



04. marts 2022  
Jr.nr. 21-016628

## **GRUND- OG NÆRHEDSNOTAT TIL FOLKETINGETS EUROPAUDVALG**

**Kommissionens forslag om ændring af forordning 2014/600/EU for så vidt angår forbedring af markedsdata transparens, fjernelse af hindringer til etablering af løbende konsolideret handelsinformation, optimering af handelsforpligtelser og forhindring af at modtage betaling for videresending af klientordre, KOM (2021) 727, og ændring af direktiv 2014/65/EU om markeder i finansielle instrumenter, KOM (2021) 726**

### **1. Resumé**

*Kommissionen præsenterede den 25. november 2021 forslag til at justere EU's forordning og direktiv om markeder for finansielle instrumenter for derigennem at forbedre forholdene for adgang til og transparens i markedsdata i EU og optimere handelsforpligtelser i EU. Forslaget er del af en pakke af forslag, der skal fremme EU's kapitalmarkedsunion.*

*Formålet med forslaget er blandt andet at forbedre vilkårene for at etablere udbydere af såkaldt konsolideret løbende handelsinformation (CTP'er). Sådanne udbydere er endnu ikke på det europæiske marked, og etableringen af en CTP skal dermed øge adgangen til handelsinformation i EU på tværs af markedspladser (børser mv.). Derudover har forslaget til formål at forbedre handelsgennemsigtighed ved køb og salg af værdipapirer ved at fjerne en række eksisterende undtagelsesmuligheder for at offentliggøre informationer om pris og volumen af handler af værdipapirer både før og efter handelen gennemføres. Det sker med det mål at skabe et forbedret indblik i likviditeten i markeder, forenkle reglerne og dermed i sidste ende forbedre priserne for slutkøberne.*

*Regeringen støtter generelt forslaget, der sikrer mere lige konkurrencevilkår, simplificerer reglerne og øger gennemsigtigheden for handler med finansielle instrumenter i EU.*

*Regeringen støtter forbedrede vilkår for at etablere udbydere af såkaldt konsolideret løbende handelsinformation (CTP'er), men vil arbejde for, at forslaget vedbliver med at være afgrænset til efterhandelsdata og at konsekvenserne for forretningsmodeller vurderes ved et kommende review. I forhold til handelsgennemsigtighed for andre finansielle instrumenter end aktier vil regeringen arbejde for, at der er en hensigtsmæssig afvejning*

*mellem gennemsigtighed og behov for tilstrækkelig markedslivlighed, så velfungerende forretningsmodeller kan fortsætte.*

## **2. Baggrund**

Kommissionen, EU-landene og Europa-Parlamentet har de senere år arbejdet på at fremme en kapitalmarkedsunion ("Capital Markets Union" – CMU) i form af en styrkelse af det finansielle indre marked for alle EU-lande.

CMU er en samlebetegnelse for forskellige lovmæssige tiltag og øvrige tiltag for alle EU-lande, der har til formål at udvikle landenes finansielle markeder og gøre det lettere og mere attraktivt at opnå finansiering og at investere på tværs af EU-landene for virksomheder, herunder små og mellemstore virksomheder (SMV'er), husholdninger og institutionelle investorer (fx pensionsselskaber).

For at understøtte arbejdet med CMU og løse nogle af udfordringerne i den eksisterende lovgivning præsenterede Kommissionen den 25. november 2021 et forslag om ændringer til det gældende direktiv om markeder for finansielle instrumenter (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID II)<sup>1</sup> og den gældende forordning om markeder for finansielle instrumenter (Markets in Financial Instruments Regulation - MiFIR)<sup>2</sup>.

MiFID II og MiFIR har fundet anvendelse siden 3. januar 2018 og danner grundlag for reguleringen af handel med finansielle instrumenter (aktier, obligationer, mv.) i EU og indeholder bl.a. krav til værdipapirhandlere (typisk pengeinstitutter og fondsmæglerselskaber) og børsoperatører (fx Nasdaq København) samt forpligtelser til at give oplysninger om handler med finansielle instrumenter, krav til rådgivning af investorer i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, produktstyring, m.v.

Den nuværende lovgivning giver bl.a. mulighed for, at der kan etableres udbydere af såkaldt konsolideret løbende handelsinformation (Consolidated Tape Providers - CTP). En CTP samler handelsinformation på tværs af EU's markeder og gør det dermed mindre ressourcekrævende for investorer at skaffe et samlet overblik over handlen med værdipapirer i EU. Ved at have handelsinformation samlet et sted bliver de finansielle markeder mindre fragmenteret, konkurrencen mellem markedspladser øges, og det bliver nemmere for investorer at vurdere, om deres handler er blevet udført til den bedste pris (såkaldt "Best Execution").

Der er ikke nogen selskaber, som har søgt om tilladelse til at være CTP under de eksisterende regler. Kommissionen fremhæver tre årsager hertil:

<sup>1</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU.<sup>2</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012.

<sup>2</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012.

1) Uklarhed omkring, hvordan udbyderen vil få adgang til data, 2) utilstrækkelig harmonisering af data, hvilket gør det omkostningstungt at konsolidere information, og 3) et fravær af kommercielle incitamenters til at være CTP.

MiFID II/MiFIR indeholder desuden rammerne for handelsgennemsigtighed i EU. Det vil sige, hvor meget information der er tilgængelig om, hvilken pris de enkelte værdipapirer er sat til salg til og kan købes til (førhandelsgennemsigtighed) og om priser og volumener i de gennemførte handler (efterhandelsgennemsigtighed). Kommissionen vurderer, at de eksisterende rammer ikke giver tilstrækkelig handelsgennemsigtighed og er for komplekse.

I forhold til handelsgennemsigtighed er der også en række tærskler for udførelsen af handler, som skal sikre, at tilstrækkelig handel foregår på gennemsigtige markeder. Det inkluderer eksempelvis den såkaldte ”Double Volume Cap”, der sætter krav om, at den samlede handel uden krav om førhandelsgennemsigtighed per aktie hverken må overstige i) 4 % af den samlede handel i aktien per markedsplads eller ii) 8 % af den samlede handel i aktien på EU-plan.

For andre instrumenter end aktier (fx realkreditobligationer) har nationale myndigheder i dag mulighed for at tillade, at information om handler (pris og volumen) offentliggøres med forsinkelse, dvs. udskudt offentliggørelse. Dette har medført forskellige niveauer af handelsgennemsigtighed på tværs af landene i EU, hvilket giver forskellige konkurrence vilkår og et kompliceret handelslandskab.

Investeringselskaber, der på systematisk og organiseret vis udfører handelsordrer på vegne af klienter uden om en markedsplads og for egen regning (såkaldte systematiske internalisatorer – SI), har i dag en reguleringsmæssig konkurrencefordel i forhold til markedspladser som fx Nasdaq København. Det skyldes, at SI'er har mere lempelige vilkår for førhandelsgennemsigtighed. Eksempelvis er en SI i dag ikke forpligtet til at offentliggøre selv mindre ordrer, som ellers ville skulle offentliggøres, hvis ordrerne var blevet indlagt hos en markedsplads.

De eksisterende regler indeholder desuden en handelsforpligtelse for aktier (Shares Trading Obligation - STO) og derivater (Derivatives Trading Obligation – DTO), som forpligter markedsdeltagere til i udgangspunktet at handle aktier og de mest likvide derivater på en markedsplads inden for EU. Handelsforpligtelsen for aktier har dog vist sig at afskære investorer fra at få adgang til de mest likvide markeder, i de tilfælde hvor disse er beliggende uden for EU.

Retsgrundlaget for forslaget er artikel 53, stk. 1, og artikel 114 i Traktat om Den Europæiske Unions Funktionsmåde (TEUF). Europa-Parlamentet og Rådet er medlovgivere. Rådet træffer beslutning med kvalificeret flertal.

### **3. Formål og indhold**

Kommissionen foreslår ændringer til både forordning og direktiv om markeder i finansielle instrumenter. Nedenfor gennemgås ændringer for hver retsakt.

#### **A. Ændringer til forordningen (MiFIR)**

##### *1. Udbydere af konsolideret løbende handelsinformation (CTP)*

Kommissionen foreslår tiltag, der skal gøre det mere attraktivt at blive CTP for en eller flere aktivklasser - aktier, børsnoterede investeringsfonde<sup>3</sup>, obligationer og derivater<sup>4</sup>.

Konkret foreslår Kommissionen, at den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) får bemyndigelse til at udvælge en CTP, som skal være eneleverandør af konsolideret løbende handelsinformation i en periode på fem år inden for hver aktivklasse. Udvælgelsen af en CTP skal ske gennem en udbudsrunde, hvor interesserede kandidater evalueres ud fra en række kriterier, inklusiv evnen til at levere en robust teknisk løsning, hastighed, datakvalitet og forventet salgspris for handelsdata.

For at fjerne uklarheder omkring, hvordan CTP'en vil få adgang til data, foreslår Kommissionen, at det gøres obligatorisk for markedsoperatører (fx Nasdaq København), investeringselskaber (fx Danske Bank) og godkendte offentliggørelsesordninger<sup>5</sup> at levere de nødvendige data til CTP'erne. Dette skal også ske så tæt på realtid som teknisk muligt.

For at gøre det mindre omkostningstungt at konsolidere data foreslår Kommissionen at indføre krav om et harmoniseret rapporteringsformat, når der rapporteres til CTP'en. Fraværet af et harmoniseret rapporteringsformat er ifølge Kommissionen en af årsagerne til, at CTP'er ikke tidligere har vundet indpas.

CTP'en vil i første omgang udelukkende samle og videreformidle data om gennemførte transaktioner (efterhandelsgennemsigtighed), mens information om købs- og salgsinteressen i de enkelte værdipapirer (førhandelsgennemsigtighed) vil kunne inkluderes på sigt.

CTP'en vil være forpligtet til at levere data så tæt på realtid som teknisk muligt (dvs. så tæt på tidspunktet for handlens gennemførelse som muligt) og på rimelige forretningsmæssige vilkår. ESMA vil skulle fastsætte, hvad der udgør rimelige forretningsmæssige vilkår for markedsdata gennem bindende standarder.

<sup>3</sup> Børsnoterede investeringsfonde kaldes også Exchange Traded Funds ETF'er.

<sup>4</sup> Et derivat er et finansielt instrument, hvor værdien af instrumentet afhænger af værdien af et underliggende aktiv, fx en aktie. Det er udelukkende derivater underlagt en clearingforpligtelse, dvs. de mest likvide derivater, som er omfattet af CTP forslaget.

<sup>5</sup> Sådanne APA-ordninger, fx NASDAQ i Stockholm for danske aktier og Marketaxess fra Holland.

Kommissionen foreslår, at den CTP, som bliver ansvarlig for at konsolidere handelsinformation om aktier, skal returnere en del af overskuddet til de regulerede markedspladser og især mindre markedspladser, som leverer data til CTP'en. Dette er for at kompensere selskaberne for omkostningerne ved at fremsende data (uden betaling i første omgang), og for at de modtager en fair andel af indtjeningen, da det potentielt påvirker markedspladsernes egne muligheder for at sælge data. En tilsvarende deling af indtjeningen med de regulerede markedspladser foreslås ikke for CTP'er, der konsoliderer handelsinformation for andre aktivklasser.

ESMA vil skulle rapportere årligt til Kommissionen med en vurdering af bl.a. CTP'ernes effektivitet, fairness og indtjening. Kommissionen har mulighed for at ændre i fordelingsnøglen vedrørende overskudsdeling for handelsinformation om aktier.

## 2. *Handelsgennemsigtighed*

Kommissionen foreslår også tiltag, der har til formål at forenkle og harmonisere regelsættet for handelsgennemsigtigheden, øge gennemsigtigheden og sikre mere ensartede vilkår for markedspladser og systematiske internalisatorer.

### 2.a. *Gennemsigtighed ved handel med aktier*

For aktier foreslår Kommissionen, at gennemsigtigheden omkring købs- og salgsinteressen i de enkelte aktier øges ved at begrænse visse undtagelsesmuligheder, fx den såkaldte reference price waiver (RPW). Under RPW kan ordrer fritages fra førhandelsgennemsigtighed, hvis købs- og salgsordrer bliver matchet i et system, hvor kursen fastlægges med henvisning til en referencekurs, der er bredt tilgængelig og af markedsdeltagerne betragtes som en pålidelig referencekurs. Denne mulighed begrænses ved, at Kommissionen foreslår en minimumsstørrelse for ordrer indlagt under RPW. Størrelsen afhænger af likviditeten i aktien. For Novo Nordisk-aktien er minimumsstørrelsen på ordren 20.000 EUR.

”Double Volume Cap” forenkles således, at loftet for handlen under begrænset handelsgennemsigtighed alene beholdes på EU-plan (dvs. der overgås til ”Single Volume Cap”), og tærsklen sænkes fra 8 % til 7 %. Det betyder, at kun 7 % af handlen må være foretaget uden førhandelsgennemsigtighed mod tidligere 8 %. Den lavere procentsats forventes at øge gennemsigtigheden og skal ses som en kompensation for, at begrænsningen beregnet på markedspladsniveau fjernes.

Gennemsigtigheden for aktiehandel via en systematisk internalisator (SI) øges, og der sikres mere lige konkurrencevilkår mellem SI'er og markedspladser. Dette sker ved at kravene til førhandelsgennemsigtighed for SI'er sidestilles med kravene til markedspladser. SI'er og markedspladser skal således offentliggøre informationer om ordrer op til ensartede tærskler. I dag gælder, at SI'er ikke behøver at offentliggøre førhandelsgennemsigtighed i størrelser over den såkaldte standard market size. Dette er nogle relativt lave værdier målt i kr., og denne undtagelse gælder kun for SI'er.

### *2.b Gennemsigtighed ved handel med andre finansielle instrumenter*

Kommissionen foreslår, at alle transaktioner i obligationer og andre værdipapirer, som ikke er aktier, altid skal offentliggøres så hurtigt som muligt uanset størrelse og pris.

Offentliggørelsen af informationen om prisen på handlen eller størrelsen på handlen kan dog i særlige situationer udskydes til hhv. udgangen af handelsdagen og to uger. Dette vil være relevant, fx hvis handlen er meget stor. Hensigten med udskudt offentliggørelse er at beskytte likviditetsudbydere, som kan få svært ved at håndtere store positioner og dermed at understøtte likviditeten i markedet, hvis al information om handlen offentliggøres straks. Det skyldes, at offentliggørelse af transaktionen kan påvirke markedsprisen.

Kommissionen foreslår at fjerne national diskretion til at beslutte, hvornår markedsdeltagere kan udskyde offentliggørelse af fx priser og volumen på handler, samt hvor længe denne information kan udskydes. Hensigten er at opnå en harmonisering af handelsgennemsigtighed på tværs af jurisdiktioner. Dette har til formål at fjerne regulatorisk arbitrage, udjævne konkurrencefordele samt øge værdien af konsolideret løbende handelsinformation via en CTP. For handel med statsobligationer indeholder forslaget fortsat mulighed for national diskretion.

### *3. Andre ændringer*

Kommissionens forslag indeholder en række yderligere ændringer, som har til hensigt at sikre konkurrencedygtige finansielle markeder, fjerne juridiske usikkerheder i forståelsen af reglerne eller sikre konsistens i lovgivningen.

I forordningen foreslås det bl.a., at kravet om åben adgang ("open access") mellem markedspladser, som fx Nasdaq København, og centrale modparter (CCP'er), fremover ikke gælder for børshandlede derivater<sup>6</sup>. Åben adgang betyder, at markedspladser og CCP'er skal give adgang til hinandens platforme på et ikke-diskriminerende og gennemsigtigt grundlag. Kommissionen vurderer, at åben adgang fjerner incitamenterne til innovation, da konkurrerende koncerner via åben adgang kan drage fordel af hinandens produktudvikling uden at skulle foretage investeringen i at udvikle disse nye produkter.

For at sikre klarhed omkring, hvad der er omfattet af handelsforpligtelsen for aktier ("Share Trading Obligation, STO") foreslår Kommissionen, at ESMA skal vedligeholde og offentliggøre en liste over alle aktieudstedelser, som er omfattet af forpligtelsen.

---

<sup>6</sup> En CCP er en virksomhed, som efter en handel er indgået, indtræder som køber for sælger og sælger for køber og på denne måde påtager sig modpartsrisikoen.

Derudover foreslås det, at handelsforpligtelsen for derivater ("Derivatives Trading Obligation, DTO") kan ophæves midlertidigt, hvis der eksempelvis i perioder med markedsuro ikke er tilstrækkelig likviditet i derivatmarkederne til at imødekomme investorernes behov for at afdække deres finansielle risici.

Kommissionen foreslår desuden, at værdipapirhandlere, som udfører ordrer på vegne af kunder, underlægges et forbud mod at modtage betaling fra tredjeparter for at videresende kundeordre til disse tredjeparter, som derefter eksekverer kundens ordre. Det er et forbud mod såkaldt "payment for order flow" (PFOF). Forbuddet har til hensigt at sikre, at kundens handler bliver eksekveret, hvor kunden kan opnå de bedste handelspriser, og at det ikke er andre hensyn, som er styrende for, hvor handlerne eksekveres.

#### B. Ændringer i direktivet (MiFID II)

I direktivet fjernes bestemmelser, der bliver overflødige som følge af ændringerne i forordningen, der indføres skærpede krav til kvaliteten af visse selskabers dataindberetninger i lyset af forslaget om CTP'er, og der foretages justeringer, som sikrer, at nationale myndigheder kan håndhæve de nye tiltag i forordningen.

Derudover introduceres bl.a. en tydeligere skelnen mellem, hvornår handler foregår mellem to parter (bilateralt) og mellem flere parter (multilateralt). Dette er nødvendigt, da multilaterale handler kræver en tilladelse, og man ønsker at undgå, at selskaber de facto driver en multilateral markedsplads uden at have fået en forudgående tilladelse.

Kommissionen foreslår desuden en ændring til definitionen af, hvad der udgør et investeringsselskab. Ændringen øger omfanget af selskaber, som underlægges MiFID2 og MiFIR, til også at inkludere såkaldte ikke-finansielle virksomheder<sup>7</sup>, såfremt de er medlemmer af en markedsplads. Ikke-finansielle virksomheder, der er medlemmer af en markedsplads, er i dag undtaget, så længe deres aktiviteter udelukkende er risikoreducerede.

#### **4. Europa-Parlamentets holdning**

Europa-Parlamentet er medlovgiver på forslaget. Europa-Parlamentet har endnu ikke fastlagt sin holdning til Kommissionens forslag.

Europa-Parlamentet har i 2020 vedtaget en rapport<sup>8</sup> om den videre udvikling af kapitalmarkedsunionen, hvori de har opfordret til at se nærmere på og udtrykt støtte til områder og tiltag, der er omfattet i Kommissionens forslag.

#### **5. Nærhedsprincippet**

Kommissionen foreslår ændringer til eksisterende bestemmelser i MiFID II og MiFIR. Kommissionen anfører, at hensigten med forslagene er at øge

<sup>7</sup> Eksempelvis Ørsted

<sup>8</sup> [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2020-0155\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2020-0155_EN.pdf)

konkurrencedygtigheden for handelsplatforme og adressere udfordringer ved et fragmenteret marked for handelsinformation ved at skabe et øget incitament til at etablere udbydere af konsolideret løbende handelsinformation, der samler information om handel med værdipapirer på tværs af EU, og lave ensartede betingelser for sådanne udbydere. Finansielle markeder er grænseoverskridende af natur, og formålet med ændringerne kan derfor ikke i tilstrækkelig grad opfyldes af medlemsstaterne, hvis de handler uafhængigt af hinanden. Kommissionen anfører på den baggrund, at nærhedsprincippet er opfyldt.

Kommissionen fremfører desuden, at færre undtagelser til reglerne om tidspunkter for offentliggørelse af information og dermed gennemsigtighed vil føre til mere ensartede tilgange for håndtering af handelsinformation i EU, hvilket ikke i samme grad kan realiseres gennem tiltag i de enkelte EU-lande.

Regeringen er grundlæggende enig i, at formålet om at sikre markedernes virke, den finansielle stabilitet og lige konkurrencevilkår på tværs af EU-landene ikke i samme grad kan nås gennem tiltag i de enkelte EU-lande. Regeringen er desuden overordnet enig med Kommissionen i, at tanken om øget adgang til konsolideret øgede handelsinformation på tværs i EU vil bidrage til øget gennemsigtighed i markedet. Øget harmoniserede regler om offentliggørelse af information kan bidrage til et mere homogent marked for værdipapirer i EU. Regeringen vurderer på den baggrund, at nærhedsprincippet er overholdt.

## **6. Gældende dansk ret**

MiFIR er en forordning med direkte virkning og dermed gældende uden yderligere implementering i dansk ret.

MiFID II er et direktiv implementeret i lov om kapitalmarkeder, lov om fondsmæglerselskaber og investeringsservice og -aktiviteter og til dels i lov om finansiell virksomhed.

## **7. Konsekvenser**

### Lovgivningsmæssige konsekvenser

MiFIR er reguleret direkte i form af en forordning med direkte virkning og forventes derfor ikke at nødvendiggøre ændringer i dansk ret.

Ændringer i MiFID II vil medføre behov for justering af reglerne i lov om kapitalmarkeder, primært som konsekvens af, at regler flyttes fra at være fastlagt i MiFID II til at blive indeholdt i MiFIR, heriblandt definitionen og reguleringen af multilateral trading facilities (MTF'er). Desuden lægges der op til at fjerne bestemmelser i MiFID II, der vil blive overflødige som følge af ændringerne i MiFIR.

Ændringer i Kommissionens delegerede forordninger vil have direkte virkning i Danmark.



Økonomiske konsekvenser*Statsfinansielle konsekvenser*

Forslaget forventes ikke at have direkte statsfinansielle konsekvenser.

*Samfundsøkonomiske konsekvenser*Udbydere af konsolideret løbende handelsinformation

Bedre adgang til priser og transaktionsoplysninger om værdipapirer på tværs af EU vil kunne give øget gennemsigtighed og dermed gøre det nemmere for investorer at vurdere, hvor der er likviditet, bedre prissætning, og hvad der udgør en fair pris (best execution). Dette skal bl.a. ses i lyset af, at det i dag er ressourcekrævende for værdipapirhandlere og investorer at skaffe et samlet overblik over handelsinformation for hele EU, hvor der er mere end 400 datakilder og store datamængder fra de enkelte kilder. Der er ikke tale om ny data, der skal indhentes, da det omhandlede data allerede offentliggøres, dog blot spredt over disse mange datakilder. Samling af data ét sted, medfører endvidere ikke øgede sikkerhedsmæssige risici i sig selv, ligesom udbyderen vil skulle overholde alle regler og retningslinjer for cybersikkerhed og datahåndtering.

Der er dog fortsat usikkerhed om, hvem der konkret kommer til at efterspørge og anvende CTP-handelsdata og til hvilke formål. Det er derfor uklart fra et dansk perspektiv, hvorvidt omkostningerne forbundet med at etablere en CTP og indsamle handelsdata bliver opvejet af fordelene ved at have en CTP.

Ændringer vedrørende handelsgennemsigtighed mv.

Forslaget om øget handelsgennemsigtighed for obligationer er på den ene side positivt for markedet, da flere aktører vil få adgang til den relevante information, hvilket kan have en positiv effekt på prisdannelsen og muligheden for at træffe mere oplyste handelsbeslutninger. På den anden side medfører det potentielt, at det kan blive dyrere for likviditetsudbydere (typisk de større banker) at foretage store handler, da markedet får øget indsigt i likviditetsudbyderens ageren i markedet.<sup>9</sup> Dette er særligt relevant, hvis markedet er drevet af nogle få store aktører, hvilket eksempelvis gør sig gældende for markedet for realkreditobligationer eller andre mindre markeder i EU med samme forhold. Dette vil i værste fald kunne betyde, at likviditetsudbydere i realkreditobligationer vil udbyde mindre likviditet med større transaktionsomkostninger for investorerne og optagere af realkreditlån til følge. Samlet forventes det, at Kommissionens forslag om handelsgennemsigtighed vil have en begrænset effekt på likviditetsudbyderes ageren. Konsekvenser vil generelt afhænge af den endelige udformning af

---

<sup>9</sup> En likviditetsudbyders opgave er at skabe aktivitet på et marked. Det vil sige, når en likviditetsudbyder optager en stor position, vil den efterfølgende nedbringe sin position ved at sælge ud. Hvis markedet består af relativt få aktører, og handlen skal offentliggøres med det samme efter indgåelse, vil de øvrige aktører kunne se hvilken likviditetsudbyder som vil påbegynde en sådan afvikling af sin position. Denne viden kan bruges af de øvrige aktører til at tage en højere pris, hvorfor det bliver dyrere for likviditetsudbyderen.

reglerne, herunder på områder, hvor forslaget i dag er uklart eller vil blive præciseret i delegerede forordninger.

Ændringer til handelsforpligtelsen for aktier forventes at give anledning til, at færre aktier omfattes af forpligtelsen. Særligt aktier, hvor likviditeten primært er uden for EU, vil ikke længere være omfattet. Dette er positivt for investorerne, der dermed får adgang til de mest likvide markeder for de enkelte aktier, hvis disse er uden for EU, hvilket bl.a. kan sænke investorerens transaktionsomkostninger.

Ændringerne til direktivet, som har til hensigt at sikre øget klarhed om reglerne, bedre konsistens med anden lovgivning eller forenkling af eksisterende regler kan være fordrende for kapitalmarkederne ved at gøre det nemmere og dermed billigere at være aktør i de finansielle markeder.

#### *Erhvervsøkonomiske konsekvenser*

##### Udbydere af konsolideret løbende handelsinformation

Etableringen af en CTP vil betyde, at investorer kan få lettere adgang til et samlet overblik over handlen med finansielle instrumenter, noget der i dag er udfordrende, idet informationerne offentliggøres via mange forskellige markedspladser og godkendte offentliggørelsesordninger (APA'er). Dette overblik betyder eksempelvis, at investorer bedre kan vurdere, om de har fået en god pris, samt på hvilke markedspladser der er mest likviditet i et givent finansielt instrument.

Salg af markedsdata er i dag en væsentlig del af indtægten for markedspladser, herunder Nasdaq Copenhagen. Etablering af CTP'er i EU kan derfor potentielt få konsekvenser for børsernes forretningsmodel. Effekten vurderes dog at være begrænset, hvis de kommende CTP'er udelukkende skal udbyde efterhandelsdata. Hvis førhandelsdata inkluderes på sigt, vil det derimod kunne have en mere betydelig konsekvens for børsers indtjening og potentielt andre private sælgere af markedsdata som Bloomberg.

Det kan være indgribende at kræve, at virksomheder leverer data til en CTP uden betaling (dog med en mulighed for at CTP'en returnerer en del af overskuddet), men for at gøre det kommercielt attraktivt for et selskab at blive CTP, er det en nødvendighed at stille dette krav, da det sikrer at CTP'en ikke skal forhandle med over 400 selvstændige datakilder om dataformater og priser.

Der kan være administrative omkostninger for markedsoperatører, investeringsselskaber og godkendte offentliggørelsesordninger, som skal levere data til CTP'erne. Denne data indberettes i dag via andre kanaler, hvorfor meromkostningen stammer fra krav til harmonisering og en yderligere rapporteringskanal. Denne omkostning kan være lidt højere for markedspladser, der i dag selv offentliggør handelsdata og dermed ikke på samme måde indberetter data.

##### Ændringer vedrørende handelsgennemsigtighed

Systematiske internalisatorer i aktier bliver berørt af forslaget om øget handelsgennemsigtighed samt forslaget om at udjævne en eksisterende konkurrencefordel ift. markedspladser. De kan derfor forvente en lavere indtjening fra denne aktivitet, som dog ikke kan estimeres på nuværende tidspunkt. Dette skal dog vejes op i mod fordelene ved øget handelsgennemsigtighed, som generelt er i investorernes interesse.

Øget handelsgennemsigtighed for andre instrumenter end aktier vil påvirke likviditetsudbydere som beskrevet under samfundsøkonomiske konsekvenser. For likviditetsudbydere medfører dette potentielt tabte handelsindtægter.

#### Andre ændringer

Forslaget om at ændre definitionen af anvendelsesområdet for MiFID2 og MiFIR til at omfatte visse ikke-finansielle virksomheder (eksempelvis i energisektoren) medfører, at nogle aktører vil skulle søge om tilladelse som fondsmæglerselskab og dermed vil skulle leve op til regler, der ikke har med deres kernevirkomhed at gøre. Det vil kunne medføre væsentlige administrative omkostninger for dem og forringe deres muligheder for at afdække risici ved deres transaktioner på mest hensigtsmæssig måde, hvis de må afstå fra afdækning igennem regulerede markeder eller andre handelsplatforme.

### **8. Høring**

Forslaget har været i skriftlig høring i EU-Specialudvalget for den finansielle sektor. Der blev kun modtaget et høringssvar fra Finans Danmark (FIDA), hvis primære pointer sammenfattes herunder:

- FIDA er bekymret for konkurrencen på værdipapirmarkederne, idet FIDA vurderer, at Kommissionens forslag indebærer et ønske om at få mest mulig aktiehandel ind over de regulerede markedspladser (fx Nasdaq København) på bekostning af øvrige execution venues (fx SI'er som Danske Bank). Dermed mener FIDA, at man bevæger de europæiske værdipapirmarkeder i retning af en form for børspligt.
- FIDA vurderer, at det bl.a. kan få negative konsekvenser for det danske realkreditmarked, hvis prisstillere (SI'ere) udsættes for yderligere risici forbundet med øget gennemsigtighed, da det skaber dårligere likviditet og dermed højere renter for realkreditlån. Dette skader i sidste ende boligejere og virksomheder med obligationslån.
- Derudover er det FIDA's vurdering, at CTP kan være et brugbart instrument, så længe en række forudsætninger er opfyldt, herunder frivillighed i brug. FIDA mener, at CTP'er bør operere på non-profit basis for at sikre, at data udbydes til en rimelig pris, at CTP'ens data bør være gratis tilgængelig efter 15 minutter, samt at der ikke skal være begrænsninger på anvendelsen af data.

- FIDA udtrykker ærgrelse over, at Kommissionen har valgt ikke at inkludere alle ESMA's anbefalinger til håndtering af problemerne med markedsdataomkostningerne.
- Derudover er FIDA bekymret for de arbitragemuligheder, som de mener bliver åbnet med Storbritanniens (UK's) forventede review af UK-rammebetingelser for værdipapirområdet. Det er FIDA's forventning, at blandt andet Double Volume Cap (DVC) og Share Trading Obligation (STO) helt forsvinder i UK.
- FIDA mener desuden, at med forslaget om en minimum size på RPW gør et volume cap (DVC eller SVC) overflødigt, da begge tilstræber at begrænse handel uden forhandelsgennemsigtighed uden for markedspladserne.
- FIDA finder det centralt, at der arbejdes for en klar og transparent procesplan, inklusiv en rimelig implementeringstid. Erfaringerne fra både MiFID I og MiFID II/MiFIR viser, at der som minimum bør være 12 måneder fra, at både niveau 1 og niveau 2 er publiceret i EU Tidende, til de finder anvendelse.

### **9. Generelle forventninger til andre landes holdninger**

Der er på nuværende tidspunkt ikke nærmere kendskab til andre EU-landes holdninger til forslaget. På det første tekniske rådsarbejdsgruppemøde, der blev afholdt d. 6. december 2021, udtrykte en række af EU-landene generel støtte til formålet med forslaget.

### **10. Regeringens foreløbige generelle holdning**

Regeringen støtter generelt forslaget og formålet om at sikre mere lige konkurrencevilkår, simplificere eksisterende regler og øge handelsgennemsigtigheden i EU.

Regeringen ser en række fordele i forslaget om indførelsen af konsolideret løbende handelsinformation (CTP'er). Efterspørgslen og nytten af CTP data skal dog stå i et rimeligt forhold til omkostningerne, som forslaget pålægger virksomhederne. En fælles kilde til et samlet overblik over handel i EU, som stilles til rådighed på rimelige kommercielle vilkår, kan understøtte konkurrencen mellem markedspladser og bl.a. anvendes til risikostyring, analyser af hvorvidt handler er indgået til en fair pris (best execution) og værdiansættelsen af positioner. Det er dog svært at vurdere den reelle efterspørgsel efter data fra en kommende CTP. Regeringen støtter under disse forbehold tiltagene, som skal gøre det mere attraktivt at blive CTP, da det vil kunne skabe mere gennemsigtighed på de finansielle markeder.

Regeringen støtter, at data skal udbydes på rimelige forretningsmæssige vilkår, særligt i forhold til de priser CTP'en må tage for sit konsoliderede data, og at ESMA's nuværende vejledning om markedsdata (hvad der udgør rimelige forretningsmæssige priser for salg af data) konverteres til lovgivning. Dette lægger naturligt i forlængelse af de eksisterende krav om at markedsdata skal sælges på "rimelige forretningsmæssige vilkår".

Regeringen støtter også, at der i første omgang fokuseres på at CTP'en skal offentliggøre efterhandelsdata, som der lægges op til i Kommissionens forslag. Her støtter regeringen også, at en fremtidig evaluering af om førhandelsdata skal inkluderes vil skulle indeholde en vurdering af, hvordan det vil påvirke eksisterende markedspladsers salg af data. Disse konsekvenser skal vejes op mod fordelene for bl.a. mindre investorer, som kan få lettere adgang til markedsdata.

Regeringen støtter forslagene om øget handelsgennemsigtighed for aktier og andre finansielle instrumenter, at reglerne herfor forenkles, og der sikres mere lige konkurrencevilkår mellem regulerede markedspladser og SI'er.

I forhold til handelsgennemsigtighed for andre finansielle instrumenter end aktier er det vigtigt, at der i de foreslåede tiltag er en afvejning mellem handelsgennemsigtighed og markedslikviditeten, samt at der ikke gøres skade på eksisterende velfungerende forretningsmodeller og markeder. Regeringen vil derfor arbejde for, at oplysninger om både pris og volumen kan udskydes ved større handler, samt at offentliggørelse af prisen for nogle instrumenttyper fortsat kan udskydes med to dage og ikke udelukke til handelsdagens udløb. Muligheden for udskydelse skal sikre, at konkurrerende markedsaktører ikke kan misbruge informationen om større handler, hvilket kan vanskeliggøre funktionen af eksisterende og velfungerende forretningsmodeller, herunder likviditetsstillere for realkreditobligationer.

Regeringen støtter den foreslåede harmonisering af reglerne på tværs af EU-landene, og at mulighederne for nationale valg på de omfattede områder indskrænkes for at sikre mere gennemsigtighed på tværs af EU.

Regeringen vil arbejde for, at Kommissionens forslag justeres, så ikke-finansielle virksomheder, der på professionel basis, men som sideaktivitet (accessorisk virksomhed), handler med råvarer og valuta via afledte instrumenter, ikke skal opnå tilladelse som fondsmæglerselskab. De regulatoriske krav til at være fondsmægler vurderes ikke at være proportionale med ikke-finansielle virksomheders aktivitet.

Regeringen støtter forslaget om en ændring fra dobbelt volumenbegrænsningsmekanisme (double volume cap, DVC) til en enkelt volumenbegrænsningsmekanisme (single volume cap, SVC) og mener ikke, at SVC helt skal fjernes for at sikre konsistens med eventuelle kommende ændringer i andre tredjelands jurisdiktioner. SVC sikrer, at graden af førhandelsgennemsigtighed ikke kan falde under et angivet niveau.

Regeringen mener, at der skal være rimelig tid til omstilling og implementering af justeringer i lovgivningen, hvorfor der arbejdes for en klar og transparent proces, inklusiv en rimelig implementeringstid. Derudover arbejder regeringen for at få yderligere tydelighed i MiFIR om principperne

for udarbejdelse af kommende delegerede og implementerende retsakter for dermed at minimere usikkerheden om de beslutninger, der kan træffes i retsakterne.

Regeringen støtter generelt Kommissionens forslag på øvrige punkter.

### **11. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg**

Forslaget har været forelagt for Folketingets Europaudvalg til orientering den 2. december 2021 under punktet [”Kommissionens pakke om kapitalmarkedsunionen – præsentation af forslag”.]