

MiFID II

- et kig i krystalkuglen

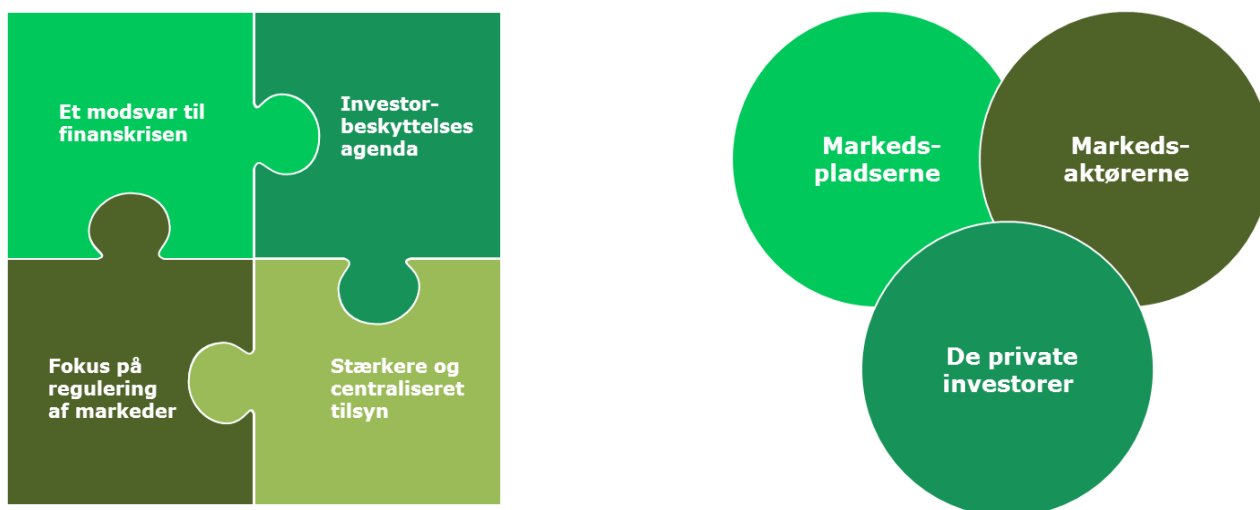
Der er nu forløbet godt et år, siden EU-Kommissionen den 20. oktober 2011 offentliggjorde sit forslag til ændring af MiFID-direktivet (MiFID II), der udgør en grundstamme i harmoniseringen af de europæiske kapitalmarkeder og for aktørerne herpå. Siden da er indholdet blevet drøftet intenst på EU-niveau og en række kompromisforslag har været fremsat – det seneste den 22. oktober 2012. I dette nyhedsbrev sætter vi fokus på en række af de forventede ændringer i MiFID II og den forventede betydning heraf for aktørerne på kapitalmarkedet.

Baggrunden for MiFID II

MiFID II tager sit afsæt i de erfaringer, der er gjort siden MiFID Is ikrafttræden i november 2007, herunder særligt erfaringerne fra den globale finansielle krise og de forpligtelser, som EU-landene har påtaget sig under G20-samarbejdet.

Med forslaget ønsker EU-Kommissionen at adressere en række af de problemstillinger, der er opstået under finanskrisen, herunder at øge investorbeskyttelsen og at opfylde G20-landenes målsætning om at øge gennemsigtigheden og reguleringsgraden af mere uigennemsigtige markeder, eksempelvis derivatmarkedet. De underliggende politiske temaer samt de primære målgrupper er illustreret i figur 1.

Figur 1. Politiske temaer og målgrupper



MiFID IIs nye reguleringsmodel

Forslaget til MiFID II indeholder en væsentlig større harmonisering, end hvad vi kender i dag, og det er EU-Kommissionens mål, at MiFID II er et vigtigt skridt på vejen mod at skabe et fælles regelsæt på tværs af medlemslandene (A Single Rulebook for EU Financial Markets).

Dette viser sig bl.a. ved, at større dele af reguleringen på level 1-niveau flyttes fra direktivet (MiFID) til forordningen (MiFIR) for at sikre en totalharmonisering mellem medlemslandene. Herved bryder EU med den reguleringsmodel, der har været anvendt siden vedtagelsen af Investerings servicedirektivet (ISD) tilbage i 1993 og i MiFID I fra 2007, hvor det øverste lovgivningslag (level 1-niveau) har været et direktiv, og at anvendelse af forordninger alene har ligget på level 2-niveau. Denne udvikling er illustreret i figur 2 (næste side).

Figur 2. Udviklingen siden Investerings servicedirektivet



Fordelene ved at anvende forordninger frem for direktiver kan særligt være, at det fjerner regulatoriske og omkostningsmæssige handelsbarrierer for et fælles marked, men omvendt vil de omfattede aktører kunne opleve mindre rum for anerkendelse af nationale forskelle samt fleksibilitet.

MiFID II's anvendelsesområde

Forslaget udvider MiFID I's anvendelsesområde med hensyn til såvel de omfattede virksomheder (f.eks. dataleverandører såsom Approved Reporting Mechanisms og High Frequency Traders med direkte adgang til handelssystemer) som instrumenter (f.eks. strukturerede indlån og CO₂-kvoter).

Det vil føre til øget myndighedskontrol og større forpligtelser for de omfattede virksomheder. Eksempelvis vil dataleverandører kun få tilladelse til at levere de særlige dataydelser, de har ansøgt om, og enhver udvidelse af deres aktiviteter vil kræve yderligere myndighedsgodkendelse.

Forslaget til MiFID II indeholder også specifikke kontrolkrav for de virksomheder, der beskæftiger sig med algoritmisk handel og for de virksomheder, der giver deres kunder direkte elektronisk adgang til handelssystemer med henblik på ordreudførelse.

Transparenskrav udvides til flere instrumenter

Med henblik på at sikre ensartede regler er de nye rapporterings- og transparenskrav indeholdt i MiFIR-forordningen. Det foreslås at udvide kravene til før- og efterhandelsgennemsigtighed til flere typer instrumenter som for eksempel obligationer, strukturerede produkter, derivater og CO₂-kvoter, der ikke på nuværende tidspunkt er omfattet af MiFID I's transparensregler.

Nye typer af markedspladser

MiFID I indeholder i dag regulering af to typer af markedspladser - regulerede markeder og multilaterale handelsfaciliteter (MHF). Forslaget til MiFID II indfører en tredje kategori af markedspladser - organiserede handelsfaciliteter (OHF).

I forslaget defineres de organiserede handelsfaciliteter bredt for at sikre, at definitionen fanger fremtidig teknologisk udvikling. Forslaget indebærer, at de virksomheder, der i dag opererer, hvad der svarer til en OHF, fremover vil skulle have en særskilt licens, og at de vil være afskåret fra at udføre

handler mod egne bøger for at beskytte investorerne mod interessekonflikter.

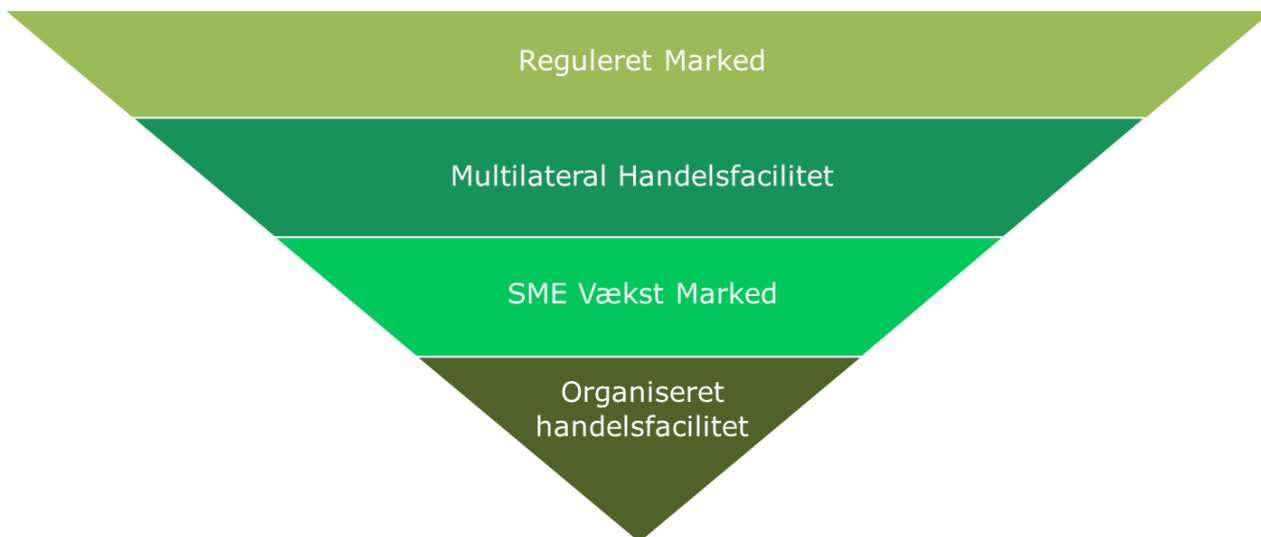
Med de organiserede handelsfaciliteter søger EU at flytte organiseret handel, der ikke i dag er omfattet af MiFID I, ind under regulering, f.eks. broker crossing systems og inter-dealer broker systems. Idet alle markedspladserne er omfattet af de samme før- og efterhandelsgennemsigtighedskrav, vil MiFID II medføre, at der bliver kastet lys på handler, der i dag foretages "in the dark", f.eks. handel med standardiserede derivatkontrakter.

De pengeinstitutter og fondsmæglerselskaber, der udfører kundeordrer mod egne bøger, vil fremover blive klassificeret som systematiske internalisatorer (SI) og dermed blive omfattet af de samme før- og efterhandelsgennemsigtighedskrav som markedspladserne. De nærmere ændringer i definitionen af systematiske internalisatorer vil blive fastlagt af Den Europæiske Værdipapirtilsynsmyndighed (ESMA).

En anden central nyskabelse i MiFID II er skabelsen af markedstypen "SME Vækst Marked". Det foreslås, at en operatør af en MHF skal kunne ansøge om at få MHF'en godkendt som et SME Vækst Marked, forudsat visse nærmere betingelser er opfyldt. Kongstanken er at skabe en skræddersyet ramme om disse markeds særlige karakteristika, der samtidig sikrer en høj grad af investorbeskyttelse.

Figur 3 indeholder en illustration af de markedspladser, der indeholdes i det foreliggende forslag til MiFID II.

Figur 3. Overblik over markedspladserne



Handel med standardiserede derivater flyttes til markedspladser

Forslaget indeholder særlige krav for elektronisk handel, herunder handel med visse typer af derivater på godkendte platforme for at opfylde den forpligtelse, som G20-landene har påtaget sig for at sikre øget transparens i det uigennemsigtige OTC-derivatmarked. De nærmere typer af derivater, der vil blive berørt, vil blive defineret af ESMA. Denne del af reguleringen hænger uløseligt sammen med ind-

førelsen af de nye typer af markedspladser, der er gennemgået ovenfor.

Transaktionsrapportering for værdipapirhandlere

For værdipapirhandlere indebærer forslaget yderligere krav til transaktionsrapportering, herunder udvidelse af rapporteringskravene til også at omfatte instrumenter, der handles på multilaterale handelsfaciliteter og organiserede handelsfaciliteter.

MiFIR-forordningen indeholder en nærmere beskrivelse af den type oplysninger, der skal indgå i transaktionsrapporterne, f.eks. identifikation af de enkeltpersoner (eller computeralgoritmer, hvis relevant), der har ansvaret for at træffe beslutning om at investere. Herved søges det sikret, at der er konsistens i forhold til format og indhold af de rapporter, der udarbejdes i EU-landene.

Investorbeskyttelseskrav for værdipapirhandlere

Et gennemgående træk ved forslaget til MiFID II er det store fokus på investorbeskyttelse, herunder i særdeleshed beskyttelse af de private kunder - detailkunderne.

For værdipapirhandlere vil MiFID II derfor medføre såvel nye som højnede krav til alle faser af deres interaktion med kunderne. Dette er illustreret i figur 4.

Figur 4. MiFID IIs effekt på kunderelationen



Investeringsrådgivning, porteføljepleje og præmiering

Et af de mere omdiskuterede forslag i MiFID II er forbuddet mod at modtage præmiering for værdipapirhandlere, der udfører porteføljepleje henholdsvis tilbyder uafhængig investeringsrådgivning.

Indførelsen af et egentligt "uafhængighedsbegreb" er en nyskabelse ift. MiFID I. I begrebet ligger, at værdipapirhandleren skal sikre sin uafhængighed ved på den ene side at rådgive om en tilpas stor

mængde værdipapirer (både hvad angår type og udsteder) og på den anden side ved, at det forbydes værdipapirhandleren at modtage præmiering fra tredjemand. Den samme virksomhed kan dog godt både yde uafhængig og ikke-uafhængig rådgivning. Præmieringsforbuddet omfatter "fees, commissions or any monetary benefit".

Præmieringsforbuddets raison d'être kan med en formulering fra det engelske Retail Distribution Review udtrykkes sådan, at "charges should reflect the service being provided rather than the particular provider or product being recommended."

Indførelsen af forbuddet rammer imidlertid forskelligt i de enkelte EU-lande, hvor der er stor forskel på, hvordan markederne ser ud i dag. Eksempelvis passer et forbud godt ind i det bestående engelske marked, hvor uafhængige investeringsrådgivere udgør omtrent 60 % af markedet.

Andre EU-lande (f.eks. Frankrig og Danmark) har derimod ikke et tilsvarende stort marked for uafhængige investeringsrådgivere, og for værdipapirhandlere i disse lande nødvendiggør de nye regler en overvejelse af deres fremtidige forretningsområde og -modeller. En række spørgsmål trænger sig i den sammenhæng på: Vil der blive flere in-house udviklede produkter? Vil det være dødsstødet til open-architecture? Rammes de små produktudviklere uden egne distributionskanaler hårdest? Hvordan incentiverer produktudvikleren videresalget? Hvordan kan der ske en opsplitting af nuværende omkostninger, så PM-fee'et fremgår?

MiFID II indeholder også et forslag om, at kunderne i forbindelse med investeringsrådgivningen skal oplyses om, hvorvidt rådgivningen er uafhængig, og hvorvidt virksomheden vil foretage en løbende vurdering af, om de leverede produkter er egnede for kunden.

I figur 5 illustreres nogle af de ændringer for investeringsrådgivning, porteføljepleje og præmiering, der følger af forslaget til MiFID II.

Figur 5. Overblik over dele af MiFID IIs investorbekyttelsesregler

| Investerings-service | Beskyttelse | Forudgående information | Præmiering |
|------------------------------------|---------------------------------|--|-----------------|
| Porteføljepleje | Egnethedstest (ingen ændringer) | Ingen ændringer | Forbudt |
| Uafhængig investeringsrådgivning | Egnethedstest (ingen ændringer) | Oplyse at rådgivning er uafhængig Oplyse om der foretages løbende egnethedsvurdering | Forbudt |
| "Begrænset" investeringsrådgivning | Egnethedstest (ingen ændringer) | Oplyse at rådgivning ikke er uafhængig Oplyse om der foretages løbende egnethedsvurdering | Ingen ændringer |

I de foreslåede investorbeskyttelsesregler fastsættes der tillige yderligere krav til sikring af best execution, eksempelvis, at virksomheder mindst én gang årligt skal oplyse deres top fem-handelssystemer for hvert enkelt finansielt instrument.

Ændringer i execution only-reglerne

Forslaget til MiFID II indebærer, at strukturerede UCITS ikke længere vil være at regne for "ikke-komplekse instrumenter" med den konsekvens, at de ikke vil kunne sælges/tilbydes til kunder efter execution only-reglerne.

I en dansk kontekst vil det bl.a. indebære, at det bliver sværere at sælge visse danske og udenlandske strukturerede UCITS via netbank mv., idet det enten vil kræve, at der udarbejdes en investeringsprofil og foretages en hensigtsmæssighedstest eller, at kunderne underrettes om mangel herpå. Alt andet lige vil dette tiltag således gøre det mere besværligt at sælge/handle med strukturerede UCITS.

Styrkelse af værdipapirhandleres selskabsledelse

I tråd med de øvrige nationale og internationale tiltag efter finanskrisen indeholder også MiFID II en oprustning af kravene til ledelserne i værdipapirhandlervirksomhederne, herunder ift. følgende områder:

- Begrænsning på antal bestyrelsesposter. En person må maksimalt påtage sig enten én direktionspost og to bestyrelsesposter eller fire bestyrelsesposter (flere koncerninterne poster regnes kun for én post). Kun muligt at overskride maksimum, hvis Finanstilsynet godkender.
- Kompetence og oplæring. 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 nærmere standarder herfor.
- Diversitetspolitik. Der skal tages hensyn til og udarbejdes en politik, der fremmer diversitet på baggrund af køn, alder, geografi, uddannelse og kompetence i bestyrelsessammensætningen.
- Krav om nomineringskomitéer. Skal vurdere bestyrelsens sammensætning og kompetence. Krav afhænger dog af virksomhedens størrelse og kompleksitet.

Styrkelse af tilsynsbeføjelser

Med MiFID II får de nationale tilsynsmyndigheder beføjelser til at gennemføre permanente produktforbud, samtidig med at ESMA får mulighed for at udstede midlertidige produktforbud. Herved søges investorbeskyttelsen øget og markedsstabiliteten forbedret, og der vil blive udarbejdet yderligere detaljeregulering vedrørende produktforbud.

Forslagene om produktforbud omfatter også indførelse af positionsgrænser for råvarederivater og CO₂-kvoter (herunder på spot og derivater). Det kræver, at handelssystemerne indfører positionsgrænser og oplyser deres lokale tilsynsmyndighed herom.

Nationale tilsynsmyndigheder og ESMA vil have beføjelse til at gennemtvunge reduktion af positioner og vil kunne pålægge positionsgrænser under særlige omstændigheder (for eksempel med henblik på at sikre markedsstabilitet).

De nye kompetencer og instrumenter kan sammenfattes således:

- ESMA kan udstede midlertidige forbud mod (i) markedsføring, distribution eller salg af visse finansielle instrumenter eller finansielle instrumenter med særlige karakteristika, eller (ii) en bestemt aktivitet eller fremgangsmåde.
- Finanstilsynet får i koordination med ESMA beføjelse til at udstede permanente forbud eller begrænse (i) markedsføring, distribution eller salg af visse finansielle instrumenter eller finansielle instrumenter med særlige karakteristika, eller (ii) en bestemt aktivitet eller fremgangsmåde.
- Det er en betingelse for at anvende forbud, at der er trusler mod investorbeskyttelse, markedets funktion eller stabiliteten i hele eller dele af det finansielle system.

Virksomheder fra tredjelande

Forslaget introducerer en harmoniseret europæisk fremgangsmåde for, hvordan virksomheder fra tredjelande, der ønsker at udføre investeringsservices i EU, skal behandles. Denne fremgangsmåde indeholder et krav om, at en virksomhed fra et tredjeland, som leverer tjenesteydelser til detailkunder, skal oprette en filial i et EU-land. Virksomheder fra tredjelande kan benytte denne løsning, hvis det finansielle tilsyn i deres hjemland vurderes at svare til de krav, der gælder efter MiFID II ("ækvivalent tilsyn").

ESMA vil vurdere, om der er tale om "ækvivalent tilsyn" og vil føre en central liste over de omfattede lande. Filialen skal efterleve specifikke krav til eksempelvis investorbeskyttelse og regler vedrørende interessekonflikter.

Virksomheder fra tredjelande kan levere tjenesteydelser til godkendte modparter, så længe de er underlagt tilsyn i deres respektive hjemland, og så længe de er registreret hos ESMA. Det er dog uklart, hvordan denne ordning vil finde anvendelse på professionelle kunder, og hvorvidt virksomheder, der er underlagt tilsyn i deres hjemland, ligeledes skal kontrolleres af tilsynsmyndigheder i det lokale marked, hvor de ønsker at drive virksomhed.

I øjeblikket er reguleringen af virksomheder fra tredjelande alene underlagt nationale regler i hvert EU-land. Det betyder, at virksomhederne vil blive påvirket forskelligt af de nye regler. Påvirkningen af virksomheder fra tredjelande, herunder virksomheder, som leverer tjenesteydelser til detailkunder og godkendte modparter, vil afhænge af, hvilke yderligere krav der udarbejdes af ESMA.

Forventede implementeringsomkostninger

Et forsigtigt skøn fra EU Kommissionen anslår, at omkostningerne på EU-plan for at implementere MiFID II vil ligge i omegnen af EUR 512.000.000-732.000.000.

Hertil kommer en forventet løbende årlig omkostning til at sikre compliance med MiFID II på mellem EUR 312.000.000-586.000.000.

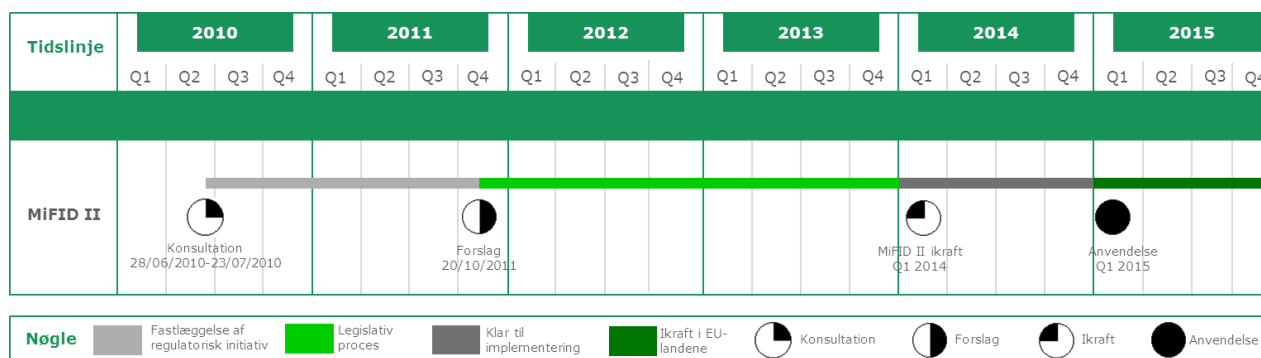
Forventet tidsplan

At MiFID II er et centralt reguleringsmæssigt initiativ på EU-plan afspejler sig blandt andet i de intense diskussioner, der har været om omfanget og det nærmere indhold af MiFID II.

Når dette faktum suppleres med det forhold, at den væsentligste del af reguleringen forsøges indplaceret i en forordning (der er direkte anvendelig i medlemsstaterne), er det klart, at de politiske drøftelser medlemslandene imellem bliver skarpere og grundigere end det tidligere er set, da "slaget slås" allerede nu, og ikke som tidligere i forbindelse med forhandlingerne om implementeringsdirektiverne/-forordningerne.

Alt dette lagt sammen betyder, at tidsplanen skrider, og at vi formentligt skriver 2015, førend MiFID II finder anvendelse i medlemslandene. I figur 6 har vi forsøgt at give vores bud på en mulig tidsplan for MiFID II.

Figur 6. Mulig tidsplan for MiFID II



Ovenstående er ikke juridisk rådgivning, og Moalem Weitemeyer Bendtsen indestår ikke for, at indholdet af ovenstående er korrekt. Moalem Weitemeyer Bendtsen har med ovenstående ikke påtaget sig ansvar af nogen art som konsekvens af en læsers benyttelse af ovenstående som grundlag for beslutninger eller overvejelser.

Kontakt



David Moalem, Partner
Tel. +45 33 77 90 80
Mob. +45 30 37 96 80
E-mail dam@mwblaw.dk



Henning Hedegaard Thomsen, Advokat
Tel. +45 33 77 90 18
Mob. +45 30 37 96 18
E-mail hht@mwblaw.dk



Maria Thomsen, Advokatfuldmægtig
Tel. +45 33 77 90 17
Mob. +45 30 37 96 17
E-mail mth@mwblaw.dk



Ted Rosenbaum, Advokatfuldmægtig
Tel. +45 33 77 90 14
Mob. +45 30 37 96 14
E-mail tro@mwblaw.dk