



GRUND OG NÆRHEDSNOTAT TIL FOLKETINGETS EUROPAUDVALG

16. december 2011

Forslag til revidering af direktivet om markeder for finansielle instrumenter¹

KOM(2011) 656 og KOM(2011) 652

1. Resumé

Kommissionen har den 20. oktober 2011 stillet forslag om revision af direktivet om markeder for finansielle instrumenter, som trådte i kraft i 2007 (MiFID). Det gældende direktiv regulerer handel med finansielle instrumenter generelt, herunder krav til værdipapirhandlere og børsoperatører, handelsoplysningsforpligtelser, rådgivning af investorer i forbindelse med køb og salg af aktier, obligationer, investeringsbeviser m.v. Kommissionens forslag, bestående af et direktivforslag og et forordningsforslag, omfatter en revision af det gældende direktiv. Formålet med revisionen er en opdatering af det gældende direktiv bl.a. i lyset af erfaringerne fra den finansielle krise. Forslaget indeholder en række forskellige elementer, herunder introduktion af en ny børstype kaldet OTF (Organised Trading Facility), krav om før- og efterhandelsgennemsigtighed for andre finansielle instrumenter end aktier, børspligt for standardiserede OTC-derivater, regulering af højfrekvent computerbaseret automatisk handel, nye bestemmelser om god ledelse, regulering af adgangen til det europæiske værdipapirmarked for værdipapirhandlere fra tredjelande, regulering af handel med råvarederivater, bedre investorbeskyttelse og uafhængig rådgivning, ligesom den fælleseuropæiske tilsynsmyndighed ESMA tildeles en større rolle i tilsynet med værdipapirhandel i EU.

2. Baggrund

Det gældende direktiv om markeder for finansielle instrumenter (direktiv 2004/39/EF – ”MiFID”), som trådte i kraft i 2007, danner grundlag for reguleringen af handel med finansielle instrumenter i EU. MiFID regulerer handel med finansielle instrumenter generelt, herunder krav til værdipapirhand-

¹ Forslag til Europa-parlamentets og Rådets direktiv om markeder for finansielle instrumenter og ophævelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF (MiFID) og Forslag til Europa-parlamentets og Rådets forordning om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af forordning [EMIR] om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre (MiFIR).

lere og børsoperatører, handelsoplysningsforpligtelser, rådgivning af investorer i forbindelse med køb og salg af aktier, obligationer, investeringsbeviser m.v.

Forslaget, bestående af et direktivforslag og et forordningsforslag, omfatter en revision af det gældende MiFID-direktiv. Kommissionen er i henhold til det gældende direktiv forpligtet til at foretage en gennemgang efter 5 år. Formålet med revisionen er en opdatering af direktivet bl.a. i lyset af erfaringerne fra den finansielle krise.

Retsgrundlaget for direktivforslaget er artikel 53, stk. 1, i Traktat om Den Europæiske Unions funktionsområde (TEUF). Retsgrundlaget i forordningsforslaget er artikel 114, stk. 1, i TEUF.

Forslaget vil erstatte det gældende MiFID-direktiv (direktiv 2004/39/EF) og den tilhørende gennemførelsesforordning.

Forslaget vil medføre en større revision af love og bekendtgørelser, der regulerer handel med finansielle instrumenter. Forordningsdelen indeholder bestemmelser, der vil være umiddelbart gældende i medlemslandene.

3. Formål og indhold

Formålet med forslaget er at øge EU's finansielle markeders sikkerhed og effektivitet. Mere specifikt ønsker Kommissionen med forslaget at øge handelsgennemsigtigheden og regelharmoniseringen, forstærke investorbeskyttelsen i EU samt udbedre de mangler, det nuværende MiFID-direktiv har.

Mange af de konkrete forslag til ændringer skal ses i lyset af begivenhederne under den finansielle krise i 2008 (bl.a. Lehman Brothers' konkurs) og den seneste teknologiske udvikling med blandt andet lynhurtige handler foretaget af computere, der kan give anledning til voldsomme kursfald eller stigninger. En sådan effekt blev observeret i forbindelse med "lynkrakket" i USA i maj 2010, hvor Dow Jones indekset først faldt med 5,5 % på blot fem minutter for derefter at genvinde hele dette tab inden for ti minutter.

Forslaget er delt op i et direktivforslag og et forordningsforslag. Forordningsdelen indeholder først og fremmest krav om transparens og udvidet tilsyn med produkter, handler og positioner, mens direktivforslaget indeholder de øvrige ændringer.

Forslaget (såvel direktivet som forordningen) følger den almindelige beslutningsprocedure (hvor der kræves kvalificeret flertal i ECOFIN).

Nedenfor gennemgås de væsentligste elementer i henholdsvis direktiv- og forordningsdelen. Direktivet gennemgås først efter artikelnumre, hvorefter forordningsforslaget gennemgås efter artikelnumre.

Direktivforslaget

Strukturerede indlån omfattes af MiFID (art. 1 og betragtning 26)

Kommissionen foreslår, at strukturerede indlån skal omfattes af MiFID. Strukturerede indlån er indlån, hvortil der er knyttet en option på investering i et underliggende aktiv. Strukturerede indlån foreslås omfattet, idet der er tale om et investeringsprodukt, som på nuværende tidspunkt ikke er omfattet af nogen EU-regulering i modsætning til andre strukturerede investeringsprodukter. Formålet er at øge investortilliden og -beskyttelsen ved at lade produkter med lignende karakteristika være omfattet af den samme regulering. Forslaget vedrører kun strukturerede indlån og vil således ikke omfatte almindelige indlån, hvortil der er tilknyttet en rentebetaling.

Begrænsning af undtagelserne for aktører på markederne for råvarederivater (art. 2)

Kommissionen foreslår ændringer vedrørende regulering af råvarederivater, dvs. optioner, futures, swaps mv., hvis underliggende instrument er en råvare (f.eks. olie, fødevarer, metaller og lignende).

I det eksisterende direktiv kan selskaber, der handler med råvarer, være undtaget, når (i) de handler for egen regning med finansielle instrumenter eller (ii) yder investeringsservice vedrørende råvarederivater til deres kunder, under forudsætning af at selskabets investeringsservice er en mindre væsentlig aktivitet for den samlede koncern. Eksempelvis kan energiselskaber, herunder producenter af råvarer som olie, gas og elektricitet, og virksomheder, der driver handel med korn og foderstoffer, være undtaget, når de f.eks. udbyder futures kontrakter vedrørende råvarer til deres kunder eller anvender markederne for råvarederivater til afdækning af risici.

Kommissionen foreslår, at undtagelserne begrænses, således at flere selskaber vil blive omfattet af direktivet og komme under tilsyn, herunder selskaber, der ikke anvender markederne for råvarederivater til afdækning af risici, men tværtimod er specialiseret i handel med råvarer og råvarederivater. I denne forbindelse fremgår det af direktivforslaget, at det i relation til afgrænsning af direktivets anvendelsesområde er afgørende, om investeringsservicen er accessorisk til et selskabs ikke-finansielle hovederhverv og således udgør en mindre væsentlig aktivitet for den samlede koncern, hvorfor den nærmere fastlæggelse af begrebet accessorisk aktivitet er væsentlig for direktivets rækkevidde.

Organiseret handelsfacilitet – ny børstype (OTF) (art. 18-20, 32-34, 53-54)

I det nuværende direktiv er der defineret to børstyper: *i) regulerede markeder* (børser, fx Nasdaq OMX København) og *ii) multilaterale handelsfaciliteter* (fx GXG MTF i Horsens). En tredje form for organiseret værdipapirhandel i det gældende direktiv er den *systematiske internalisator* – en værdipapirhandler (som f.eks. en bank), der på systematisk vis tilbyder sine kunder at handle i værdipapirer med værdipapirhandleren selv som modpart (med andre ord organiseret handel uden for en børs).

Der findes imidlertid andre handelsplatforme, som ikke er underlagt MiFID-regulering. Kommissionen foreslår at udvide definitionen af organiseret værdipapirhandel i form af en ny børstype, en såkaldt *organiseret handelsfacilitet (OTF – organised trading facility)*. Der er tale om en opsamlingskategori, der skal sikre, at alle organiserede handelspladser, der i dag ikke er regulerede, fremover vil være det.

For at sikre lige konkurrencevilkår vil de tre børstyper efter forslaget være underlagt samme krav med hensyn til før- og efterhandelsgennemsigtighed. Ligeledes vil bestemmelserne om deres organisation og handelsovervågning stort set være de samme.

Corporate governance (art. 9, 48)

Kommissionen udsendte i 2010 to grønbøger vedrørende corporate governance; én for finansielle virksomheder og én for børsnoterede selskaber. På baggrund af de to grønbøger og responsen herpå indeholder forslaget en række konkrete forslag til styrkelse af værdipapirhandleres selskabsledelse med fokus på bestyrelserne. Det bemærkes, at der ligeledes er indsat regler om corporate governance i anden finansiell regulering, herunder forslag til revision af kapitalkravsdirektivet. Kravene er:

- a. Begrænsning af antallet af bestyrelsesposter, således at en person maksimalt må påtage sig enten én direktionspost og to bestyrelsesposter eller fire bestyrelsesposter (har man flere bestyrelses- og direktørposter inden for samme koncern betragtes det dog som én post). Tilsynsmyndigheden kan dog foretage en individuel vurdering, så det er muligt at overskride dette loft.
- b. Den samlede bestyrelse skal have den nødvendige viden, evner og erfaring til at varetage sine opgaver, og der skal afsættes de nødvendige ressourcer til oplæring af bestyrelsesmedlemmerne (ESMA udarbejder standarder herfor).
- c. Virksomhederne skal tage hensyn til og udarbejde en politik, der fremmer diversitet på baggrund af køn, alder, geografi, uddannelse og kompetence i bestyrelsessammensætningen.

- d. Krav om etablering af nomineringskomitéer, der blandt andet skal vurdere bestyrelsens sammensætning og kompetence, dog vil kravet være afhængigt af instituttets størrelse og kompleksitet.

Ud over corporate governance krav til værdipapirhandlere, indeholder forslaget også krav til ledelsespersoner hos en operatør af et reguleret marked. Kravene til disse ledelsespersoner svarer i høj grad til kravene til værdipapirhandlerne, således at der kræves tilstrækkelige færdigheder, viden og tid, samt forståelse for de risici, som virksomhedens aktiviteter indebærer.

Optagelse af telefonsamtaler og elektronisk kommunikation vedrørende ordrer (art. 16)

Med henblik på at styrke investorbekyttelsen samt forbedre markedsovervågningen foreslår Kommissionen, at telefonsamtaler eller elektronisk kommunikation, der involverer kundeordrer, optages. Dette vedrører som minimum tjenesteydelser i form af modtagelse og formidling af ordrer samt udførelse af ordrer på vegne af kunder. Endvidere omfattes transaktioner i forbindelse med handel for egen regning. Kommissionen foreslår en opbevaringsperiode på 3 år.

Der foreligger i gældende regulering en valgmulighed, hvorefter det er muligt for medlemslandene at indføre krav om optagelse af telefonsamtaler og elektronisk kommunikation, der involverer kundeordrer. Flere lande har, om end i varierende grad, udnyttet denne valgmulighed. Danmark har ikke hidtil udnyttet denne valgmulighed.

Højfrekvenshandel (HFT – high frequency trading) (art. 17, 51)

Udviklingen inden for den computerstyrede handel med værdipapirer, hvor computere ud fra programmerede instrukser kaldet algoritmer foretager et særdeles stort antal lynhurtige handler (kaldet ”HFT” – high frequency trading, *højfrekvenshandel*) har medført et behov for nye regler og mere tilsyn for at sikre børsernes ordentlige virkemåde.

Forslaget påkræver, at handelssystemerne på en *markedsplads* er robuste, herunder tilstrækkeligt bæredygtige på tidspunkter med spidsbelastning af ordrer og handler. Handelssystemerne skal desuden være testede, og der skal være foranstaltninger til at opretholde eller genetablere driften ved mindre eller større uforudsete hændelser.

Markedspladsen skal endvidere være i stand til at i) afvise ordrer, der afviger fra forudbestemte niveauer for pris og antal eller er klart fejlagtige, ii) standse handlen midlertidigt ved usædvanlige prisbevægelser i markedet, samt i sjældne tilfælde kunne rette eller aflyse en handel, og iii) sørge for, at

de virtuelle robotter ikke skaber eller bidrager til uro i markedet, herunder ved at kontrollere og begrænse antallet af ordrer.

Markedspladsen skal ligeledes have passende regler og kontroller for uregulerede personers direkte adgang til markedet (via et medlem af markedet). Endelig skal markedspladsens regler og priser for medlemmers handelssystemer i nærheden af markedspladsens egen platform være klare, rimelige og ens for alle.

På samme måde stilles krav til *værdipapirhandlere* vedrørende deres systemer og kontroller for at forhindre fejlagtige ordrer og anden uordentlig handel, herunder markedsmisbrug. Der er desuden krav om, at automatiske handelssystemer holdes i gang hele tiden i børsåbningstiden.

En værdipapirhandler, der tilbyder direkte adgang til en børs, skal foretage en ordentlig vurdering og overvågning af de personer, der anvender denne tjeneste, samt sætte passende begrænsninger i deres handelsmuligheder, fx begrænsning af størrelsen af handler eller antal handler. Endvidere skal værdipapirhandlere, der tilbyder afviklingstjenester, have effektive systemer og kontroller samt passende betingelser for disse tjenester.

Uafhængig rådgivning (art. 24)

Kommissionen foreslår, at finansielle formidlere skal pålægges at oplyse investoren om, på hvilket grundlag investeringsrådgivningen ydes, dvs. om den kan betegnes som uafhængig eller ej over for investoren. Konkret skal uafhængighed sikres ved, at der rådgives om en tilpas stor mængde værdipapirer, både hvad angår type og udsteder, samt ved et forbud mod at modtage præmiering fra tredjepart. Reglerne tænkes udmøntet sådan, at det samme selskab kan yde både "uafhængig" og "ikke-uafhængig" rådgivning, når blot kunden informeres om, på hvilket grundlag rådgivningen ydes ("ikke-uafhængig" rådgivning betegnes i det følgende som "begrænset" rådgivning, inspireret af, at der på engelsk typisk benyttes termen "restricted advice").

I de nuværende regler er der ikke nogen specifikke kriterier for fastsættelse af uafhængighed. Generelt gælder det dog for værdipapirhandlere og investeringsrådgivere, at de er forpligtet til at handle i overensstemmelse med kundens bedste interesse og at oplyse om modtagelse af provisioner betalt af tredjepart ved formidling af værdipapirer, samt at oplyse om eventuelle interessekonflikter. Forslaget vil således skærpe og konkretisere reglerne med det formål, at kunden bedre kan sikre sig, at rådgiveren reelt handler i kundens interesse.

Begrænsning af undtagelse om oplysningskrav og informationsindsamlingsforpligtelser ifm. realkreditfinansiering (art. 24)

Kommissionen foreslår, at den nugældende undtagelse for oplysningskrav og informationsindsamlingsforpligtelser i forbindelse med virksomheders rådgivning om realkreditfinansiering indsnævres, således at virksomhederne fremadrettet kun vil være undtaget fra at skulle oplyse om omkostninger mv., når dette er omfattet af anden EU-lovgivning. Den nugældende undtagelse skyldes, at realkrediten er omfattet af ESIS-standarden (European Standardised Information Sheet), hvormed informationer om kundens økonomi allerede indsamles i forbindelse med lånerådgivningen.

Med forslaget vil værdipapirhandlere fremadrettet blive pålagt at gennemføre en egnethedstest af kunden, hvor der indsamles informationer om kundens økonomi, risikovillighed og kendskab til instrumentet, når der rådgives om realkreditfinansiering. Der er således tale om et yderligere informationsindsamlingskrav, som i et vist omfang overlapper med de eksisterende informationsindsamlingskrav som gælder i forbindelse med lånerådgivningen.

Forbud mod præmiering fra tredjepart ved porteføljepleje (art. 24)

Kommissionen foreslår, at der indføres forbud mod, at værdipapirhandlere modtager provision fra tredjepart i forbindelse med porteføljeplejeaftaler. Porteføljepleje er, hvor kunden og værdipapirhandleren indgår en aftale om, at værdipapirhandleren træffer investeringsbeslutninger for en kunde og udfører handlerne uden kundens forudgående godkendelse. Kunden har således en begrænset kontrolmulighed, og forbuddet har til hensigt at sikre, at værdipapirhandleren ikke varetager egne interesser på bekostning af kundens interesser.

Strukturerede UCITS skal regnes for "komplekse instrumenter" (art. 25)

Kommissionen foreslår, at strukturerede UCITS (dvs. strukturerede investeringsforeningsbeviser) skal anses som "komplekse" produkter på samme måde, som andre strukturerede produkter bliver det. Det betyder, at UCITS produkttypen, der hidtil har været regnet for "ikke-kompleks", opdeles i en kompleks og en ikke-kompleks del. Når et produkt regnes for komplekst, er værdipapirhandleren af investorbeskyttelsesmæssige hensyn forpligtet til at sikre sig, at investoren (kunden), der ønsker at handle uden forudgående rådgivning, har den nødvendige erfaring med instrumentet, inden vedkommende investerer. Dette sker ved at gennemføre en såkaldt hensigtsmæssighedstest af kunden. Komplekse instrumenter kan således ikke handles som "execution only", dvs. uden at der foretages en hensigtsmæssighedstest. Dette vanskeliggør forbrugernes adgang til strukturerede (komplekse) UCITS, men sikrer til gengæld en højere beskyttelse af forbrugeren.

Information til kunder (art. 25, 27)

Kommissionen foreslår, at værdipapirhandlerne - når der ydes investeringsrådgivning - skal pålægges at specificere over for kunden, hvordan det konkrete investeringsforslag passer til kundens omstændigheder og karakteristika.

Forslaget har til hensigt at anspore investeringsrådgiveren til at forholde sig mere konkret til og godtgøre over for kunden, hvordan det anbefalede produkt passer til kunden. Kravet fremstår således som et supplement til de nuværende regler, hvor investeringsrådgiverne gennem den såkaldte "egnethedstest" er forpligtet til at basere sin rådgivning på informationer om kundens investeringsformål, finansielle situation og erfaring på investeringsområdet.

Rapporter om kvaliteten af ordreudførelse og offentliggørelse af en top 5 liste over anvendte handelssteder (art. 27)

Kommissionen foreslår, at alle handelssteder (dvs. en børs eller en værdipapirhandler, der udfører handler mod egenbeholdningen) mindst én gang årligt gratis skal offentliggøre data over kvaliteten af handler gennemført hos sig. Derudover skal værdipapirhandlerne offentliggøre en top 5 over handelssteder, som virksomheden benytter til at handle værdipapirer på inden for hver type finansielt instrument.

Hensigten med forslaget er at styrke værdipapirhandlerernes mulighed for at efterleve deres forpligtelser vedrørende ordreudførelse, da det bliver nemmere at evaluere, om de handelssteder, man benytter, er gode nok. Derudover bliver forbrugeren med denne information også bedre i stand til at vurdere kvaliteten af de handelspladser, som kundens værdipapirhandler benytter sig af.

Værdipapirhandleres ret til at benytte tilknyttede agenter gøres obligatorisk (art. 29)

Kommissionen foreslår, at værdipapirhandlere skal kunne vælge at benytte tilknyttede agenter. En tilknyttet agent er en fysisk eller juridisk person, der under det fulde og ubetingede ansvar fra én værdipapirhandler udfører investeringservices på vegne af denne.

Med forslaget vil Kommissionen af hensyn til at sikre level playing field afskaffe medlemsstaternes mulighed for at afskære værdipapirhandlere fra at benytte tilknyttede agenter. En vedtagelse vil betyde, at de medlemslande, der har benyttet sig af undtagelsesmuligheden, fremover vil skulle have tilknyttede agenter under tilsyn.

Vækstmarkeder (SME-virksomheder) (art. 35)

Det foreslås, at en multilateral handelsfacilitet (MHF) på visse betingelser skal kunne lade sig registrere som et *vækstmarked* for små og mellemstore virksomheder. Dette skal bidrage til at synliggøre sådanne markedspladser og derved forbedre de små og mellemstore virksomheders mulighed for at rejse kapital.

Tredjelande (art. 41-46)

Kommissionen foreslår, at adgangen for tredjelandes investeringsselskaber til EU-markederne harmoniseres (ækvivalensregime). I dag kan f.eks. amerikanske investeringsselskaber, der udfører tjenesteydelser med værdipapirer, få adgang til at udøve aktiviteter i et medlemsland uden nødvendigvis at skulle overholde de samme regler, som europæiske investeringsselskaber skal, idet det er op til det enkelte medlemsland at fastsætte kravene til aktører fra tredjelande, der ønsker at udøve aktiviteter i det pågældende medlemsland.

Forslaget indebærer, at opnåelse af tilladelse i et EU-land efter de harmoniserede regler giver adgang til hele EU. Som en del af harmoniseringen foreslås det, at der stilles krav om, at et tredjelands investeringsselskab skal etablere en filial i et medlemsland, såfremt selskabet ønsker at tilbyde tjenesteydelser til detailkunder på EU-markederne. Såfremt kravene til filialetablering opfyldes, og der etableres en filial i et medlemsland, kan selskabet tilbyde investeringsservice til kunder i andre medlemsstater uden yderligere filialetableringer ved notifikation til relevante tilsynsmyndigheder (såkaldt "europæisk pas"). Forslaget opererer med en overgangsordning for eksisterende tredjelandes selskaber, der allerede opererer i medlemsstaterne, på 4 år fra direktivet træder i kraft. Finanstilsynet har givet enkelte investeringsselskaber fra Canada og USA tilladelse til grænseoverskridende virksomhed i Danmark. Levering af investeringsservice til godkendte modparter kræver ikke etablering af en filial, men er underlagt nærmere bestemmelser i forordningen om forudgående ækvivalensvurdering.

En børs' forpligtelser ved handel med råvarederivater (art. 59-60)

Et råvarederivat er et værdipapir (terminkontrakt eller terminsret), der tillader handel i en given råvare med afvikling (med eller uden levering) ude i fremtiden. For at øge gennemsigtigheden, styrke tilsynet, samt mindske risikoen for markedsmissbrug, u hensigtsmæssige prisbevægelser og afviklingsfejl foreslås det, at en markedsplads, hvorpå råvarederivater handles, skal (i) kunne indføre begrænsninger i de positioner i råvarederivater, som en handlende må opbygge, eller andre tiltag med samme virkning, og (ii) underlægges krav om offentliggørelse og indberetning til myndighederne af oplysninger om positioner, opbygget af enten finansielle eller kommercielle aktører.

Reklassifikation af emissionstilladelser som finansielt instrument (annex 1, sec. C og art. 60)

Emissionstilladelser (CO₂-kvoter) er på nuværende tidspunkt ikke klassificeret som et finansielt instrument og er således ikke omfattet af MiFID. Derimod er derivataftaler vedrørende emissionstilladelser klassificeret som finansielle instrumenter og falder således ind under MiFID. Kommissionen finder, at der i handlen med emissionstilladelser er opstået uhensigtsmæssigheder, der kan underminere tilliden til kvotehandelsystemet for emissionstilladelser. På baggrund heraf forslås det, at emissionstilladelser defineres som værende et finansielt instrument, således at handlen med emissionstilladelser bliver reguleret af MiFID og markedsmisbrugsreglerne.

Herudover vil der være krav om offentliggørelse og indberetning vedrørende positioner i emissionstilladelser.

Offentliggørelsesordninger og samlede handelspriser (art. 61-68)

Med skabelsen af et regime for offentliggørelse af handler via *godkendte offentliggørelsesordninger* og af overordnede priser via *leverandører af samlede handelspriser* sigter forslaget på at gøre handelsdata i EU bedre og billigere samt at give markedsdeltagerne et større overblik. Formålet med dette initiativ er at fjerne størstedelen af de problemer, som markedsfragmenteringen efter indførelsen af MiFID har givet anledning til.

Børser vil samtidig efter forordningen blive underlagt et krav om at gøre efterhandelsinformationen tilgængelig straks på rimelige kommercielle vilkår og tilgængelig gratis 15 minutter efter transaktionens gennemførelse.

Sanktioner, herunder whistleblower-ordning (art. 73-78)

Kommissionen foreslår i direktivforslaget en række elementer i forhold til styrkelse og en indbyrdes tilnærmelse af rammerne for sanktioner. Det bemærkes, at der ligeledes en indført sådanne bestemmelser i anden finansiell regulering, herunder i revisionen af kapitalkravsdirektivet.

Dette indebærer blandt andet, at de nationale tilsynsmyndigheder skal råde over et minimum af administrative sanktionsmuligheder. Desuden indføres et minimumsloft for administrative bøder samt præcisering af kriterier, der skal lægges vægt på ved udmåling af administrative bøder for at sikre et proportionalitetsprincip.

For virksomheder skal der være mulighed for at fastsætte bøder på op til 10 pct. af omsætningen og for fysiske personer på op til 5 mio. EUR (37,5 mio. kr.). Hertil kommer, at eventuelle sanktioner over for virksomheder som udgangspunkt vil skulle offentliggøres. Endvidere skal der indføres procedurer for indberetning af overtrædelser af lovgivningen.

Medlemsstaterne skal sikre, at den relevante myndighed etablerer og driver effektive mekanismer, hvortil personer kan anmelde regelbrud - en såkaldt whistleblower-ordning. Med whistle-blowing forstås en ordning, hvor ansatte i virksomhederne får adgang til og tilskyndes til at afsløre og indberette eventuelle overtrædelser af reguleringen til den relevante myndighed. Mekanismen skal sikre procedurer for modtagelse og opfølgning på anmeldelser, passende beskyttelse af ansatte i finansielle virksomheder, som anmelder virksomhedens brud på lovgivningen samt beskyttelse af persondata for såvel anmelderen som for personen, der anmeldes. Derudover skal de finansielle virksomheder etablere procedurer, så ansatte internt kan rapportere brud på lovgivningen.

Forordningsforslaget

Før- og efterhandelsgennemsigtighed for andre værdipapirer end aktier (art. 3-10)

Kommissionen foreslår at udvide reglerne om handelsgennemsigtighed til andre værdipapirer end aktier, dvs. obligationer, strukturerede produkter, derivater og emissionstilladelser. Disse finansielle instrumenter vil blive omfattet af krav om før- og efterhandelsgennemsigtighed, der som udgangspunkt vil være de samme som for aktier.

Dette regime for handelsgennemsigtighed for andre værdipapirer end aktier vil blive nærmere fastlagt i gennemførelsesforanstaltninger – udarbejdet af ESMA og vedtaget af Kommissionen. Der vil i den forbindelse ske en kalibrering af reglerne om før- og efterhandelsgennemsigtighed i forhold til de forskellige typer af instrumenter, således at der fx fastsættes forskellige oplysningskrav for aktier, obligationer og derivater, herunder hvor der lægges vægt på, hvor likvide instrumenterne er. Kommissionen har i den forbindelse bl.a. nævnt, at det på markeder for stats- og realkreditobligationer kan risikere at begrænse likviditeten, hvis man går for langt med disse krav.

Formålet er et øget overblik fra tilsynsmyndighederne, styrke konkurrencen mv. De nuværende gennemsigtighedsregler i MiFID omfatter som nævnt alene aktier optaget til handel på et reguleret marked. Præambel 46 i MiFID giver dog mulighed for, at en medlemsstat kan anvende direktivets krav vedrørende før- og efterhandelsgennemsigtighed på andre finansielle instrumenter end aktier. Danmark har benyttet denne mulighed i form af krav om efterhandelsgennemsigtighed for visse typer obligationer, herunder realkreditobligationer, særligt dækkede obligationer, særligt dækkede realkreditobligationer, erhvervsobligationer og andele i kollektive investeringsordninger, der er optaget til handel på et dansk reguleret marked. Kun få med-

lemsstater ud over Danmark har benyttet denne mulighed i forskellige former, herunder Tyskland, Italien og Sverige.

Systematisk internalisering (art. 2, 13-20)

Der lægges op til visse kvantitative tærskler for, hvornår en værdipapirhandler udøver virksomhed som systematisk internalisator for bedre at kunne skelne mellem systematisk internalisering og almindelig lejlighedsvis handel for kunder uden for en børs. En systematisk internalisator er en værdipapirhandler, der handler op imod sin egenbeholdning uden om børsen, hvilket svarer til den tidligere betegnelse ”strakshandler”. Men en systematisk internalisator vil skulle følge et sæt regler om før- og efterhandelsgennemsigtighed, der ligestiller denne form for organiseret værdipapirhandel med børserne.

Indberetningen af transaktioner (art. 21-23)

For at styrke myndighedernes overvågning og efterforskning af muligt markedsmisbrug foreslås det at øge kravene til indberetningen af transaktioner. Alle handler med værdipapirer, der handles på en børs, eller der har relation til værdipapirer, der handles på en børs, vil skulle indberettes. Derudover indeholder forslaget en ny forpligtelse for børser, hvorefter det kræves, at transaktionsdata skal gemmes i mindst 5 år.

Børspligt for standardiserede OTC-derivater (art. 24-27)

Med henblik på at øge handelsgennemsigtigheden og markedsstabiliteten stiller forslaget krav om, at handlen med et derivat, der kun handles uden for en børs (såkaldt OTC-handel (”over the counter”-handel), flyttes over på en børs, hvis det pågældende derivat er tilstrækkeligt standardiseret. Operatøren af et reguleret marked skal sikre, at transaktioner med derivater, der er omfattet af clearingsforpligtelsen i henhold til forslaget til forordning om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre (EMIR), cleares af en central modpart, når disse indgås på et reguleret marked.

Øget tilsyn med produkter og services (art. 31-35)

Kommissionen foreslår, at tilsynet med produkter og services øges, ved at de nationale kompetente myndigheder i koordination med ESMA tillægges beføjelse til at udstede *permanente* forbud mod markedsføring, distribution eller salg af bestemte finansielle instrumenter, finansielle aktiviteter eller fremgangsmåder. Endvidere foreslås det, at ESMA kan udstede *midlertidige* forbud på området. Bestemmelserne angiver specifikke betingelser, der alle skal være opfyldt, forinden udstedelse af forbud kan eksekveres. Disse betingelser er bl.a. knyttet til trusler mod investorbeskyttelse, markedets funktion eller stabiliteten af det finansielle system.

Med hensyn til positioner i derivater giver forslaget endvidere de kompetente myndigheder ret til at indhente information og gribe ind i handlen, herunder om nødvendigt i forhold til størrelsen af en position, mens ESMA gives ret til permanent at begrænse størrelsen af en position.

4. Europa-Parlamentets udtalelser

Europa-Parlamentet vedtog i november 2010 en eget-initiativ rapport om MiFID-direktivet. Der foreligger endnu ingen tidsplan for Europa-Parlamentets behandling af Kommissionens forslag. Markus Ferber (DE, konservativ) forventes at være ordfører på forslaget.

5. Nærhedsprincippet

Kommissionen fremfører, at målene med forslaget bedst gennemføres på EU-plan frem for af hver enkelt medlemsstat.

Kommissionen finder, at forslagens bestemmelser ikke går ud over, hvad der er nødvendigt for at nå de fastsatte mål. Kommissionen mener, at kun EU-lovgivning kan sikre, at markeder i forskellige medlemsstater er underlagt de samme krav, herunder fx krav om transparens og forbrugerbeskyttelse. Endvidere vil fælles regler og dermed lige vilkår på tværs af medlemslandene bidrage til at afskaffe regelarbitrage.

Det er den danske regerings foreløbige vurdering, at forslaget generelt er i overensstemmelse med nærhedsprincippet, da øget grænseoverskridende konkurrence fordrer fælles regler. I forhold til direktivets bestemmelser om sanktioner er det ligeledes den danske regerings foreløbige vurdering, at forslaget er i overensstemmelse med nærhedsprincippet. I den forbindelse bemærkes det, at direktivet opererer med et ”mindsteloft” for administrative bøder og ikke minimumsstørrelser for administrative bøder.

6. Gældende dansk ret

Direktivforslaget

Strukturerede indlån omfattes af MiFID: De investorbeskyttelsesmæssige aspekter af MiFID er implementeret i bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel (investorbeskyttelsesbekendtgørelsen). Bekendtgørelsen er hjemlet i § 43 i lov om finansiel virksomhed og omhandler investeringservice vedrørende finansielle instrumenter, nævnt i bilag 5 i lov om finansiel virksomhed. Strukturerede indlån er ikke indeholdt i bilag 5 i lov om finansiel virksomhed.

Begrænsning af undtagelserne for aktører på markederne for råvarederivater: Undtagelser til, hvilke personer der skal have tilladelse som værdipapirhandlere, er reguleret i bekendtgørelse nr. 440 af 11. maj 2007 om hvilke fysiske og juridiske personer, der kan udføre tjenesteydelser i forbindelse med værdipapirhandel på erhvervsmæssigt grundlag uden en tilladelse efter lov om finansiel virksomhed (undtagelsesbekendtgørelsen).

Organiseret handelsfacilitet - ny børstype (OTF): Organiseret handelsfacilitet ("OTF") er en ny børstype og er således ikke reguleret i dansk ret.

Corporate governance: Der findes ingen dansk lovregulering, der for værdipapirhandlere indeholder begrænsninger på antallet af ledelsesposter eller krav til diversitet på baggrund af køn, alder, geografi mv. Den danske komité for god selskabsledelse behandler emnerne i deres anbefalinger for god selskabsledelse. Anbefalingerne er alene gældende for børsnoterede selskaber og anvendes efter et comply or explain princip. Selskaberne skal i deres årsrapport oplyse, om de følger anbefalingerne og i benægtende fald angive årsagen her til. Kravene til ledelsen af en operatør af et reguleret marked er reguleret i lov om værdipapirhandel m.v. De foreslåede ændringer er dog mere vidtgående.

Optagelse af telefonsamtaler eller elektronisk kommunikation vedrørende ordrer: Området er ikke reguleret i dansk ret.

Højfrekvenshandel (HFT – high frequency trading): Kravene til sikring af effektive og sikre børser er reguleret i lov om værdipapirhandel m.v. De foreslåede ændringer er dog mere vidtgående.

Uafhængig rådgivning: Der er i den danske lovgivning ikke fastsat nogen kriterier, som en værdipapirhandler skal opfylde for at måtte kalde sig uafhængig/uvildig.

Begrænsning af undtagelse om oplysningskrav og informationsindsamlingsforpligtelser ifm. realkreditfinansiering: Forslaget indsnævrer den undtagelse, som er implementeret i dansk ret.

Forbud mod præmiering fra tredjepart ved porteføljepleje: Der eksisterer i dansk lovgivning ikke noget forbud mod modtagelse af provision fra tredjepart ved porteføljepleje.

Strukturerede UCITS skal regnes for "komplekse instrumenter": Alle UCITS regnes i dansk lovgivning for værende ikke-komplekse instrumenter.

Information til kunder: Dansk regulering stiller ingen krav om, at værdipapirhandleren skal specificere baggrunden for det givne råd i form af en egnethedsrapport.

Rapporter over kvaliteten af ordreudførelse og offentliggørelse af en top 5 liste over anvendte handelssteder: Der er i dansk lovgivning ingen krav til offentliggørelse af statistikker over handelskvalitet.

Værdipapirhandlers ret til at benytte tilknyttede agenter gøres obligatorisk: Danske værdipapirhandlers ret til at benytte tilknyttede agenter er ikke omfattet af dansk lovgivning. Kreditinstitutter og investeringsselskaber fra andre EU lande kan dog på nuværende tidspunkt anvende tilknyttede agenter i Danmark, jf. § 30, stk. 11, i lov om finansiel virksomhed.

Vækstmarkeder (SME-virksomheder): "Vækstmarked" (en MHF registreret som sådan) er et nyt begreb, og derfor ikke defineret eller reguleret i dansk ret.

Tredjelande: Adgangen for tredjelandes investeringsselskaber til at udøve tjenesteydelser med værdipapirhandel i Danmark er reguleret i lov om finansiel virksomhed med tilhørende bekendtgørelse nr. 979 af 4. december 2003 om tilladelsesproceduren for udenlandske kreditinstitutter og investeringsselskaber, der er meddelt tilladelse i et land uden for Den Europæiske Union, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, og som ønsker at udføre tjenesteydelser med værdipapirhandel i Danmark. Adgangen for tredjelandes investeringsselskaber til at drive virksomhed gennem en filial etableret i Danmark er reguleret i bekendtgørelse nr. 842 af 6. september 2005 om filialer af investeringsselskaber, der er meddelt tilladelse i et land uden for Den Europæiske Union, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område.

En børss' forpligtelser ved handel med råvarederivater: Området er nyt og er ikke reguleret i dansk ret.

Reklassifikation af emissionstilladelser som finansielt instrument: Finansielle instrumenter, som primært værdipapirhandlere har eneret til at udføre aktiviteter med, fremgår af bilag 5 til lov om finansiel virksomhed. Endvidere er der med hjemmel i § 17 i lov om finansiel virksomhed udstedt bekendtgørelse nr. 984 af 5. december 2003 om, hvilke instrumenter og kontrakter ud over dem, der er nævnt i bilag 5 til lov om finansiel virksomhed, pengeinstitutter og fondsmæglerselskaber må udføre tjenesteydelser med. Emissionstilladelser er ikke medtaget heri.

Offentliggørelsesordninger og samlede handelspriser: Kravene til offentliggørelse af pris, mængde og tidspunkt for transaktioner er reguleret i lov om vær-

dipapirhandel m.v. og gennemførelsesforordningen til MiFID, men begreberne/virksomhedstyperne ”godkendte offentliggørelsesordninger” og ”leverandører af samlede handelspriser” er nye i dansk ret.

Sanktioner, herunder whistleblower ordning: Finanstilsynet kan udstede administrative bødeforlæg for overtrædelse af specifikt nævnte bestemmelser i lov om finansiel virksomhed. Der er hjemmel til, at listen kan udvides med nye bestemmelser på baggrund af bl.a. EU-retten. Sanktioner på det finansielle område bliver offentliggjort på Finanstilsynets hjemmeside. Der er ikke indført whistle-blowing-regler i dansk lovgivning.

Forordningsforslaget

Før- og efterhandelsgennemsigtighed for andre værdipapirer end aktier: Efter gældende dansk ret er der krav om før- og efterhandelsgennemsigtighed for aktier optaget til handel på et reguleret marked. Dette gennemsigtighedsregime udvides til at omfatte andre værdipapirer end aktier på et reguleret marked. Præambel 46 i det gældende MiFID giver dog allerede nu mulighed for, at en medlemsstat kan anvende direktivets krav vedrørende før- og efterhandelsgennemsigtighed på andre værdipapirer end aktier. Danmark har benyttet denne mulighed i form af krav om efterhandelsgennemsigtighed for visse typer obligationer, herunder realkreditobligationer, særligt dækkede obligationer, særligt dækkede realkreditobligationer, erhvervsobligationer og andele i kollektive investeringsordninger, der er optaget til handel på et dansk reguleret marked. Hovedparten af de udvidede krav er ikke reguleret i dansk ret.

Systematisk internalisering: Kravene til og definitionen af værdipapirhandlere, der systematisk internaliserer (”systematiske internalisatorer”), er i dag reguleret i lov om værdipapirhandel m.v. og gennemførelsesforordningen til MiFID.

Indberetningen af transaktioner: Kravene til indberetningen af transaktioner er reguleret i lov om værdipapirhandel m.v. og bekendtgørelse om indberetning af transaktioner med værdipapirer. Med den foreslåede forordning udvides denne indberetningspligt.

Børspligt for standardiserede OTC-derivater: Kravet om, at standardiserede OTC-derivater handles på en børs, er nyt i dansk ret.

Øget tilsyn med produkter og services: Beføjelserne for Finanstilsynet til at føre tilsyn med værdipapiriområdet er reguleret i lov om værdipapirhandel m.v. Disse beføjelser styrkes, og tilsynsområdet udvides med de fremlagte forslag. ESMA har ikke med de eksisterende regler direkte beføjelser på det danske værdipapiriområde.

7. Lovgivningsmæssige og statsfinansielle konsekvenser

Lovgivningsmæssige konsekvenser

Strukturerede indlån omfattes af MiFID: Da strukturerede indlån ikke er indeholdt i bilag 5 i lov om finansiel virksomhed, vil forslaget medføre en tilpasning af lovgivningen.

Begrænsning af undtagelserne for aktører på markederne for råvarederivater: Forslaget vil medføre ændring og tilpasning i undtagelsesbekendtgørelsen.

Organiseret handelsfacilitet (ny børstype): Organiseret handelsfacilitet ("OTF") er en ny børstype, som ikke er reguleret i dansk ret. Forslaget vil medføre en lovændring.

Corporate governance: Forslaget vil medføre en lovændring, så de øgede krav omfattes af lovgivningen.

Optagelse af telefonsamtaler eller elektronisk kommunikation vedrørende ordrer: Forslaget vil medføre nye bestemmelser i bekendtgørelse nr. 428 af 9. maj 2007 om de organisatoriske krav til og betingelserne for drift af virksomhed som værdipapirhandler.

Højfrekvenshandel (HFT – high frequency trading): Kravene til sikring af effektive og sikre børser er reguleret i lov om værdipapirhandel m.v. De forslåede ændringer er dog mere vidtgående. Forslaget vil kræve lovændring.

Uafhængig rådgivning: Da der er i dansk lovgivning ikke er fastsat nogen kriterier, som en værdipapirhandler skal opfylde for at måtte kalde sig uafhængig/uvildig, vil en tilpasning af dansk lovgivning være nødvendig.

Begrænsning af undtagelse om oplysningskrav og informationsindsamlingsforpligtelser ifm. realkreditfinansiering: Den fulde undtagelsesbestemmelse er implementeret i dansk ret, og en indsnævring af denne vil derfor medføre en ændring af reglerne.

Forbud mod præmiering fra tredjepart ved porteføljepleje: Et forbud mod præmiering fra tredjepart vil medføre en ændring af reglerne.

Strukturerede UCITS skal regnes for "komplekse instrumenter": Forslaget vil medføre en ændring af reglerne på området.

Information til kunder: Forslaget vil medføre en tilpasning af investorbekyttelsesreglerne.

Rapporter over kvaliteten af ordreførelse og offentliggørelse af en top 5 over anvendte handelssteder: Forslaget vil betyde en ændring af reglerne.

Værdipapirhandlers ret til at benytte tilknyttede agenter gøres obligatorisk: Forslaget vil nødvendiggøre en dansk lovændring.

Vækstmarkeder (SME-virksomheder): "Vækstmarked" (en MHF registreret som sådan) er et nyt begreb og derfor ikke defineret eller reguleret i dansk ret. Forslaget kræver lovændring.

Tredjelande: Forslaget vil medføre nye bestemmelser i lov om finansiel virksomhed samt ændringer i eller ophævelse af bekendtgørelsen på området.

En børss' forpligtelser ved handel med råvarederivater: Området er nyt og er ikke reguleret i dansk ret. Forslaget vil kræve lovændring.

Reklassifikation af emissionstilladelser som finansielt instrument: Forslaget vil medføre ændringer i bilag 5 til lov om finansiel virksomhed.

Offentliggørelsesordninger og samlede handelspriser: Forslaget vil medføre en ændring af reglerne på området.

Sanktioner, herunder whistleblower-ordning: Forslaget indebærer en stramning af reglerne for sanktioner. Bestemmelserne om sanktioner skal på denne baggrund ændres i lov om finansiel virksomhed, lov om værdipapirhandel og i bekendtgørelse om udstedelse af administrative bødeforlæg på det finansielle område. I forhold til whistleblower-ordningen vil en vedtagelse af forslaget medføre et behov for tilpasning af lov om finansiel virksomhed. Kravene i direktivet om bl.a. beskyttelse af ansatte harmonerer ikke umiddelbart med forvaltningslovens regler om parters aktindsigt. En implementering af forslaget vil skulle ske i form af en tilpasning af lov om finansiel virksomhed, hvilken vil være lex specialis ift. forvaltningsloven fsva. whistleblower-ordningen. Det er regeringens umiddelbare vurdering, at initiativet om at tilnærme og styrke sanktionsordninger ikke falder under forbeholdet om retlige og indre forhold, idet forslaget ikke indeholder egentlige strafferetlige sanktioner, men alene administrative sanktioner.

Før- og efterhandelsgennemsigtighed for andre værdipapirer end aktier: Efter gældende dansk ret er der krav om før- og efterhandelsgennemsigtighed for aktier optaget til handel på et reguleret marked. Disse bestemmelser vil

skulle ophæves og erstattes af forordningens udvidede regulering, der vil være direkte gældende i medlemsstaterne.

Systematisk internalisering: Bestemmelserne om kravene til og definitionen af værdipapirhandlere, der systematisk internaliserer ("systematiske internalisatorer"), er i dag reguleret i lov om værdipapirhandel m.v. og gennemførelsesforordningen til MiFID. Disse bestemmelser vil skulle ophæves og erstattes af forordningen, der er direkte gældende i medlemsstaterne.

Indberetningen af transaktioner: Kravene til indberetningen af transaktioner er reguleret i lov om værdipapirhandel m.v. og bekendtgørelse om indberetning af transaktioner med værdipapirer. Disse bestemmelser vil skulle ophæves og erstattes af forordningens udvidede regulering, der er direkte gældende i medlemsstaterne.

Børspligt for standardiserede OTC derivater: Forslaget om, at standardiserede OTC derivater handles på en børs, der nyt i dansk ret, gennemføres ved forordning, som er direkte gældende i medlemsstaterne. Forslaget forventes på denne baggrund ikke at medføre lovgivningsmæssige konsekvenser.

Øget tilsyn med produkter og services: Forslaget om at tildele specifik og direkte kompetence til ESMA gennemføres ved forordning, som er direkte gældende i medlemsstaterne. Forslaget forventes på denne baggrund ikke at medføre lovgivningsmæssige konsekvenser.

Statsfinansielle konsekvenser

Generelt udvides området for MiFID, og der forventes derfor at komme flere virksomheder under tilsyn, ligesom øget regulering vil medføre, at der skal føres tilsyn med flere bestemmelser.

De forslag til ændringer, der kan medføre, at flere virksomheder kommer under tilsyn, er bl.a. begrænsning af undtagelserne for aktører på markederne for råvarederivater, reklassifikation af emissionstilladelser som finansielt instrument, værdipapirhandlers ret til at benytte tilknyttede agenter gøres obligatorisk, ændring af tredjelandsregimet, OTF (ny børstype), regime for dataleverandører – navnlig godkendte offentliggørelsesordninger og leverandører af samlede handelspriser og en mere kvantitativ definition af systematisk internalisering.

De forslag, som vil medføre øget regulering, og derved flere bestemmelser, der skal føres tilsyn med, er bl.a. optagelse af telefonsamtaler og elektronisk kommunikation vedrørende ordrer, corporate governance regler om øgede krav til fx sammensætning af bestyrelsen, whistleblowerordningen, effektive

og sikre børser, krav til børser og værdipapirhandlere i forbindelse med højfrekvenshandel, børsernes forpligtelser ved handel med råvarederivater, handeleggennemsigtighed for andre værdipapirer end aktier, ændrede krav om handeleggennemsigtighed for systematiske internalisatorer, udvidelse af indberetningspligten og børsplicht for standardiserede OTC-derivater. Endvidere er der krav om, at tilsynsmyndighederne skal kunne modtage oplysninger om transaktioner, der indberettes til et transaktionsregister i henhold til EMIR, hvilket vil medføre omkostninger til udbygning af Finanstilsynets it-systemer.

Idet der forventes at komme flere virksomheder under tilsyn samt flere regler, der skal føres tilsyn med, forventes forslagene at medføre et øget ressourcebehov for Finanstilsynet. Sådanne omkostninger vil i givet fald finansieres af de finansielle virksomheder under tilsyn, som det er normal praksis for Finanstilsynet. Det er ikke muligt på nuværende tidspunkt konkret at opgøre de øgede omkostninger.

8. Samfundsmæssige konsekvenser

Forslaget ventes at medføre positive samfundsmæssige konsekvenser, idet den øgede regulering vil bidrage til, at markederne vil fungere mere effektivt og prisdannelsen vil forbedres, bl.a. grundet de øgede krav til transparens.

Generelt er det vanskeligt på nuværende tidspunkt mere præcist at opgøre de samfundsmæssige konsekvenser, idet der er usikkerhed om rækkevidden af nogle af de foreslåede bestemmelser, herunder særligt de bestemmelser, hvor afgrænsningen skal fastlægges på niveau II (niveau I er det, som fastlægges direkte i direktivet og forordningen, mens niveau II er de gennemførelsesforanstaltninger, vejledninger og bindende tekniske standarder, som udarbejdes efterfølgende). Se også afsnittet nedenfor om administrative konsekvenser for erhvervslivet.

9. Administrative konsekvenser for erhvervslivet

I Kommissionens konsekvensanalyse er det anført, at revisionen af MiFID skønnes at generere engangsomkostninger (omstillingsomkostninger) på mellem EUR 512 mio. og EUR 732 mio. og løbende omkostninger på mellem EUR 312 mio. og EUR. 586 mio. pr. år. Dette svarer til engangsomkostninger på 0,10-0,15 pct. og løbende omkostninger på 0,06-0,12 pct. pr. år af de totale omkostninger i den europæiske banksektor.

Følgende ændringer vurderes særligt at ville påføre erhvervslivet administrative konsekvenser i form af omstillingsomkostninger og løbende omkostninger:

- Organiseret handelsfacilitet - ny børstype (OTF)

- Optagelse af telefonsamtaler og elektronisk kommunikation vedrørende ordrer, særligt i forbindelse med etablering af et teknisk system for de virksomheder, der ikke allerede har indført dette
- Uafhængig rådgivning, særligt for de virksomheder, der for at kunne betegne sig som "uafhængige", skal afdække et større antal investeringsprodukter.
- Udspecificering af hvordan investeringsforslaget passer til kunden, særligt i forbindelse med tilpasning af virksomhedernes rådgivningsforretningsgange og evt. anvendte IT-systemer
- Regime for dataleverandører, primært i forhold til omstillingsbyrder
- Ændrede krav og definition af systematisk internalisering
- Effektive/sikre børser og deres forpligtelser ved handel med råvarederivater
- Handelsgennemsigtighed for andre værdipapirer end aktier
- Udvidelse af indberetningspligten
- Whistleblower-ordning, særligt i forbindelse med etablering af sikre indrapporteringssystemer samt udarbejdelse af procedurer for indsamling og håndtering af interne anmeldelser.

Det er vanskeligt på nuværende tidspunkt at opgøre omfanget af de administrative konsekvenser, idet der er usikkerhed om rækkevidden af nogle af de foreslåede bestemmelser, herunder særligt de bestemmelser, hvor afgrænsningen skal fastlægges på niveau II.

10. **Høring**

Kommissionens forslag til direktiv og forordning har været i høring i EU-specialudvalget for den finansielle sektor med høringsfrist den 28. november 2011. Nedenfor sammenfattes hovedindholdet af høringssvarene.

Generelle bemærkninger

Finansrådet og Børsmæglerforeningen anfører, at det helt overordnede formål med revisionen er at fremme integrationen, konkurrenceforholdene og effektiviteten for de europæiske markeder, men at der er overhængende fare for, at visse af de foreslåede nye tiltag kan vise sig at få den modsatte effekt for det danske obligationsmarked med store negative, samfundsøkonomiske konsekvenser til følge.

Dansk Aktionærforening er meget positiv over for de forbedringer af forbrugerbeskyttelsen som Kommissionens forslag er udtryk for, ligesom det findes hensigtsmæssigt at gennemføre forordningsforslaget som en forordning, så der ikke skabes forskelle mellem medlemsstaterne, som det kan ske ved implementering af direktiver.

Dansk Energi støtter de fundamentale hensigter i MiFID. Landbrug & Fødevarer tilslutter sig overordnet set EU-Kommissionens ønske om at øge sikkerheden og effektiviteten på de finansielle markeder. Danmarks Rederiforening støtter MiFID II forordnings- og direktivforslagets formål om et integreret og effektivt finansielt marked i EU.

Strukturerede indlån omfattes af MiFID

Finansrådet og Børsmæglerforeningen angiver, at definitionen af strukturerede indlån bør specificeres.

Begrænsning af undtagelserne for aktører på markederne for råvarederivater

Danmarks Rederiforening ønsker undtagelsen i direktivets art. 2 (1)(i) vedrørende MiFIDs anvendelsesområde defineret bedre, herunder i forhold til betydningen af “accessorisk aktivitet”, idet det er afgørende, at undtagelsen ikke medfører, at rederier, der handler olie for tredjemænd, som også er kunder, bliver omfattet af MiFID. Dansk Energi påpeger vigtigheden af, at MiFID/MiFIR undgår at omfatte systemisk irrelevante virksomheder, herunder energivirksomheder. Dansk Energi noterer sig derfor med stor bekymring, at den generelle undtagelse for handel med råvarer forsvinder (den nuværende undtagelse 2(1)(k)). Den reviderede undtagelse i 2(1)(i) for virksomheder, der yder investeringsservice inden for råvarederivater eller udbyder derivataftaler til kunderne i deres hovederhverv, såfremt dette er accessorisk til hovederhvervet på koncernniveau, kan vise sig tilstrækkelig. Dette afhænger imidlertid af, hvordan accessorisk senere bliver defineret i delegerede retsakter. Dette giver en stor usikkerhed for disse aktører, herunder energiselskaber. Dansk Energi ønsker en nærmere afklaring heraf på niveau I, herunder særligt i forhold til betragtning 14 og 88. I artikel 2(3) vil det være mere hensigtsmæssigt at angive, at det som mindst skal tages i betragtning for, at en aktivitet kan anses for at være accessorisk, er, at aktiviteten kan forbindes med risikohåndtering i forhold til det forretningsmæssige produkt. Dansk Energi anfører endeligt, at en energibranche omfattet af MiFID/MiFIR, og dermed forbundne pålæg af bl.a. en række administrative og kapitalmæssige krav, vil give et incitament til energiselskaber til ikke at deltage på markedet og foretage den nødvendige risikoafdækning.

Landbrug & Fødevarer er positive over for stramningen af undtagelserne i MiFID's artikel 2, idet Landbrug & Fødevarer vurderer, at Kommissionen anerkender, at grovwarevirksomhedernes behov for risikoafdækning og formidling af simple råvarederivater på vegne af deres landmandskunder fortsat kan opfyldes uden yderligere administration.

Organiseret handelsfacilitet - ny børstype (OTF)

Det er Finansrådets og Børsmæglerforeningens opfattelse, at de betydelige forskelle blandt markedspladser, der falder under OTF-kategorien, kan gøre det nødvendigt at differentiere reguleringen af OTF'er i forhold til både før- og efterhandelsinformation. Ydermere bør en OTF ikke kunne nægte enkelte investeringsselskaber adgang, såfremt andre investeringsselskaber har adgang. Der skal være mulighed for en fravigelse fra forbuddet mod egenbogshandel ved handel med andre papirer end aktier, hvor instrumentets beskaffenhed og den sædvanlige handelsmåde berettiger det. Endelig bør forslaget suppleres med en restriktion i forhold til, hvor stor markedsandel en OTF må opnå.

Corporate governance

Finansrådet og Børsmæglerforeningen finder det særdeles u hensigtsmæssigt, at der indsættes et specifikt loft over antallet af bestyrelsesposter, idet bestyrelsesposter har forskellig tyngde mv. Finansrådet og Børsmæglerforeningen opfordrer til, at det forslåede loft fjernes og erstattes af en mere fleksibel formulering. Finansrådet og Børsmæglerforeningen angiver endvidere, at det udtrykkeligt bør fremgå, at der i koncerner alene skal nedsættes ét nomineringsudvalg.

Realkreditrådet og Realkreditforeningen forstår forslaget således, at der ikke stilles krav om nomineringsudvalg i danske realkreditinstitutter, idet ledelsesorganerne her ikke har kompetence til at udpege sine medlemmer. Endvidere anfører Realkreditrådet og Realkreditforeningen, at det ikke findes hensigtsmæssigt med en kvantitativ regulering af antallet af direktør- og bestyrelsesposter, som medlemmer af ledelsesorganet kan varetage, og anser det i den forbindelse for væsentligt, at de tekniske standarder får den nødvendige fleksibilitet og rummelighed.

Danmarks Rederiforening kan ikke støtte forslaget og foreslår, at hvis man ønsker corporate governance for investeringsfirmaer og handelsplatforme, så bør man også for disse aktører anvende de nationale "comply or explain" corporate governance regler, som en lang række medlemsstater har for børsnoterede selskaber.

Dansk Aktionærforening finder det af største vigtighed, at nomineringskomitéerne blandt deres medlemmer skal have mindst én person, der repræsenterer de små aktionærer og de private investorer. Uden en sådan repræsentation, som kendes fra Sverige, kan en nomineringskomité være uden den bredde, der er nødvendig for at skabe den nødvendige tillid i aktionærkredsen.

Optagelse af telefonsamtaler eller elektronisk kommunikation

Finansrådet og Børsmæglerforeningen angiver, at kravet om at optage og opbevare samtlige ordrer må forventes at indebære store administrative byr-

der for de omfattede virksomheder og optagelse af mange samtaler om andet end værdipapirhandel, samt at omkostningerne ikke kan forventes at stå mål med eventuelle fordele ved en optagelse og opbevaring af samtlige kunders telefonordrer. Det er Finansrådet og Børsmæglerforeningens holdning, at indførelse af et krav for handel mellem professionelle kan støttes, men at det fortsat bør gøres valgfrit for medlemslandene, om de ønsker at indføre krav om optagelse af telefonordrer uden for det professionelle marked. Hvis kravet gennemføres, bør det afklares, hvad der præcist er krav om at opbevare, da det dette ikke fremgår klart i det nuværende udkast, herunder hvad kravet indebærer for banker, hvor værdipapirhandlen ikke er adskilt fra andre bankforretninger. Afklaring heraf bør ske på niveau I. Endvidere anføres det, at en opbevaringsperiode på seks måneder må anses for at være tilstrækkelig.

Realkreditrådet og Realkreditforeningen støtter ikke forslaget om en generel pligt til at optage telefonsamtaler mv., der involverer kundeordrer i forhold til danske realkreditobligationer. Det anføres, at der ikke hidtil er registreret markedsmissbrug i relation til danske realkreditobligationer, at det anses for at stride med persondatalovgivningen, samt at det vil kræve store ressourcer, da alle samtaler må optages for at være sikker på, at få optaget de samtaler, der omhandler ordrer. Det foreslås, at der arbejdes for en undtagelse til kravet for danske realkreditobligationer.

Højfrekvenshandel (HFT – high frequency trading)

Finansrådet og Børsmæglerforeningen er positive over for de krav, direktivforslaget opstiller til markedspladser, som giver adgang til højfrekvenshandel. Tilsvarende støtter Finansrådet og Børsmæglerforeningen kravet om, at markedsdeltagere, som benytter automatiske handelssystemer, skal sikre, at disse kontinuerligt anvendes og er aktive i hele markedspladsens åbningstid.

Uafhængig rådgivning

Dansk Aktionærforening finder, at forslaget om en skelnen mellem ”uafhængig” og ”begrænset” rådgivning er et godt forsøg på at skabe klarhed, så forbrugerne får en advarsel om, hvilken kvalitet rådgivning de kan forvente. Det bør indgå i kravene til uafhængig rådgivning, at medarbejdere, der yder ”uafhængig” rådgivning, skal være kvalificerede til at rådgive om finansielle produkter og tjenester. Danmark bør gå ind for en kvalitetsmæssig forbedring af Kommissionens forslag ved, at betegnelsen ”rådgivning” udelukkende skal kunne anvendes i forbindelse med ”uafhængig” rådgivning, og ved at indføre et krav om certificering af medarbejdere, der yder ”uafhængig” rådgivning.

Forsikring & Pension støtter, at der stilles krav til uafhængige rådgivere om, at deres rådgivning skal ske på basis af et større antal produkter på markedet, og at rådgivningen skal begrundes. Endvidere støtter Forsikring & Pen-

sion Kommissionens forslag om et provisionsforbud for rådgivere, når disse er uafhængige.

Forbud mod præmiering fra tredjepart ved porteføljepleje

Finansrådet og Børsmæglerforeningen angiver, at et generelt forbud mod præmiering ved porteføljepleje vil ramme meget bredt og unuanceret uden hensyn til forskellige forretningsmodeller, som ikke nødvendigvis indebærer interessekonflikter. Finansrådet og Børsmæglerforeningen angiver, at definitionen på præmiering fra tredjemand ved et eventuelt generelt forbud bør præciseres.

Dansk Aktionærforening støtter forslaget om forbud mod præmiering, så der ikke er tvivl om, at den, der udfører porteføljepleje, skal varetage investors interesser.

Strukturerede UCITS skal regnes for ”komplekse instrumenter”

Det er Finansrådets og Børsmæglerforeningens holdning, at det er væsentligt at opretholde adgangen til at handle ”execution only” for produkter, der er velkendte for kunderne, og hvor en eventuel kompleksitet nedbringer den risiko, der er forbundet med produktet. Der bør derfor på niveau I tillades ”execution only” med alle aktier, obligationer, pengemarkedsinstrumenter, UCITS og andre ikke komplekse instrumenter. Ved udformning af reglerne er det fra dansk side væsentligt at arbejde for, at danske realkreditobligationer ikke vil blive kategoriseret som komplekse. Finansrådet og Børsmæglerforeningen finder, at direktivets definition af en struktureret UCITS er uklar. Der bør derfor arbejdes for, at definitionen af en struktureret UCITS bliver entydig og klar.

Information til kunder

Finansrådet og Børsmæglerforeningen kan ikke støtte forslaget om efterfølgende rapporteringer i forbindelse med hver enkelt transaktion om ræsonnementet bag egnethedstesten, idet det vil være en unødvendig og fordyrende gentagelse af egnethedstesten og vil ikke bidrage til kundens informationsniveau.

Dansk Aktionærforening lægger meget vægt på forslaget om, at værdipapirhandleren skal specificere over for kunden, hvordan det konkrete investeringsforslag passer til kundens omstændigheder og karakteristika, og at disse skal afgives skriftligt.

Realkreditrådet og Realkreditforeningen ser det som en væsentlig forringelse, at realkreditinstitutterne ikke længere er undtaget krav om egnetheds- og hensigtsmæssighedsvurdering af kunden, som det er tilfældet i dag, idet art. 19 i

direktivet revideres. Det anføres, at ændringen vurderes at medføre en meget stor og på alle måder unødvendig ekstra administrativ byrde for institutterne.

En børss' forpligtelser ved handel med råvarederivater

Landbrug & Fødevarer bakker op om den større gennemsigtighed på råvaremarkederne, der lægges op til i Kommissionens forslag, da klarhed om frekvensen og størrelsen på transaktionerne på de finansielle markeder vil øge viden om, hvad der driver priserne.

Sanktioner, herunder whistleblowerordning:

Finansrådet og Børsmæglerforeningen finder, at nærhedsprincippet ikke kan anses for opfyldt, for så vidt angår direktivforslagets regler om administrative bøder. Her refereres specifikt til bødeniveauet og den foreslåede bemyndigelse til at udstede retningslinjer til de nationale myndigheder omkring arten og navnlig størrelsen af de administrative bøder. Det er FR's opfattelse, at udmålingen af størrelsen af bøder i de konkrete sager bør finde sted på nationalt niveau, i sidste instans af de nationale domstole, hvortil de administrative bøder kan påklages. Finansrådet og Børsmæglerforeningen anfører, at sanktionsregimet i direktivforslaget synes stærkt inspireret af det tilsvarende regime inden for EU-konkurrenceretten og bemærker, at inden for dette retsområde gælder det, at de grundlæggende regler og EU-Kommissionens beføjelser er direkte hjemlet i TEUF (Traktaten om den Europæiske Unions Funktionsmåde), hvilket ikke er tilfældet for MiFID-reglerne i direktivet. Finansrådet og Børsmæglerforeningen finder ligeledes, at der kan rejses tvivl om opfyldelsen af proportionalitetsprincippet, for så vidt angår de foreslåede grænser for bødernes størrelser i forhold til de lovovertrædelser, der er opregnet i direktivudkastet.

Realkreditrådet og Realkreditforeningen finder vedrørende sanktioner, at forslagene ikke skal fastlægge specifikke bødeniveauer, men at bødeniveauer i stedet bør fastsættes nationalt.

Forsikring & Pension finder de foreslåede sanktionsbestemmelser meget vidtgående. De har en udformning og et anvendelsesområde, som ligger meget fjernt fra ny dansk lovgivning og langvarige danske retstraditioner, og de bærer på en række punkter præg af hastværksarbejde med bl.a. alvorlige retssikkerhedsmæssige problemer til følge. Forsikring & Pension er endvidere forundret over, at regeringen tilsyneladende har den opfattelse, at sanktionsbestemmelserne falder uden for Danmarks retlige forbehold. Forsikring & Pension efterlyser i den forbindelse den nærmere begrundelse for dette standpunkt.

I forhold til whistleblowerordningen, ser Realkreditrådet og Realkreditforeningen gerne en fælles indberetningsfunktion i regi af Finanstilsynet, hvis

forslaget gennemføres. Finansrådet og Børsmæglerforeningen finder det væsentligt, at også den indberettede persons retssikkerhed understreges.

Før- og efterhandelsgennemsigtighed for andre værdipapirer end aktier

Det er Finansrådets og Børsmæglerforeningens opfattelse, at niveauet for efterhandelsgennemsigtighed i Danmark er passende. Der bør således indføres waivers på niveau II, som tillader en videreførelse af det danske regime. Alternativt bør regler om gennemsigtighed fortsat være et nationalt anliggende. Det er Finansrådet og Børsmæglerforeningens holdning, at der ikke bør være generel førhandelsgennemsigtighed på obligationsområdet. Såfremt dette alligevel indføres, bør oplysninger om handelsstørrelserne udelades, således at likviditeten i markedet berøres mindst muligt. Dette kan ske på niveau II.

Med hensyn til kravene om før- og efterhandelsgennemsigtighed for derivater, hvor kravene skal kalibreres i forhold til de forskellige typer finansielle instrumenter, understreger Finansrådet og Børsmæglerforeningen risikoen for, at øget før- og efterhandelsgennemsigtighed kan medvirke til at begrænse likviditeten og kan få store negative konsekvenser i forhold til derivatmarkederne, der i endnu højere grad end obligationsmarkederne henvender sig til et professionelt marked.

Efter Nationalbankens vurdering kan det foreslåede krav om efterhandelsgennemsigtighed have en negativ indvirkning på den nuværende market maker-ordning på danske statsobligationer og dæmpe likviditeten på markedet. Nationalbanken er opmærksom på, at de nærmere regler om efterhandelsgennemsigtighed vil blive kalibreret i forhold til typen af instrument, og at Kommissionen er bekendt med problemstillingerne relateret til statspapirmarkederne. Nationalbanken finder det dog vigtigt at understrege, at de foreslåede regler kan få betydelige konsekvenser for det danske statspapirmarked. På den baggrund finder Nationalbanken, at Danmark bør arbejde for, at de nærmere regler om efterhandelsgennemsigtighed skal vedtages af Rådet og Europa-Parlamentet efter den almindelige beslutningsprocedure.

Realkreditrådet og Realkreditforeningen anfører, at kommissionens forslag er et skridt i den rigtige retning, bl.a. med hensyn til den mere nuancerede tilgang til reglerne om før- og efterhandelsgennemsigtighed. Det er dog vigtigt, at den endelige udformning af reglerne lægger sig tæt op af det nuværende velfungerende system i Danmark. Der er således ikke noget behov for førhandelsinformation for obligationer (hverken uden for eller på børserne), som tværtimod kan mindske likviditeten og skabe unødvendige omkostninger, hvorved det kan blive dyrere at optage og indfri realkreditlån. Ligeledes er kravene til realkreditinstitutterne om transaktionsindberetning, vurdering og oplysning af kunder for vidtgående.

Danmarks Rederiforening er uenige i forordningens forslag om gennemsigtighed med OTC-handel, da rederierne kan have en interesse i at holde deres hedging strategi fortrolig.

Offentliggørelsesordninger og samlede handelspriser

Finansrådet og Børsmæglerforeningen støtter forslaget om offentliggørelsesordninger for handelsinformation. Det er Finansrådets og Børsmæglerforeningens opfattelse, at markedspladsernes ophavsretlige restriktioner på handelsinformationen er hæmmende for konkurrencen, og Finansrådet og Børsmæglerforeningen havde derfor gerne set, at Kommissionens forslag i tillæg til etableringen af et regime for offentliggørelse af handler via godkendte offentliggørelsesordninger havde taget initiativ til at fjerne konkurrencehindringerne.

Dansk Aktionærforening finder forslagene om godkendte offentliggørelsesordninger og samlede handelspriser meget positive bidrag til udviklingen af de europæiske markeder.

Systematisk internalisering

Finansrådet og Børsmæglerforeningen anfører, at udvidelsen af SI-forpligtelsen (systematiske internalisatorer) til også at gælde obligationsmarkedet vil ramme det velfungerende danske obligationsmarked unødigt hårdt. Finansrådet og Børsmæglerforeningen angiver, at såfremt der skal indføres en SI-forpligtelse for obligationer, er det af afgørende betydning, at det alene kommer til at berøre superlikvide serier, samt at der etableres systemer, som er dynamiske og tager højde for de reelt cirkulerende mængder. Finansrådet og Børsmæglerforeningen anfører endvidere, at den nye definition af en SI er uklar, herunder at det er uklart, om et investeringsselskab pr. definition bliver SI og i givet fald i forhold til hvilke produkter.

Realkreditrådet og Realkreditforeningen anfører, at det er uklart, hvorvidt realkreditinstitutterne bedriver systematisk internalisering i forhold til den udvidede definition i forslaget. Hvis de omfattes, vil det gøre det mindre attraktivt at handle obligationer og risikerer at reducere likviditeten i det danske marked for realkreditobligationer. Realkreditrådet og Realkreditforeningen anfører i den forbindelse, at obligationshandler allerede er underlagt efterhandelsgennemsigtighed, og at de ikke vurderer, at der er behov for førhandelsgennemsigtighed for systematisk internalisering af realkreditobligationer.

Indberetningen af transaktioner

Finansrådet og Børsmæglerforeningen påpeger, at det bør sikres, at der ikke skal foretages dobbeltindberetninger, herunder ved en grænseoverskridende handel.

Realkreditrådet og Realkreditforeningen vurderer, at den foreslåede model for rapportering af transaktioner, herunder angivelse af kunde- og medarbejder-ID, ikke er proportional i relation til handel med danske realkreditobligationer og vil indebære væsentlig øgede administrative konsekvenser for institutterne. Det foreslås at afvente en grundig evaluering af det nuværende regime, førend der introduceres ændringer.

Børspligt for standardiserede OTC-derivater

Finansrådet og Børsmæglerforeningen ønsker at indskærpe vigtigheden af, at det alene er de derivater, som måtte blive anset for at være tilstrækkeligt likvide, der pålægges et krav om handel på et reguleret marked, en MHF eller OTF. Konsekvensen af at blive pålagt en sådan omsætningsbegrænsning for derivater, som ikke er meget likvide, vil resultere i dårligere priser og mindre mulighed for såvel finansielle virksomheder som andre til at indgå denne type derivatforretning fx med henblik på at afdække en finansiel risiko.

Landbrug & Fødevarer støtter overførslen af handel med standardiserede OTC-derivater til organiserede handelsfaciliteter, men understreger samtidig, at bilaterale handler i nogle tilfælde er nødvendige pga. illikvide markeder, fx når der er tale om risikoafdækning og ikke spekulation.

Danmarks Rederiforening er ikke enig i forslaget om børspligt for derivater, idet bemyndigelse til ESMA risikerer at medføre, at de derivater, man typisk handler for at afdække valuta-, rente-, olie- og fragt risici, fremover skal cleares og handles på et reguleret marked. Danmarks Rederiforening anfører, at krav om clearing og handel på et officielt marked derfor vil udgøre en ekstra omkostning og en administrativ byrde, ligesom rederierne risikerer, at der er visse derivater, som de ikke længere kan købe til skade for deres konkurrenceevne.

Øget tilsyn med produkter og services

Finansrådet og Børsmæglerforeningen anfører, at ESMA og de nationale tilsynsmyndigheders beføjelser til at udstede henholdsvis midlertidige og permanente forbud mod markedsføring, distribution eller salg af bestemte produkter, må ses som et væsentligt indgreb, hvorfor det ved fastsættelse af reglerne skal sikres, at der via ESMA sker tilstrækkelig samordning i medlemslandene, og at der er et krav om, at forbuddene skal begrundes.

Realkreditrådet og Realkreditforeningen mener ikke, at der er redegjort tilstrækkeligt for behovet for at tillægge ESMA beføjelser i forbindelse med produktintervention. Det vurderes, at disse beføjelser alene bør kunne udøves af nationale myndigheder, der er i besiddelse af det fornødne indgående kendskab til de nationale markeder og ikke ESMA.

Landbrug & Fødevarer konstaterer, at formuleringerne omkring positionslofter i forslaget er en del mere vage end de tilsvarende nyligt implementerede amerikanske regler. Landbrug & Fødevarer er af den holdning, at positionslofter bør indføres som et obligatorisk krav og ikke blot som en mulighed, der overlades til de enkelte medlemslande.

11. Generelle forventninger til andre landes holdninger

Der ventes at være lande, der mener, at forslaget er passende og måske endda kunne have været mere omfattende end foreslået af Kommissionen. Der ventes samtidig også at være lande, der mener, at Kommissionens forslag er gået for vidt, og som derfor vil arbejde for modifikationer til forslaget. Særligt forventes der at være divergerende holdninger i forhold til forslagets dele om et tredjelandsregime samt i forhold til ESMA's øgede rolle.

12. Regeringens foreløbige generelle holdning

Regeringen kan generelt støtte forslagene, der vil kunne bidrage til mere vel-fungerende kapitalmarkeder og en mere effektiv prisdannelse samt øget investorbeskyttelse.

I forhold til spørgsmålet om før- og efterhandelsgennemsigtighed for obligationer ser regeringen Kommissionens foreslåede løsning, hvor der i delegerede retsakter skal ske en nærmere kalibrering af kravene i forhold til typer af instrumenter, som en imødekommelse over for de betænkeligheder, som en række lande, herunder Danmark, har givet udtryk for forud for forslagets fremsættelse. Regeringen vil arbejde for, at der ved udformning af de nærmere krav for, hvordan kalibreringen skal ske, tages hensyn til, at likviditeten på markeder for stats- og realkreditobligationer ikke reduceres.

Det er vanskeligt på nuværende tidspunkt at vurdere rækkevidden af nogle af de foreslåede bestemmelser, herunder særligt de bestemmelser, hvor afgrænsningen skal fastlægges nærmere i delegerede retsakter og tekniske standarder på niveau II. Regeringen vurderer umiddelbart, at der kan være behov for yderligere præcisering af nogle bestemmelser i direktivet og forordningen, så omfanget af de foreslåede ændringer kan vurderes, inden niveau II-reglerne udarbejdes. Dette gælder fx definitionen af "accessorisk aktivitet" i forhold til undtagelserne til MiFID og forståelsen af "likviditet" i forhold til kalibrering af reglerne om før- og efterhandelsgennemsigtighed ved forskellige typer af instrumenter.

Regeringen vil endvidere arbejde for at sikre, at forslagene ikke medfører uforholdsmæssigt store omkostninger for de omfattede virksomheder, fx i for-

hold til kravet om optagelse af telefonsamtaler, ligesom regeringen i forhold til de øgede indberetningskrav vil arbejde for at sikre, at der ikke skal ske dobbeltindberetning.

13. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg

Sagen har ikke tidligere været forelagt Folketingets Europaudvalg.