Redan datumen påvisar ett drag i den tyskspråkiga akademiska juridiska litteraturen som också Güttes bok är ett exempel på: den vetenskapliga litteraturen behandlar nästan omedelbart ny lagstiftning också inom unionsrätten. Inom mitt särskilda intresseområde — de finansiella marknadernas juridik — gäller detta i mycket hög grad; och den tyskspråkiga litteraturen utgör inte sällan den enda tillgängliga litteraturen på området.

Genom BMR införs en gemensam ram i syfte att säkerställa att de index som används som referensvärden i finansiella instrument och finansiella avtal eller för att mäta investeringsfonders resultat i unionen är rättvisande och inte utsätts för otillbörlig påverkan. Förordningen anges därmed bidra till en väl fungerande inre marknad samtidigt som en hög skyddsnivå för konsumenter och investerare uppnås. BMR innehåller en

[1] ”BMR” står för ”Benchmark Regulation”.

[2] Huruvida det rörde sig om en systemimmanent kris för det finansiella systemet eller om en politiskt genererad makroekonomisk kris som yttrade sig främst i det finansiella systemet kan diskuteras (se t.ex. D. Hanqvist, ”Den offentligrättsliga reaktionen på finanskrisen (I): Problemformulering och orsaker”, FT 2011 s. 57 och ”*Caeci caecos ducentes*: Regleringen av bostadskrediter efter finanskrisen”, JT 2019–20 s. 533, i båda fallen med hänvisningar). Synen på de olika regleringsinitiativen påverkas självklart av hur man ser på orsakerna till krisen. Om man som jag ser de politiska och lagstiftningsmässiga ingreppen i och manipulationerna av det finansiella ekosystemet som den grundläggande orsaken, framstår ytterligare sådana manipulationer inte som särskilt välbetänkta.

[3] Jag har behandlat bakgrunden till förordningen och underkastat den en kritisk granskning i ”*Rara temporum felicitate*: åsiktsfriheten och EU-förordningen om referensvärden”, JP 2018 s. 147.

[4] Se https://fi.se/sv/publicerat/nyheter/2021/ansokan-om-auktorisation-som-administrator–stibor-far-fortsatta-anvandas-medan-fi-provar-ansokan/. Stibor diskuteras principiellt (men från tiden före BMR) i D. Hanqvist, ”Finansmarknadernas referensräntor — särskilt om STIBOR”, JP 2013 s. 81.

omfattande och delvis mycket detaljerad reglering, varav endast en del kan beröras här. BMR utgör inte någon fullständig lagstiftning i sig. Förutom de tillägg och justeringar som kan krävas enligt nationell rätt har Europeiska värdepappersmyndigheten (”Esma”) fått i uppdrag att utarbeta förslag till tekniska standarder på en rad punkter som kommissionen sedan ska anta; Esma har också fått behörighet att utfärda riktlinjer i flera avseenden, och har publicerat svar på frågor som har ställts avseende BMR. Kommissionen har vidare fått i uppdrag att anta genomförandeakter och befogenhet att anta delegerade akter i flera avseenden. Denna ”underordnade” — men på intet sätt oviktiga — normgivning är relativt omfattande, vilket tydligt framgår av Annex II i boken, som på 4 sidor anger 23 sådana rättsakter (utan att också ange annan vägledning från t.ex. Esma).

Utöver en **Inledning** som redogör för problemformuleringen och hur undersökningen är upplagd, har Gütte delat in redogörelsen för sitt arbete enligt följande:

Kapitel 1: Ekonomiska grunder
- § 1 Den ekonomiska bakgrunden till referensvärden
- § 2 Exempel på manipulationer av referensvärden
- § 3 Beivrandet av manipulationerna

Kapitel 2: Åtgärder för att reglera referensvärden
- § 1 Krisinducerade regleringsalternativ
- § 2 Särskild reglering av index och referensvärden i unionsrättsliga akter

Kapitel 3: BMR[5]
- § 1 Institutionella ramar
- § 2 Förordningens användningsområde
- § 3 Typologi för referensvärden
- § 4 Krav på administratörer
- § 5 Krav på rapportörer
- § 6 Krav för hur referensvärden används
- § 7 Tillsynsmyndigheternas befogenheter och sanktioner

Kapitel 4: Sammanfattning

Framställningen är omfattande och detaljerad men framskrider logiskt och pedagogiskt. Boken ger en allmän översikt över förordningens bestämmelser på ett sådant sätt att den är relativt lättnavigerad. Registret i slutet av boken (4 sidor) kunde ha gjorts mer omfattande, men detta kompenseras till stor del av en på lämpligt sätt detaljerad innehållsförteckning. Gütte identifierar BMR som ett exempel på ”krisinducerad” reglering, dvs. reglering som beslutas under starkt offentligt tryck och som produceras snabbt och som därför inte medger att eventuella konsekvenser hinner utredas eller att en cost/benefit-analys meningsfullt kan genom-

[5] En betydligt mer kortfattad redogörelse för förordningens innehåll återfinns i prop. 2017/18:4 och Hanqvist (2018).

föras.[6] Sådan lagstiftning blir lätt endast en symbolhandling som inte i verkligheten uppnår de eftersträvade målen (s. 4). Hennes undersökning kan sägas gå ut på att pröva huruvida BMR har lyckats undvika de risker för icke-adekvata regler som krisinducerade åtgärder lätt resulterar i.

Överlag anser Gütte att regleringen fyller ett behov och, i stort, uppnår sitt syfte. På några punkter är hon dock kritisk. Hon understryker bl.a. den omfattande användningen av obestämda juridiska begrepp som kräver omfattande tolkningsinsatser. Vad gäller specifikt regleringen av administratörernas konkreta organisation menar hon dock att detta egentligen inte är en brist (t.ex. s. 415). BMR:s särskilda reglering av aktörer som redan omfattas av särskild sektorsspecifik reglering menar hon, däremot, går utöver vad som är ändamålsenligt; här handlar det nog mest om symbolisk lagstiftning (t.ex. s. 416). Sammantaget menar hon att förordningens principbaserade förhållningssätt och dess olika proportionalitetskrav undviker en överreglering.

På några punkter skulle jag vilja bemöta eller i alla fall problematisera några av Güttes slutsatser.

Gütte karakteriserar administratörerna av referensvärden som ”informationsintermediärer” (s. 16). Administratörerna av referensvärden är emellertid i själva verket *inte* informations*intermediärer* — de förmedlar inte existerande information, utan *genererar information som inte tidigare fanns*. Det är korrekt att administratörerna bidrar till att reducera informationsasymmetrin mellan t.ex. borgenär och gäldenär genom att erbjuda sina egna kreditvärdighetsbedömningar (s. 16), men det är just detta förhållande som gör att instituten inte är intermediärer, utan *producenter*, av information.[7]

Gütte kritiserar ”objektivitetsmyten” avseende referensvärden. Hon menar att processen med att ta fram referensvärden alltid innehåller ett visst subjektivt element, om det så bara är urvalet av data eller analysmetod (s. 21 ff.). Så lång håller jag helt med henne. Påpekandet är viktigt. Men jag tycker nog att Gütte inte riktigt drar slutsatserna av sin egen — helt

[6] Utmaningarna med att göra konsekvens- och cost/benefit-analyser har blivit föremål för både statens och den vetenskapliga litteraturens intresse (se t.ex. mina recensioner i SvJT 2017 s. 339 och SvJT 2019 s. 823).

[7] Samma principiella kritik kan riktas mot P. C. Leyens, *Informationsintermediäre des Kapitalmarkts. Private Marktzugangskontrolle durch Abschlussprüfung, Bonitätsrating und Finanzanalyse* (2017), trots att han uppmärksammar kreditbetygens subjektiva natur (även om han förefaller tro att de är en bug och inte en feature — s. 19 —, vilket tyder på ett radikalt missförstånd om vad kreditbetyg kan vara och varför det finns en marknad för dem). På motsvarande sätt identifierar Jérôme Chacornac korrekt kreditbetygen som ”opinions prédictives” (se *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers* (2014), Ch. II, Sec. 1, § 1) med ett ofrånkomligt subjektivt inslag (No. 934, s. 532), men karakteriserar ändå kreditvärderingsinstituten som ”informationsintermediärer” (No. 934, s. 529). Denna egenskap hos professionella åsikter av det slags kreditbetyg och (vissa) referensvärden utgör, påverkar inte endast deras konstitutionella ställning utan också frågor kring skadestånd för producenterna (se D. Hanqvist, *Nescia mens hominum* — Frågan om kreditvärderingsinstitutens civilrättsliga ansvar i svensk rätt. En replik till Emil Nästegård, JT 2017–18 s. 17, i polemik med E. Nästegård, *The Liability of Credit Rating Agencies to Investors — A Swedish Perspective* (2016) och Kreditvärderingsinstitutens civilrättsliga ansvar i svensk rätt, JT 2016–17 s. 852).

korrekta — iakttagelse. En förnuftig utgångspunkt vore att öppet acceptera att de referensvärden som är av intresse här delvis bildas genom de ofrånkomligt subjektiva momenten just därför att de behandlar frågeställningar som inte kan objektiviseras. Därför kan de heller inte kommuniceras, åtminstone inte verbalt eller formellt. Det handlar här om professionellt omdöme, som utgör så kallad tyst kunskap eller förmåga som är knuten till en viss person och dennas erfarenhet. Kvalitén på de subjektiva omdömena avgörs vanligen bäst genom konkurrens och inte genom offentlig reglering. Under alla omständigheter är det troligt att marknadsaktörerna kommer att välja ut det index som är mest tillförlitligt och som bäst låter sig verifieras avseende varje transaktionsslag. Här kan noteras att frånvaron av alternativ inte med nödvändighet innebär ett problem, nämligen om marknadens aktörer är tillräckligt nöjda med ett existerande index. Det förefaller som om BMR kan komma att försvåra denna sållningsmekanism. BMR omfattar nämligen explicit index som publiceras, dvs. kommuniceras till allmänheten — regleringen går sålunda ut på att det endast är sådana åsikter i de relevanta ämnena som har bildats genom processer utformade i enlighet med förordningens bestämmelser som får kommuniceras till allmänheten. Detta *försvårar* för marknaden att genomföra en utvärdering av regleringens effekter genom att det blir svårare att jämföra reglerade referensvärden med mer svårtillgängliga — men potentiellt bättre — oreglerade referensvärden. BMR kan således leda till att *den tillgängliga mängden information minskar.*[8] Minst lika allvarligt är att det subjektiva inslaget i referensvärdena med nödvändighet innebär att referensvärdena utgör *åsikter.*[9] Den aspekten går Gütte alls inte in på. BMR är ytterligare ett exempel på hur unionsrätten begränsar yttrande- och informationsfriheterna utan behörighet och i strid med våra grundlagar[10] — och vanligen utan offentlig diskussion eller något särskilt intresse från svenska politiker (som i allmänhet har röstat för införandet av de unionsrättsliga begränsningarna).

Gütte menar att BMR täcker till en ”lucka” i regleringen (t.ex. s. 412). Detta kan ifrågasättas. Varje oreglerat område — dvs. varje område där det råder frihet — kan inte betraktas som en ”lucka” i regleringen som behöver täppas till. Det är en totalitär tanke. Det torde vara riktigt att några specifika regler för referensvärden inte tidigare har funnits inom unionsrätten. Det finns heller inte särskilda bestämmelser för varje sätt på vilket t.ex. mord kan begås eller bedrägerier eller svindlerier kan genomföras. Däremot har naturligtvis referensvärden omfattats av allmänt gällande regler, såsom konkurrensrätten och marknadsmissbruksförordningen på samma sätt som annan informationsspridning (t.ex. vad gäller svindleri och marknadsmanipulation) (vilket Gütte behandlar i kapitel I, § 3, s. 49 ff.). Det är således inte fallet att den som tidigare har tillhandahållit eller använt index och referensvärden har kunnat agera

[8] Se Hanqvist (2018), s. 169 och 170.
[9] Se Hanqvist (2018), s. 167 ff.
[10] Se Hanqvist (2018), s. 177 ff.

s.a.s. i ”laglöst land”. De manipulationer som har fått motivera BMR har avslöjats och beivrats på ett tydligt och för allmänheten underkunnigt sätt under allmänna regler, utan särskild preventiv reglering.

Det går att principiellt ha en annan åsikt om proportionaliteten i BMR:s reglering än den Gütte för fram.[11] Ska regleringar bedömas räcker det inte heller att endast analysera den formella texten utan hänsyn till tillämpningen. Erfarenhetsmässigt vet vi att obestämda juridiska begrepp inte bara skapar förvirring och inkonsekvent tillämpning hos en myndighet som den svenska Finansinspektionen, utan också genom proportionalitetsprinciperna vanligen drivs mot allt hårdare och ingripande, istället för en differentierad, tillämpning. Tillsynsmyndigheten vill inte gärna ”sänka” kraven med hänvisning till proportionaliteten.[12]

Generellt kan sägas att boken är mycket välskriven. Sammanfattningen formulerar i 31 punkter över 8 sidor på ett förträffligt sätt både frågeställningarna och Güttes egna slutsatser. I en bilaga ges en schematisk överblick av förordningens bestämmelser. Boken fungerar utmärkt som ett slags handbok för den har att tillämpa förordningens bestämmelser i praktiken. Källförteckningen är omfattande (32 sidor) och värdefull inte endast vad gäller BMR utan också — i likhet med boken som helhet — mer allmänt beträffande finansiell reglering.

Dan Hanqvist

[11] Se Hanqvist (2018), s. 181 ff.

[12] Ett konkret exempel ges av hur just Finansinspektionen nyligen har hanterat ett proportionalitetskrav. I 6 kap. 2 § lagen (2017:630) om åtgärder mot penningtvätt och finansiering av terrorism föreskrivs bl.a. att, *när det är motiverat med hänsyn till verksamhetens storlek och art*, en verksamhetsutövare ska (2) utse en person att löpande kontrollera att verksamhetsutövaren fullgör sina skyldigheter enligt denna lag eller föreskrifter som meddelats med stöd av lagen (*centralt funktionsansvarig*). I lagens förarbeten sägs att en proportionerlig tillämpning av kraven endast kan åstadkommas genom att de myndigheter som meddelar föreskrifter med stöd av lagen beaktar den relativa storleken hos de verksamhetsutövare som föreskrifterna avser och tar liknande hänsyn avseende verksamhetens art och riskerna kopplade till de olika verksamhetsutövare som omfattas av lagen (se prop. 2016/17:173 s. 320). Den proportionalitet och flexibilitet som lagen och dess förarbeten ger uttryck för har dock ifrågasatts av Finansinspektionen. I sina föreskrifter säger inspektionen nämligen att *varje* företag under FI:s tillsyn ”*ska* ha en centralt funktionsansvarig enligt 6 kap. 2 § 2 lagen (2017:630) om åtgärder mot penningtvätt och finansiering av terrorism” (se 6 kap. 5 § första stycket FFFS 2017:11). Finansinspektionens tillämpning av proportionalitetsprincipen i det här fallet betyder alltså att det *alltid* skulle krävas att en centralt funktionsansvarig utses (se beslutspromemorian FI Dnr 16-2467).