



EUROPA-KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 20.10.2011
SEK(2011) 1227 endelig

ARBEJDSDOKUMENT FRA KOMMISSIONENS TJENESTEGRENE

RESUMÉ AF KONSEKVENSANALYSEN

Ledsagedokument til

Forslag til

**EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV
om markeder for finansielle instrumenter [omarbejdning]**

og

Forslag til

**EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS FORORDNING
om markeder for finansielle instrumenter**

{KOM(2011) 656 endelig}

{SEK(2011) 1226 endelig}

ARBEJDSDOKUMENT FRA KOMMISSIONENS TJENESTEGRENE

RESUMÉ AF KONSEKVENSANALYSEN

Ledsagedokument til

Forslag til

**EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV
om markeder for finansielle instrumenter [omarbejdning]**

og

Forslag til

**EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS FORORDNING
om markeder for finansielle instrumenter**

Forslag til

**EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS FORORDNING
om markeder for finansielle instrumenter**

1. PROBLEMSTILLING

I direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) fastlægges et regelsæt for bankers og investeringsselskabers ydelse af investeringsservice i forbindelse med finansielle instrumenter (f.eks. mæglervirksomhed, rådgivning, handel, porteføljepleje, garantistillelse osv.) og for markedsaktørers virksomhed på regulerede markeder samt for de nationale kompetente myndigheders respektive beføjelser og forpligtelser.

Det overordnede formål var at fremme EU's finansielle markeders integration, konkurrenceevne og effektivitet. Direktivet betød således en afskaffelse af medlemsstaternes mulighed for at kræve, at al handel med finansielle instrumenter skulle foregå på specifikke børser, og det gav mulighed for fri konkurrence mellem traditionelle børser og alternative markedspladser i hele Europa. Det gav også banker og investeringsselskaber en bedre adgang til at yde investeringsservice i hele EU, såfremt de overholder en række krav til organisation, indberetning og investorbekyttelse.

Direktivet, hvis virkning har været styrket af den teknologiske udvikling, har nu efter 3½ år medført øget konkurrence mellem markedspladser for så vidt angår handel med finansielle instrumenter og til flere valgmuligheder for investorer med hensyn til serviceudbydere og finansielle instrumenter. Generelt er transaktionsomkostningerne faldet og integrationen steget. Der er dog blevet konstateret visse problemer.

1.1. Mangel på ensartede konkurrencevilkår mellem markeder og markedsdeltagere

Gennemførelsen af MiFID kombineret med effekten af den teknologiske udvikling har på dramatisk vis ændret de finansielle markeders struktur over hele Europa, især på aktieområdet, og markedsdeltagernes adfærd har udviklet sig i takt hermed.

For det første vil MHF'er, selv om de leverer tilsvarende tjenesteydelser til regulerede markeder, i praksis være omfattet af en mere lempelig regulerings- og tilsynsordning. Hertil kommer, at der er opstået nye markedspladser og markedsstrukturer, f.eks. *broker crossing*-systemer og handelsplatforme for derivater, der udfører stort set samme aktiviteter som MHF'er eller systematiske internalisatorer uden dog at være omfattet af de samme reguleringskrav (gennemsigtighed og investorbekyttelse).

Derudover giver de hurtige teknologiske ændringer, især væksten inden for automatiseret handel og højfrekvenshandel (HFH), anledning til bekymring med hensyn til potentielle risici for markedernes ordentlige funktion, så meget mere, at ikke alle HF-handlende er omfattet af krav om godkendelse og tilsyn under MiFID.

For det tredje har væksten af *over the counter*-handel (OTC) med aktier medført bekymring hos en række nationale tilsynsmyndigheder med hensyn til kvaliteten af prisdannelsen på børser og dens repræsentativitet. Derudover var der på G20-topmødet enighed om at flytte handel med standardiserede OTC-derivater til enten børser eller elektroniske handelsplatforme, alt efter hvad der er mest hensigtsmæssigt.

1.2. De små og mellemstore virksomheders problemer med at få adgang til de finansielle markeder

Små og mellemstore virksomheder har større vanskeligheder og omkostninger ved at skaffe kapital fra aktiemarkedene end større virksomheder. Disse vanskeligheder skyldes en mangel

på gennemsigtighed på de små og mellemstore virksomheders markeder, en mangel på markedslivlighed for små og mellemstore virksomheders aktier og højere omkostninger ved børsintroduktion.

1.3. Mangel på gennemsigtighed for markedsdeltagere

Der er opstået visse bekymringer med hensyn til, hvorvidt gennemsigtighedskravene i MiFID er tilstrækkelige for markedsdeltagere inden for både aktie- og ikke-aktiemarkeder.

Hvad angår aktiemarkeder har væksten i elektronisk handel fremmet genereringen af *dark liquidity* og brugen af *dark orders*, som markedsdeltagere bruger til at mindske markedspåvirkningsomkostninger. Stigningen i brugen af *dark pools* giver anledning til bekymringer med hensyn til regulering, da det i sidste ende kan påvirke kvaliteten af prisfastsættelsesmekanismen på officielle markeder (*lit markets*). Markedsdeltagere og tilsynsmyndigheder har udtrykt bekymring med hensyn til forsinkelser i offentliggørelsen af handelsindberetninger inden for aktiemarkederne.

Hvad angår ikke-aktiemarkeder er gennemsigtighedskravene ikke omfattet af MiFID, og de er kun reguleret på nationalt plan, hvorfor de ikke altid betragtes som tilstrækkelige.

Dertil kommer spørgsmålet om oplysningernes kvalitet og format, den pris, der forlanges for disse, samt vanskelighederne ved at foretage konsolidering. Hvis der ikke findes en løsning på disse problemer, kan de underminere hovedformålene med MiFID hvad angår gennemsigtighed, konkurrence mellem finansielle serviceudbydere og investorbeskyttelse.

1.4. Mangel på gennemsigtighed for tilsynsmyndigheder og utilstrækkelige tilsynsbeføjelser på centrale områder

På råvaremarkeder kan den øgede tilstedeværelse af finansielle investorer, særligt inden for visse centrale benchmarkmarkeder for råvarederivater (f.eks. olie- og landbrugsmarkeder) have medført for store prisstigninger og -udsving. Der er for derivater og særligt råvarederivater intet tilsyn med positioner og deres forvaltning, der kan forhindre uro på markederne og skadelige forhold for investorer. Manglende overskuelighed og inkonsekvent anvendelse af rammelovgivningen vedrørende emissionskvoter har en negativ indflydelse på markedsintegritet og investorbeskyttelse på det sekundære spotmarked for emissionskvoter.

De eksisterende krav om transaktionsindberetning giver ikke de kompetente myndigheder et fuldstændigt overblik over markedet, fordi deres anvendelsesområde er for snævert (f.eks. foretages der ingen indberetning af finansielle instrumenter, der kun handles OTC), og fordi de er for forskellige.

Særligt den finansielle krise har afsløret manglen på beføjelser til at forbyde eller begrænse handel med eller distribution af et produkt eller en tjenesteydelse, der medfører ugunstige udviklingstendenser eller begrænsninger, såvel som manglen på undersøgelsesbeføjelser eller sanktionsmuligheder.

1.5. Utilstrækkelig investorbeskyttelse

Det nuværende MiFID indeholder en række bestemmelser, der giver en både utilstrækkelig og uhensigtsmæssig investorbeskyttelse. Investorer risikerer således at købe de forkerte produkter eller foretage suboptimale investeringer.

For det første er der en uens dækning af serviceudbydere, idet visse investeringsselskaber og visse produkter, f.eks. strukturerede indskud, ikke eller ikke klart nok er omfattet af MiFID.

For det andet er der usikkerhed omkring en række tjenesteydelser, der leveres til investorer, f.eks. "*execution only*"-tjenesteydelser, kvaliteten af investeringsrådgivning eller rammen for finansielle incitamenter. For sidstnævnte har MiFID's regler for offentliggørelse af incitamenter fra tredjeparter ikke altid vist sig at være særlig klare eller velformulerede for investorer.

For det tredje har sager om fejlsalg vakt bekymring vedrørende leveringen af tjenesteydelser til ikke-detailkunder og klassificeringen af kunder.

Endelig kan manglende oplysninger om udførelseskvalitet begrænse investeringsselskabernes evne til at vælge den bedste markedsplads til udførelsen af en handel for en kunde.

1.6. Svagheder inden for visse områder af markedsdeltagernes organisationen, processer, risikokontrolmekanismer og vurdering

Man står her over for et dobbelt problem. For det første har direktører en utilstrækkelig rolle, og der er utilstrækkelige organisatoriske ordninger til lancering af nye produkter, aktiviteter og tjenesteydelser, samt svagheder i interne kontrolfunktioner, hvilket de seneste begivenheder har påvist. For det andet er der mangel på specifikke organisatoriske krav til porteføljepleje, garantistillelse og placering af værdipapirer, hvilket afspejles i de talrige kundeklager, der er blevet registeret i forskellige medlemsstater.

1.7. Konkurrencehindringer inden for clearinginfrastrukturer

Udviklingen med hensyn til, hvordan EU's markedspladser interagerer med udbydere af clearingtjenesteydelser, har afsløret og resulteret i en række hindringer for en effektiv grænseoverskridende konkurrence. Mens fordelene og den relative styrke af de vertikalt integrerede handels- og clearingplatforme på den ene side og af de horisontalt orienterede clearinginstitutter, der tilbyder tjenesteydelser til forskellige handelsplatforme, på den anden side fortsat debatteres, har disse hindringer forhindret den europæiske konkurrence mellem handelsplatforme, som der ellers var lagt op til i MiFID.

2. ANALYSE AF NÆRHEDSPRINCIPPET

De fleste af de emner, der er omfattet af revisionen, er i dag allerede omfattet af den gældende EU-lovgivning og MiFID. Derudover er de finansielle markeder udpræget grænseoverskridende i deres natur og dette i højere og højere grad. Internationale markeder kræver internationale regler i så høj grad som muligt. Betingelserne, under hvilke virksomheder og udbydere kan konkurrere i denne kontekst, uanset om det vedrører regler om gennemsigtighed før eller efter handel, investorbeskyttelse eller markedsdeltagernes risikovurdering og -kontrol, bør være fælles på tværs af grænserne, og de udgør alle en central del af MiFID i dag. Inden for visse områder, hvor det er tilladt i henhold til direktivet, har medlemsstaterne allerede indført strengere krav, men det betyder, at de kun har løst problemerne inden for deres egne grænser. Ukoordinerede foranstaltninger gør det ikke muligt at opnå lige konkurrencevilkår og et ensartet niveau af investorbeskyttelse og markedsintegritet. Det er således nødvendigt at træffe en række foranstaltninger på EU-niveau for at opdatere og tilpasse den rammelovning, som bygger på MiFID, og dermed tage højde for den udvikling, der siden direktives gennemførelse er sket på de finansielle markeder.

Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) bør også spille en central rolle med hensyn til gennemførelsen af nye lovforslag. Et af formålene med oprettelsen af den europæiske myndighed er yderligere at styrke det indre marked med hensyn til handel med værdipapirer, og der bør indføres nye regler på EU-niveau for at give ESMA alle relevante beføjelser.

3. MÅL

I lyset af analysen af ovennævnte problemer er de generelle mål med revisionen af MiFID at styrke investortilliden, reducere risikoen for markedsforstyrrelser og systemiske risici, øge de finansielle markeders effektivitet og samtidig reducere alle unødvendige omkostninger for markedsdeltagere.

For at nå disse generelle mål skal følgende mere specifikke politikmål gennemføres:

- 1) sikre lige vilkår mellem markedsdeltagere
- 2) øge markedsgennemsigtighed for markedsdeltagere
- 3) styrke gennemsigtighed for tilsynsmyndighederne og disses beføjelser på nøgleområder samt øge koordineringen på EU-niveau
- 4) øge investorbekyttelse
- 5) løse problemerne med organisatoriske mangler og for stor risikotagning eller investeringssekskabers og markedsoperatørers mangel på kontrol.

4. POLITIKMODELLER

Der overvejes i forbindelse med revisionen et betydeligt antal politikmodeller.

Hvad angår det første overordnede mål vedrører modellerne en passende regulering af alle markedsstrukturer, hvor der tages højde for behovene for mindre markedsdeltagere som små og mellemstore virksomheder, såvel som for nye handelsteknologier. Dette inkluderer en styrkelse på forskellige områder af rammelovgivningen for eksisterende markedspladser, autorisationskrav og muligheden for oprettelse af en ny kategori af markedsplads, kaldet organiseret handelsfacilitet (*organised trading facilities* - OTF), som vil finde anvendelse på den del af aktiehandelen, som for indeværende udføres af *Broker Crossing*-systemer (BCS), og for handel med derivater i forskellige former. Med hensyn til små og mellemstore virksomheder mere specifikt går de to valgte modeller ud på enten at introducere et skræddersyet system for de små og mellemstore virksomheders markeder eller at fremme et branchestyret initiativ til at fremme synligheden af disse markeder. På den teknologiske side er der fokus på bedre kontrol med brugerne af disse systemer samt af den måde, de får adgang til markederne på.

Hvad angår det andet overordnede mål omfatter politikmodellerne, der går ud på at øge handelsgennemsigtigheden, en tilpasning af de nuværende krav til aktier og en indførelse af nye krav i forskellige former for ikke-aktiemarkeder. Derudover overvejes en række politikmodeller, der har til formål reducere omkostningerne til markedsoplysninger og

forbedre adgangen til disse oplysninger gennem et system med konsoliderede handelsoplysninger.

For at gennemføre det tredje mål overvejes det at styrke reguleringsmyndighedernes beføjelser ved at introducere forskellige ordninger, herunder en godkendelsesordning for nye aktiviteter, et system med positionsforvaltning og en styrkelse af sanktionssystemet på tværs af forskellige ordninger. Harmoniseringen af betingelserne for tredjepartsordninger kan opnås via forskellige juridiske tiltag, mens der også er foreslået flere modeller for en udvidelse af anvendelsesområdet for transaktionsindberetning og for en forbedring af de relevante indberetningskanaler. Et område, der kræver speciel opmærksomhed, er markedet for råvarederivater med oprettelse af forskellige mekanismer for at sikre bedre kontrol med udsving såvel som med aktørerne på disse markeder og deres aktiviteter.

Hvad angår det fjerde mål foreslås det at styrke investorbeskyttelsen ved hjælp af en række forskellige politikmodeller, der fokuserer på specifikke tjenesteydelser, f.eks. investeringsrådgivning eller komplekse produkter, for hvilke der kunne anvendes strengere regler og informationskrav.

Det sidste mål kan tackles gennem forskellige politikker, der vedrører en styrkelse af selskabsledelsen (*corporate governance*), strengere krav til organisationen af specifikke tjenesteydelser, f.eks. porteføljepleje, og et mere harmoniseret system til registrering af telefonsamtaler og elektroniske meddelelser.

5. VURDERING AF DE FORETRUKNE POLITIKMODELLERS KONSEKVENSER

De forskellige politikmodeller er blevet vurderet ud fra kriterierne om deres virkningsgrad og effektivitet med hensyn til opnåelse af de pågældende mål. Sammenligningen af politikmodeller ledte til følgende konklusioner:

Til det første overordnede mål er den første fortrukne model oprettelsen af et OHF-system, som har tre mål, nemlig i) at oprette en passende lovramme for *broker crossing*-systemer på aktiemarkederne, ii) at oprette en passende lovramme for forskellige typer handelssystemer, der for øjeblikket ikke er reguleret, f.eks. markedspladser, og iii) at have en ramme som er tilstrækkelig dynamisk til at kunne anvendes for nye handelssystemer og løsninger, der kan dukke op i fremtiden. Den anden fortrukne model er en yderligere regulering af de selskaber, der udfører automatiseret handel, og af markedsaktørerne selv, især med hensyn til robust risikostyring og operationelle sikkerhedsforanstaltninger. Flere modeller, der ville have begrænset højfrekvenshandelen (HFT) med skadelige følger for markedernes likviditet, herunder indførelse af en minimumsperiode, i hvilken ordrer skal forblive i ordrebogen, er blevet forkastet. Med hensyn til små og mellemstore virksomheder er det branchestyrede initiativ blevet kasseret som for omkostningsfuldt i forhold til de begrænsede potentielle fordele.

Til det andet mål er den fortrukne model en kombination af en strømlining af det eksisterende gennemsigtighedssystem inden for aktiemarkederne og indførelsen af et skræddersyet gennemsigtighedssystem, der vil blive tilpasset hver enkelt type af ikke-aktielignende finansielt instrument, der er omfattet (dvs. markederne for obligationer og derivater). Dette skulle kunne skabe en passende balance mellem gennemsigtighed og likviditet.

Med hensyn til tilsynsmyndighedernes beføjelser og konsekvente tilsynspraksis er den foretrukne model en kombination af muligheden for at forbyde nye tjenesteydelser og

produkter og et system med positionsforvaltning. Dette vil styrke tilsynsmyndighedernes beføjelser, så de kan håndtere eventuelle trusler for investorbeskyttelsen og markedsstabiliteten eller systemiske risici. Derudover vil styrkelsen af samarbejdet mellem tilsynsmyndigheder for fysiske og finansielle råvaremarkeder medvirke til mere ordnede og stabile markeder for råvarederivater.

Med hensyn til gennemsigtighed for tilsynsmyndigheder er den fortrukne løsning at kombinere en udvidelse af anvendelsesområdet for transaktionsindberetning med bedre indberetning gennem oprettelse af godkendte indberetningsmekanismer, hvilket vil give tilsynsmyndighederne mere vidtrækkende muligheder for at overvåge markederne og medføre en styrket markedsintegritet.

På markederne for råvarederivater vil et nyt system for positionsindberetning, kombineret med en gennemgang af de undtagelser, der gjaldt visse råvarehandlere, øge gennemsigtigheden for både tilsynsmyndigheder og offentligheden, således at de bedre kan vurdere virkningerne af tilstrømningen af finansielle investeringer på prisdannelsesmekanismen og de hertil knyttede prisudsving.

Endelig vil udvidelsen af MiFID's anvendelsesområde, således at det også kommer til at omfatte sekundær spothandel med emissionskvoter, sikre hensigtsmæssige regler og tilsyn med spotkvotemarkedet og sikre ensartede regler for såvel fysiske markeder og derivatmarkeder såvel som for primære og sekundære markeder.

Med hensyn til det fjerde mål vil de valgte politikmodeller primært udvide anvendelsesområdet for reguleringen vedrørende produkter, tjenesteydelser og udbydere samt styrke investorbeskyttelsen ved at sikre tilstrækkelig dækning af investeringsserviceudbydere (dvs. at små investeringsrådgivere, der pt. ikke er omfattet af MiFID, vil blive underlagt tilsvarende nationale regler for god forretningsskik) og produkter (dvs. strukturerede indskud). Dertil kommer, at antallet af komplekse produkter, der udelukkende vil kunne sælges på udførelsesbasis (*execution alone*), vil blive reduceret, og informationskrav i forhold til kunder vil blive styrket. Politikmodellen, der går ud på helt at ophæve *execution alone*-systemet, er blevet forkastet som værende for forstyrrende og for dyr for visse kategorier af kunder med tilstrækkelig finansiell viden. Også kvaliteten af investeringsrådgivningen ville blive forbedret ved at fastsætte krav til uafhængig rådgivning. Endelig vil forbuddet mod incitamenter for uafhængig investeringsrådgivning og porteføljepleje fjerne den indbyggede interessekonflikt hos selskaber, der udbyder disse tjenesteydelser, hvilket vil resultere i bedre servicekvalitet for investorer.

Til det sidste mål er den fortrukne løsning at styrke den rolle, som selskabernes direktører skal have, specielt hvad angår interne kontrolfunktioner og specifikke organisatoriske krav til porteføljepleje og garantistillelse, hvilke er nøgleområder for investorbeskyttelse og markedsintegritet, samtidig med at det understøtter en mere sammenhængende lovgivning i Europa. I modsætning hertil er idéen om en ny separat intern funktion for håndtering af kundeklager blevet forkastet som værende for dyr og ufleksibel.

6. OVERVÅGNING OG EVALUERING

Kommissionen vil overvåge, hvordan medlemsstater indfører de ændringer, der er foreslået i lovgivningsinitiativet om markeder for finansielle instrumenter. Evalueringen af konsekvenserne af disse lovbestemmelers gennemførelse kunne gennemføres tre år efter retsaktens gennemførelsesdato i forbindelse med en rapport til Rådet og Parlamentet. Denne

kunne baseres på forskellige rapporter, der evaluerer de praktiske konsekvenser af de forskellige reguleringsforanstaltninger som foreslået ovenfor.