

Ný Evrópulöggjöf um markaði fyrir
fjármálagerninga



FJÁRMÁLA- OG EFNAHAGSRÁÐUNEYTIÐ

Ný Evrópulöggjöf um markaði fyrir fjármálagerninga
ISBN 978-9979-820-74-1
2016 Fjármála- og efnahagsráðuneytið
Umbrot: Fjármála- og efnahagsráðuneytið

Nánari upplýsingar um útgáfur fjármála- og efnahagsráðuneytisins er að finna
á vefsíðunni www.fjarmalaraduneyti.is

Efnisyfirlit

I.	Inngangur	5
II.	Gagnsæi.....	7
2.1.	Gagnsæiskröfur vegna hlutabréfa og annarra fjármálagerna sem líkjast hlutum...7	7
2.1.1.	Gagnsæiskröfur áður en viðskipti fara fram og undanþágur frá gagnsæisskyldunni	7
2.1.2.	Kerfi um hámarksmagn.....	8
2.1.3.	Gagnsæisskylda eftir að viðskipti hafa farið fram og heimildir til frestunar á birtingu upplýsinga	9
2.2.	Gagnsæisreglur fyrir aðra fjármálagerna en hlutabréf og fjármálagerna sem líkjast hlutum	10
2.2.1.	Gagnsæisskylda áður en viðskipti fara fram og undanþágur	11
2.2.2.	Gagnsæisskylda eftir að viðskipti fara fram og heimildir til frestunar á birtingu upplýsinga	12
2.2.3.	Áhrif gagnsæisreglnanna á íslenskan fjármálamarkað	13
2.3.	Skylda til að veita viðskiptaupplýsingar með aðgreindum hætti og á sanngjörnum viðskiptakjörum	14
III.	Háhraðaviðskipti.....	14
3.1.	Undantekningar	16
3.2.	Áhrif af háhraðaviðskiptum	16
IV.	Markaðsuppygging	17
4.1.	Flokkar viðskiptavettvanga	17
4.2.	Breytingar á reglum um skipulega verðbréfamarkaði og markaðstorg fjármálagerna	17
4.3.	Megineinkenni skipulegs viðskiptavettvangs.....	18
4.4.	Skylda til að framkvæma viðskipti innan viðskiptavettvanga	19
4.5.	Reglur um upplýsingagjöf um tilboð og viðskipti	19
4.6.	Stöðvun viðskipta.....	20
V.	Skipulagskröfur.....	21
5.1.	Skipulagskröfur fjármálafyrirtækja	21
5.1.1.	Kröfur til stjórnar og stjórnarhátta fjármálafyrirtækja	21
5.2.	Skipulagskröfur skipulegra verðbréfamarkaða	22
5.3.	Afurðastjórnun	22
5.4.	Markaðseftirlit og vöru inngríp	23
5.4.1.	Inngripsheimildir eftirlitsstjórnvalda EES-ríkjanna.....	23
5.4.2.	Tímabundnar inngripsheimildir ESMA, EBA og ESA.....	24

VI. Viðskiptatilkynningar	25
6.1. Viðurkenndir tilkynningavettvangar	26
6.2. Þjónustuveitendur sameinaðs gagnastraums	27
VII. Fjárfestavernd og viðskiptahættir	28
7.1. Almennar meginreglur og upplýsingar til viðskiptavina	28
7.2. Mat á hæfi og tilhlýðileika og upplýsingar til viðskiptavina	29
7.3. Besta framkvæmd fyrirmæla.....	30
VIII. Tilkynningar til eftirlitsstjórnvalda	30
IX. Hrávöruafleiður og losunarheimildir	31
9.1. Hámark á stöður í hrávöruafleiðum	31
9.2. Starfleyfisskyld starfsemi.....	33

I. Inngangur

Alþjóðlega fjármálakreppan leiddi í ljós bresti í virkni og gagnsæi fjármálamarkaða. Samdóma álit alþjóðastofnana er að veikleikar í stjórnarháttum fjölda fjármálafyrirtækja, meðal annars skortur á öryggisventlum (e. checks and balances), hafi verið einn af þeim þáttum sem hrundu fjármálakreppunni af stað. Óhófleg og óvarleg áhættutaka getur leitt til falls einstakra fjármálafyrirtækja og kerfisáhættu í einstaka ríkjum og á alþjóðavísu. Framferði einstaka fyrirtækja getur skaðað fjárfesta og dregið úr trausti þeirra til fjármálakerfisins. Þörf er á traustari lagaumgjörð um fjármálagerninga til að tryggja gagnsæi, efla fjárfestavernd, auka traust fjárfesta, fylla í gloppur á regluverki og tryggja að eftirlitsstofnanir hafi nægar valdheimildir til að sinna verkefnum sínum.

Í því skyni að auka skilvirkni, viðnámsþrótt og gagnsæi fjármálamarkaða hefur Evrópusambandið (ESB) samþykkt nýja tilskipun (2014/65/ESB, MiFID II¹) og reglugerð (600/2014/ESB, MiFIR²) um markaði fyrir fjármálagerninga. Ísland, sem aðili að samningnum um Evrópska efnahagssvæðið (EES-samningnum) byggir stóran hluta löggjafar á sviði fjármálaþjónustu á gerðum Evrópusambandsins. Til þess að vinna að upptöku tilskipunarinnar og reglugerðarinnar í íslenskan rétt skipaði fjármála- og efnahagsráðherra nefnd hinn 29. september 2015 til að vinna drög að lagafrumvarpi og reglugerðum til innleiðingar á MiFID II og MiFIR í íslenskan rétt (innleiðingarnefndin). Í nefndinni eiga sæti Guðmundur Kári Kárason, fjármála- og efnahagsráðuneyti, formaður, Guðbjörg Eva H. Baldursdóttir, fjármála- og efnahagsráðuneyti, Árnína Steinunn Kristjánsdóttir, Samtökum fjármálafyrirtækja, Laufey B. Ómarsdóttir, Seðlabanka Íslands, Magnús Kristinn Ásgeirsson, Kauphöll Íslands og Rúnar Örn Olsen, Fjármálaeftirlitinu. Einnig starfa Inga Dröfn Benediktsdóttir, Fjármálaeftirlitinu og Magnús Harðarson, Kauphöll Íslands, með nefndinni.

Á grunni tilskipunarinnar og reglugerðarinnar verður komið á umgjörð um öll form viðskipta með fjármálagerninga, þ.m.t. háhraðaviðskipti (e. high frequency trading), sem mun auka gagnsæi á mörkuðum og bæta eftirlit með þeim, þar með töldum mörkuðum fyrir afleiðuviðskipti, og jafnframt stuðla að nýjum tækifærum til samkeppni í umsýslu og viðskiptum með fjármálagerninga. Breytingarnar munu einnig auka fjárfestavernd og efla eftirlitshlutverk stjórnvalda, sem fá heimildir til að stöðva eða takmarka markaðssetningu og dreifingu ákveðinna fjármálaafurða í afmörkuðum tilvikum. Þá er kynnt til sögunnar samræmt fyrirkomulag sem veitir fjármálafyrirtækjum utan EES heimild til að starfa á svæðinu, að uppfylltum ákveðnum skilyrðum.³

¹ Tilskipun Evrópuþingins og ráðsins 2014/65/ESB um markaði fyrir fjármálagerninga og um breytingu á tilskipun 2002/92/EB og tilskipun 2011/61/ESB. Hlekkur á tilskipunina: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&rid=1>.

² Reglugerð Evrópuþingins og ráðsins (ESB) nr. 600/2014 um markaði fyrir fjármálagerninga og um breytingu á reglugerð (ESB) nr. 648/2012. Hlekkur á reglugerðina: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&rid=1>.

³ Í skýrslunni er þó ekki fjallað sérstaklega um þau skilyrði sem fjármálafyrirtæki utan EES þurfa að uppfylla til að starfa innan svæðisins.

Ýmsar kröfur MiFID II og MiFIR verða útfærðar nánar í tæknistöðlum Evrópsku verðbréfamarkaðseftirlitsstofnunarinnar (European Securities Markets Authority, ESMA), og ESMA hefur þegar birt drög að þeim á vefsvæði sínu.⁴ MiFID II og MiFIR munu ganga í gildi í aðildarríkjum ESB hinn 3. janúar 2018 og í kjölfar upptöku gerðanna í EES-samninginn munu þau taka gildi gagnvart EES/EFTA ríkjunum.

Skýrsla þessi er tekin saman af innleiðingarnefnd MiFID II og MiFIR til upplýsinga fyrir haghafa, þ.e. neytendur, fjármálafyrirtæki, stjórnámamenn og aðra þá sem málið varðar. Markmiðið með birtingu skýrslunnar er að draga fram helstu breytingar sem MiFID II og MiFIR munu hafa í för með sér og koma af stað umræðu um áhrif þeirra á íslenskan fjármálamarkað sem nýtast mun við endurbætur á innlendri lagaumgjörð um markaði fyrir fjármálagerninga.

⁴ Drögin að tæknistöðlunum eru aðgengileg hér: <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>. Framkvæmdastjórn ESB hefur þegar samþykkt og gefið út einn tæknistaðal sem reglugerð sem aðgengileg er hér: http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/isd/mifid/160425-delegated-regulation_en.pdf.

II. Gagnsæi (e. Transparency)

MiFID II og MiFIR er ætlað að auka gagnsæi og bæta virkni innri markaðarins fyrir fjármálagerninga með því að samræma kröfur um gagnsæi í viðskiptum með þá. Regluverkinu er þannig ætlað að taka til ólíkra tegunda fjármálagerninga og bæta frekar kröfur um gagnsæi tilboða og viðskipta vegna hlutabréfa sem fram komu með MiFID I⁵.

2.1. Gagnsæiskröfur vegna hlutabréfa og annarra fjármálagerninga sem líkjast hlutum (e. equity instruments)

Gagnsæisskyldan vegna hlutabréfa og tengdra fjármálagerninga er tvíþætt. Annars vegar áður en viðskipti fara fram og hins vegar eftir að þau hafa farið fram.

2.1.1. Gagnsæiskröfur áður en viðskipti fara fram og undanþágur frá gagnsæisskyldunni

Í MiFIR er sett fram grunnkrafa um gagnsæi viðskiptavettvanga (e. trading venues) varðandi forviðskiptaupplýsingar (e. pre-trade transparency).⁶ Ákvæðið gerir kröfu um að viðskiptavettvangar birti í rauntíma verð kaup- og sölutilboða og magn á viðkomandi verði fyrir hluti. Kröfurnar eru sambærilegar og í núverandi löggjöf en ákvæðið hefur þó verið útvíkkað að því marki að nú tekur það ekki einungis til hluta heldur einnig til fjármálagerninga sem líkjast hlutum og þjóna sambærilegum viðskiptalegum tilgangi. Ákvæðið tekur þannig einnig til heimildarskírteina (e. depositary receipts), kauphallarsjóða (e. ETFs) og skírteina (e. certificate). Að auki eiga kröfurnar við um yfirlýstan viðskiptaáhuga⁷ (e. actionable indication of interest). Útfærslan veltur á tegund viðskiptakerfis og er þar greint á milli kerfa með tilboðaskrá, tilboðsdrifinna kerfa (e. request for quote), blandaðra (e. hybrid) kerfa, reglulegra uppboðsviðskiptakerfa (e. periodic auction trading system) og radddrifinna kerfa (e. voice trading system).

Rekstraraðilar viðskiptavettvanga skulu birta upplýsingarnar með rafrænum hætti þannig að þær séu aðgengilegar almenningi samfellt á almennum opnunartíma. Upplýsingarnar skulu veittar á sanngjörnum kjörum og á jafnræðisgrunni. Jafnframt skulu rekstraraðilar veita innmiðlurum aðgang að kerfum sínum til að birta þau tilboð sem innmiðlurum er skylt að gera opinber.

Samkvæmt MiFIR⁸ er viðkomandi eftirlitsstjórnvaldi heimilt að veita undanþágu frá fyrrgreindri skyldu til að birta upplýsingar vegna:

- Kerfa sem para tilboð á grundvelli viðskiptaaðferðar (e. systems matching orders based on a trading methodology) þar sem verð fjármálagerningsins tekur mið af verði á þeim viðskiptavettvangi þar sem umræddur fjármálagerningur var fyrst tekinn til viðskipta, eða á þeim markaði sem er mest viðeigandi út frá seljanleika (e. most

⁵ Tilskipun Evrópuþingins og ráðsins 2004/39/EB um markaði fyrir fjármálagerninga og um breytingu á tilskipunum ráðsins 85/611/EBE og 93/6/EBE og tilskipun Evrópuþingins og ráðsins 2000/12/EB og um niðurfellingu á tilskipun ráðsins 93/22/EBE sem var tekin upp í íslenskan rétt árið 2007.

⁶ 3. mgr. MiFIR.

⁷ Skv. 33. tl. 1. mgr. 2. gr. MiFIR er hér átt við skilaboð frá einum aðila eða þátttakanda viðskiptakerfis til annars vegna áhuga á viðskiptum þar sem allar upplýsingar um verð og magn koma fram.

⁸ 4. gr. MiFIR.

relevant market in terms of liquidity). Viðmiðunarverðið skal teljast viðurkennt viðmiðunarverð.⁹

- Kerfa sem móta umsamin viðskipti (e. negotiated transactions) sem:
 1. eru framkvæmd innan vegins meðalverðbils á hverjum tíma eða verðtilboða viðskiptavaka,
 2. varða illseljanleg (e. illiquid) hlutabréf, heimildarskírteini, kauphallarsjóði, skírteini eða aðra samskonar fjármálagerninga sem ekki falla undir skilgreiningu á virkum markaði (e. liquid market), og samið er um innan prósentufrávíks frá viðeigandi viðmiðunarverði. Prósentufrávikið og viðeigandi viðmiðunarverð skulu ákveðin fyrirfram af rekstaraðila kerfis, eða
 3. eru háð öðrum skilyrðum en markaðsverði fjármálagernings á þeim tíma sem um þau er samið.
- Stórra tilboða (e. large in scale) í samanburði við hefðbundna markaðsstærð.
- Tilboða sem eru vistuð í tilboðaumsýslukerfi (e. order management facility) viðskiptavettvangs og bíða birtingar.

Í MiFIR kemur fram að viðskiptavettvangur sem rekur kerfi sem formgerir umsamin viðskipti (e. formalise negotiated transactions) skuli tryggja að viðskiptin séu framkvæmd í samræmi við reglur hans.¹⁰ Viðskiptavettvangurinn skal hafa til staðar fyrirkomulag, kerfi og verkferla til að koma í veg fyrir og greina markaðssvik eða tilraun til markaðssvika í tengslum við slík umsamin viðskipti. Viðskiptavettvangurinn skal koma á kerfi og viðhalda því til að greina allar tilraunir til að nota undanþágurnar í þeim tilgangi að sniðganga önnur skilyrði reglugerðarinnar og tilkynna slíkar tilraunir til viðeigandi eftirlitsstjórnvalds.

Eftirlitsstjórnvald sem hyggst veita undanþágu skal tilkynna ESMA og öðrum viðkomandi eftirlitsstjórnvöldum með minnst fjögurra mánaða fyrirvara um fyrirætlun sína um að veita undanþágu frá birtingu tilboða. ESMA skal gefa út álit á því hvort undanþágan standist innan tveggja mánaða. Eftirlitsstjórnvald skal fylgjast með notkun undanþága sem það hefur veitt og getur það afturkallað undanþágu ef hún er notuð á annan hátt en til stóð í upphafi eða ef talið er að hún sé notuð til að komast hjá þeim kröfum sem gilda um undanþágur.

Í tæknistöðlum ESMA eru gagnsæiskröfurnar nánar útfærðar og þau viðmið sem gilda um undanþágur frá þeim.

2.1.2. Kerfi um hámarksmagn (e. volume cap mechanism)

Kerfi um hámarksmagn (e. volume cap mechanism) er nýmæli og setur takmörk á nýtingu undanþága frá upplýsingagjöf um tilboð með hlutabréf og aðra fjármálagerninga sem líkjast hlutum til að koma í veg fyrir að þær hafi skaðleg áhrif á verðmyndun.¹¹ Ákvæðið á við um undanþágur sem veittar hafa verið vegna kerfa sem:

1. para tilboð á grundvelli viðskiptaaðferðar þar sem verð fjármálagernings tekur mið af verði á þeim viðskiptavettvangi þar sem hann var fyrst tekinn til viðskipta, eða þeim markaði sem er mest viðeigandi út frá seljanleika, og

⁹ Frekari kröfur varðandi ákvörðun viðmiðunarverðs eru settar í 2. mgr. 4. gr. MiFIR.

¹⁰ 3. mgr. 4. gr. MiFIR.

¹¹ 5. gr. MiFIR.

2. formgera umsamin viðskipti sem framkvæmd eru innan vegins meðalverðbils á hverjum tíma eða verðtilboða viðskiptavaka.¹²

Undanþágum frá birtingu upplýsinga um tilboð eru sett þau takmörk að viðskipti sem framkvæmd eru á grunni þeirra mega að hámarki nema 4% af heildarviðskiptamagni með viðkomandi fjármálagerning á öllum viðskiptavettvöngum innan EES á næstliðnum 12 mánuðum þegar um er að ræða undanþágu fyrir einstakan viðskiptavettvang en 8% af heildarviðskiptamagni með viðkomandi fjármálagerning á öllum viðskiptavettvöngum innan EES á næstliðnum 12 mánuðum í tilviki undanþágu á svæðinu í heild. Í ákvæðinu eru settar fram undanþágur frá hámarksmagni viðskipta í tilfelli ákveðinna tegunda umsaminna viðskipta.

Þegar hlutfall viðskipta með fjármálagerning sem framkvæmd eru innan viðskiptavettvangs á grundvelli undanþágu fer yfir 4% viðmiðið, sem kveðið er á um í ákvæðinu, ber viðkomandi eftirlitsstjórnvaldi sem veitti undanþáguna að stöðva notkun hennar fyrir umræddan fjármálagerning innan tveggja daga. Stöðvun á notkun undanþágunnar skal vara í sex mánuði.

Ef hlutfall viðskipta með fjármálagerning sem framkvæmd eru innan allra viðskiptavettvanga innan EES á grundvelli undanþágu fer yfir 8% viðmiðið, sem kveðið er á um í ákvæðinu, þá ber öllum eftirlitsstjórnvöldum að stöðva notkun undanþágunnar innan tveggja daga. Slík stöðvun skal vara í sex mánuði.

Útreikningurinn á því hvort viðskipti með fjármálagerning hafa náð fyrrgreindum mörkum byggir á gögnum sem ESMA birtir opinberlega í loks hvers mánaðar. Ef mánaðarleg skýrsla ESMA gefur til kynna að hlutfall viðskipta með fjármálagerning á grundvelli undanþágu á ákveðnum viðskiptavettvangi sé yfir 3,75% þá skal ESMA birta aðra skýrslu innan fimm viðskiptadaga frá 15. degi mánaðar sem skýrslan var upphaflega birt. Í skýrslunni skal gerð grein fyrir viðskiptum með umræddan fjármálagerning á síðustu 12 mánuðum. Sama á við ef mánaðarleg skýrsla ESMA gefur til kynna að hlutfall viðskipta með fjármálagerning á grundvelli undanþágu á öllum viðskiptavettvöngum innan EES hafi farið yfir 7,75%.

Gerð er krafa um að viðskiptavettvangar fylgist með viðskiptum sem framkvæmd eru á grundvelli undanþágu og hvort viðskiptamagn hafi farið yfir hámarksmagn.¹³ Í þessum tilgangi er viðskiptavettvöngum skylt að búa yfir kerfum og verkferlum sem gera þeim kleift að greina öll viðskipti sem hafa farið fram innan viðskiptavettvangsins á grundvelli undanþágu og tryggja að viðskipti fari ekki yfir það hámarksmagn sem ákvæðið kveður á um.

Í tæknistöðlum ESMA eru kröfurnar skýrðar frekar og tilgreint hvaða aðferð skal notuð við útreikning á heildarmagni viðskipta sem framkvæmd eru á grundvelli undanþágu.

2.1.3. Gagnsæisskylda eftir að viðskipti hafa farið fram og heimildir til frestunar á birtingu upplýsinga

Rekstraraðila viðskiptavettvangs ber að birta verð, magn og tíma viðskipta með hlutabréf og aðra fjármálagerninga sem líkjast hlutum.¹⁴ Líkt og varðandi gagnsæisskylduna áður en viðskipti fara fram þá er umrædd krafa um birtingu viðskiptaupplýsinga þegar til staðar í

¹² a-liður 1. mgr. 5. gr. MiFIR og i-liður, b-liðar, 1. mgr. 4. gr. MiFIR.

¹³ 7. mgr. 5. gr. MiFIR.

¹⁴ 6. gr. MiFIR.

MiFID I en í MiFIR hefur hún verið útvíkkuð til að ná yfir aðra fjármálagerninga sem líkjast hlutum, þ.e. heimildarskírteini, kauphallarsjóði, skírteini og aðra sambærilega fjármálagerninga. Tilkynningin skal vera eins nærri rauntíma og tæknilega er mögulegt. Jafnframt skulu rekstraraðilar viðskiptavettvangs veita fjármálafyrirtækjum, sem skylt er að birta ofangreindar upplýsingar um viðskipti, aðgang á eðlilegum viðskiptakjörum að sömu kerfum (e. arrangements) og þeir nota til að birta upplýsingarnar.

Kveðið er á um að eftirlitsstjórnvald geti heimilað rekstraraðila viðskiptavettvangs að bjóða upp á frestun birtingar upplýsinga um viðskipti sem eru umfangsmikil í samanburði við venjulega markaðsstærð fyrir viðkomandi fjármálagerning.¹⁵

Rekstraraðilar viðskiptavettvangs skulu fá heimild viðkomandi eftirlitsstjórnvalds fyrir fyrirhugaðri tilhögun um frestun á birtingu viðskiptaupplýsinga áður en notkunin hefst og ber þeim einnig að veita markaðsaðilum og almenningi skýrar upplýsingar um tilhögunina.

Ef annað eftirlitsstjórnvald en það sem veitti heimild fyrir frestun á birtingu mótmælir tilhöguninni þá getur það fyrrnefnda komið á bændingu á framfæri við ESMA sem getur ákvarðað um málið á grundvelli valdheimilda sinna. ESMA ber einnig skylda til að fylgjast með notkun tilhögunar vegna frestun birtingar viðskiptaupplýsinga og skal senda árlega skýrslu til framkvæmdastjórnar ESB um hvernig frestun birtingar hefur verið framkvæmd.

Í tæknistöðlum ESMA eru ýmiss skilyrði frekar útfærð, s.s. hvaða upplýsingar þarf að birta, innan hvaða tímafrests, frekari skilyrði fyrir umsókn um frestun birtingar og skýringar á þeim viðmiðum sem skal beitt við mat á því hvaða viðskipti teljast umfangsmikil í samanburði við venjulega markaðsstærð viðkomandi fjármálagernings.

2.2. Gagnsæisreglur fyrir aðra fjármálagerninga en hlutabréf og fjármálagerninga sem líkjast hlutum

MiFID II og MiFIR útvíkka gagnsæiskröfur til annarra fjármálagerninga en hlutabréfa. Munu þær því einnig ná til skuldabréfa, samsettra fjármálagerninga (e. structured finance product), losunarheimilda og afleiðna sem viðskipti eru með á viðskiptavettvöngum. Þessar nýju kröfur eru viðbrögð við fjármálakreppunni og þeim veikleikum sem þar komu í ljós varðandi upplýsingagjöf um viðskiptaáhuga og verð. Hinum nýju kröfum er ætlað að bæta verðmyndun. Meginreglan er að birta skuli tímanlega upplýsingar um tilboð og viðskipti en útfærslan er mismunandi eftir tegund fjármálagerninga og viðskiptakerfa og tekur mið af seljanleika og hagsmunum fjárfesta og útgefanda. Í ákveðnum tilfellum verður hægt að veita undanþágur frá reglunni um sýnileika tilboða og heimila frestun á birtingu viðskiptaupplýsinga. Til að tryggja að viðskipti með fjármálagerninga sem teknir hafa verið til viðskipta eða verslað er með á viðskiptavettvangi og framkvæmd eru utan viðskiptavettvangs skaði ekki verðmyndun og jafnræði milli mismunandi viðskiptaaðferða eru gerðar gagnsæiskröfur til fjármálafyrirtækja sem stunda OTC viðskipti í eigin reikning sem innmiðlarar ef fjármálagerningarnir sem um ræðir hafa virkan markað.

¹⁵ 7. gr. MiFIR.

2.2.1. Gagnsæisskylda áður en viðskipti fara fram og undanþágur

Gerðar eru sambærilegar kröfur um birtingu upplýsinga vegna viðskipta með aðra fjármálagerninga en hlutabréf og gerðar eru til viðskipta með hlutabréf¹⁶, en undanþáguheimildir eru aðrar. Eftirlitsstjórnvöldum er heimilt að veita undanþágu frá gagnsæisskyldu áður en viðskipti fara fram vegna:¹⁷

1. tilboða sem eru umfangsmikil í samanburði við venjulega markaðsstærð og tilboða sem geymd eru og bíða birtingar í tilboðaumsýslukerfi hjá viðskiptavettvangi,
2. yfirlýsts viðskiptaáhuga í tilboðsdrifnum viðskiptakerfum eða raddrifnum kerfum yfir stærð sem tilgreind er fyrir viðkomandi fjármálagerning (e. size specific to the financial instrument) og felur í sér óþarfa áhættu (e. undue risk) fyrir viðskiptavaka og tekur til greina hvort markaðsaðilar eru almennir fjárfestar eða heildsölufjárfestar (e. wholesale investors), eða
3. afleiðna sem ekki er skylda að eiga viðskipti með á skipulegum verðbréfamarkaði, markaðstorgi fjármálagerninga (e. multilateral trading facility, MTF) eða skipulegum viðskiptavettvangi (e. organised trading facility, OTF) og annarra fjármálagerninga sem teljast ekki hafa virkan markað.

Njóti rekstraraðili viðskiptavettvangs ofangreindrar undanþágu fyrir tilboðsdrifin og raddrifin kerfi á grundvelli stærðar yfirlýsts viðskiptaáhuga skal hann hið minnsta birta leiðbeinandi (e. indicative) verð fyrir kaup- og sölutilboð sem er nærri því verði þar sem áhugi er að eiga viðskipti (e. price of the trading interests) samkvæmt upplýsingum í kerfum hans.¹⁸

Kveðið er á um skyldu eftirlitsstjórnvalda til að tilkynna ESMA og öðrum viðkomandi eftirlitsstjórnvöldum um fyrirætlun sína um að veita undanþágu frá birtingu tilboða með minnst fjögurra mánaða fyrirvara.¹⁹ ESMA skalgefa út álit á því hvort undanþágan standist innan tveggja mánaða. Eftirlitsstjórnvald getur afturkallað undanþágu ef hún er notuð á annan hátt en til stóð í upphafi eða ef talið er að hún sé notuð til að komast hjá kröfum sem gilda um undanþágur.

Til viðbótar við ofangreindar undanþágur getur eftirlitsstjórnvald tímabundið aflétt gagnsæiskröfum sem gilda um tilboð fyrir flokk skuldabréfa, samsettra fjármálagerninga, losunarheimilda eða afleiðna á viðskiptavettvangi sem fellur undir eftirlit þess ef virkni viðskipta með flokkinn fer niður fyrir tiltekinn þröskuld. Aflétting gagnsæiskröfunnar skal ekki gilda lengur en í þrjá mánuði til að byrja með en hægt er að framlengja hana ef aðstæður haldast óbreyttar. Ekki er framlengt um meira en þrjá mánuði í senn. Eftirlitsstjórnvald skal tilkynna ESMA um fyrirætlun sína um að aflétta gagnsæiskröfum tímabundið. Tilkynningunni skal fylgja rökstuðningur og skal ESMA veita álit sitt á afléttingunni svo fljótt sem unnt er.

Í tæknistöðlum ESMA eru gagnsæiskröfurnar útfærðar nánar og þau viðmið sem gilda um undanþágur frá þeim og tímabundna afléttingu þeirra.

¹⁶ Sjá umfjöllun í kafla 2.1.1.

¹⁷ 9. gr. MiFIR.

¹⁸ 8. gr. MiFIR.

¹⁹ 9. gr. MiFIR.

2.2.2. Gagnsæisskylda eftir að viðskipti fara fram og heimildir til frestunar á birtingu upplýsinga

Rekstraraðila viðskiptavettvangs ber að birta verð, magn og tíma viðskipta með skuldabréf, samsetta fjármálagerninga, losunarheimildir og afleiður sem eru í viðskiptum á viðskiptavettvanginum.²⁰ Tilkynningin skal vera eins nærri rauntíma og tæknilega er mögulegt. Jafnframt skulu rekstraraðilar veita fjármálafyrirtækjum, sem er skylt að birta ofangreindar upplýsingar um viðskipti, aðgang á eðlilegum viðskiptakjörum að sömu kerfum (e. arrangements) og þeir nota til að birta upplýsingarnar.

Kveðið er á um að eftirlitsstjórnvald geti heimilað rekstraraðila viðskiptavettvangs að bjóða upp á frestun birtingar upplýsinga um viðskipti.²¹ Heimild til frestunar getur byggt á þremur mismunandi viðmiðum. Nánar tiltekið getur slík heimild náð til viðskipta sem eru:

1. Umfangsmikil í samanburði við venjulega markaðsstærð fyrir viðkomandi fjármálagerning.
2. Með fjármálagerninga sem teljast ekki hafa virkan markað.
3. Yfir stærð sem tilgreind er fyrir viðkomandi fjármálagerning og felur í sér of mikla áhættu fyrir viðskiptavaka og tekur til greina hvort markaðsaðilar eru almennir fjárfestar eða heildsölufjárfestar.

Til viðbótar getur eftirlitsstjórnvald tímabundið aflétt gagnsæiskröfum sem gilda um viðskipti fyrir flokk fjármálagernings á viðskiptavettvangi sem fellur undir eftirlit þess ef virkni viðskipta með viðkomandi flokk fer niður fyrir tiltekinn þröskuld. Aflétting gagnsæiskröfunnar skal ekki gilda lengur en í þrjá mánuði til að byrja með en hægt er að framlengja hana um allt að þrjá mánuði í senn ef aðstæður haldast óbreyttar. Eftirlitsstjórnvald skal tilkynna ESMA um þá fyrirætlan sína að aflétta gagnsæiskröfum tímabundið. Tilkynningunni skal fylgja rökstuðningur og skal ESMA veita álit sitt á afléttingunni svo fljótt sem unnt er.

Útfærsla á frestun birtingar upplýsinga um viðskipti getur verið nokkuð margbrotin. Þannig getur eftirlitsstjórnvald í tengslum við heimild til frestunar:

1. Óskað eftir takmörkuðum upplýsingum um viðskipti eða samanteknum upplýsingum um nokkur viðskipti innan þess tímabils sem frestunin nær til.
2. Heimilað að upplýsingum um magn í einstaka viðskiptum sé sleppt á lengdu frestunartímabili.
3. Heimilað birtingu samandreginna upplýsinga fyrir nokkur viðskipti á lengdu frestunartímabili, fyrir önnur bréf en ríkisskuldabréf.
4. Heimilað birtingu samandreginna upplýsinga fyrir nokkur viðskipti ótímabundið, fyrir ríkisskuldabréf.

Að því er varðar ríkisskuldabréf þá getur öðrum og fjórða liðnum verið beitt í sitt hvoru lagi eða saman, þ.e. að viðskipti séu birt án magnupplýsinga á lengdu frestunartímabili og svo sé

²⁰ 10. gr. MiFIR.

²¹ 11. gr. MiFIR.

birtingin á samandregnu formi í framhaldinu, og ótímabundin.

Að því er varðar aðra fjármálagerninga, þá skal birta allar þær upplýsingar sem uppá vantar fyrir einstök viðskipti þegar frestunartímabilinu lýkur.

Í tæknistöðlum ESMA er nánar kveðið á um útfærsluna, þ.m.t. hvaða upplýsingar skal birta um viðskipti, hvaða tímamark telst uppfylla kröfuna um birtingu eins nærri rauntíma og mögulegt er, og þau viðmið sem notuð eru við að ákvarða til hvaða stærðar og tegundar viðskipta heimild til frestunar nær.

2.2.3. Áhrif gagnsæisreglnanna á íslenskan fjármálamarkað

Gagnsæisreglurnar fyrir skuldabréf, samsetta fjármálagerninga, losunarheimildir og afleiður verða hrein viðbót við íslenska löggjöf um fjármálamarkað. Að öllu óbreyttu verða áhrifin á Íslandi fyrst og fremst á skuldabréfamarkað enda eru ekki viðskipti með hinar tegundir fjármálagerninganna á innlendum viðskiptavettvöngum. Þetta gæti þó breyst á tímabilinu fram að innleiðingu reglnanna í íslensk lög. Í öllu falli er ljóst að áhrif innleiðingar MiFIR á samsetta fjármálagerninga, losunarheimildir og afleiður verða til þess að auka gagnsæi.

Flóknara er að meta áhrifin á skuldabréfamarkað því þrátt fyrir að gagnsæisreglur fyrir skuldabréf hafi ekki verið í íslenskum lögum þá hefur fyrirkomulag markaðarins (e. market model) í Kauphöllinni og reglur hennar tryggt mikið gagnsæi. Reglurnar ná eðlilega eingöngu til aðila að Kauphöllinni en þar sem flest fjármálafyrirtæki sem eiga í skuldabréfaviðskiptum eru aðilar að Kauphöllinni hefur gagnsæi verið mikið.

Í dag eru tilboð á skuldabréfamarkaði Kauphallarinnar sýnileg í rauntíma með eftirfarandi undantekningum:

- Ekki þarf að sýna tilboð ef nafnvirði þeirra er yfir 400 milljónir króna að stærð.
- Færa má inn svokölluð ísjakatilboð (e. iceberg orders eða reserve orders) en það þýðir að tengt sýnilegu tilboði („toppi ísjakans“) er annað eða önnur óbirt tilboð sem eru eins og sýnilega tilboðið hvað verð og önnur skilyrði varðar.

Því má segja að gagnsæi áður en viðskipti fara fram sé með sama hætti og gerð er krafa um í MiFIR.²² Einnig má segja að núverandi undanþága sé sams konar og undanþága MiFIR²³ sem nær til tilboða sem eru umfangsmikil í samanburði við venjulega markaðsstærð og tilboða sem geymd eru og bíða birtingar í tilboðaumsýslukerfi viðskiptavettvangs. Ekki liggur enn fyrir hversu stór tilboð þurfi að vera til að teljast „umfangsmikil“ tilboð í skilningi MiFIR en ljóst er samkvæmt drögum að tæknistöðlum að viðmiðið mun ekki vera hið sama fyrir allar tegundir skuldabréfa og reikna má með að það geti vikið umtalsvert frá því sem nú teljast umfangsmikil tilboð í Kauphöllinni.

Engar aðrar undanþágur eru í dag í Kauphöllinni frá gagnsæi áður en viðskipti fara fram. Engar reglur eru m.ö.o. í dag sem heimila undanþágur sem MiFIR gerir ráð fyrir og byggja annars vegar á því að fjármálagerningar teljist ekki hafa virkan markað og hins vegar að stærð tilboða feli í sér of mikla áhættu fyrir viðskiptavaka.

²² 8. gr. MiFIR.

²³ 9. gr. MiFIR.

Samkvæmt þeim drögum að tæknistöðlum sem nú liggja fyrir munu flestir flokkar skuldabréfa á íslenska markaðnum ekki teljast hafa virkan markað til að byrja með. Hins vegar mun það viðskiptamagn sem skilgreiningin á virkum markaði miðast við lækka í skrefum á rúmlega þriggja ára aðlögunartímabili og í lok tímabilsins munu markflokkar ríkistryggðra verðbréfa að öðru óbreyttu teljast hafa virkan markað. Miðað við núverandi þróun er líklegt að það sama muni eiga við um t.d. mörg sértryggð skuldabréf íslensku bankanna. Undanþága sem byggir á því að fjármálagerningar teljist ekki hafa virkan markað mun því ekki eiga við um þau að aðlögunartímabilinu loknu. Mörg skuldabréf sem tekin hafa verið til viðskipta munu hvorki til að byrja með né að loknu aðlögunartímabilinu teljast hafa virkan markað.

Að því er varðar gagnsæi eftir að viðskipti hafa farið fram gildir nú hið sama á skuldabréfamarkaði Kauphallarinnar og á hlutabréfamarkaði, þ.e. viðskipti sem samið er um utan viðskiptakerfisins ber að tilkynna innan þriggja mínútna. Þetta er að grunni til sama regla og skv. MiFIR²⁴ en þó veitir útfærslan í tæknistöðlunum heldur meira svigrúm til tilkynninga. Þannig er í núverandi drögum að tæknistöðlunum gerð sú krafa að viðskipti verði tilkynnt innan 15 mínútna frá því að viðskiptin eiga sér stað en að svigrúmið verði minnkað í 5 mínútur í ársbyrjun 2020.

Engin frestun á birtingu viðskiptaupplýsinga er leyfð á skuldabréfamarkaði Kauphallarinnar í dag. Verði heimild til frestunar nýtt með innleiðingu MiFID II og MiFIR verður því um nýmæli á íslenska markaðnum að ræða.

2.3. Skylda til að veita viðskiptaupplýsingar með aðgreindum hætti og á sanngjörnum viðskiptakjörum

Rekstraraðilum viðskiptavettvanga er skylt að veita aðgang að forviðskiptagögnum og eftirviðskiptagögnum (e. post-trade) með aðgreindum hætti. Upplýsingarnar skulu gerðar aðgengilegar almenningi á sanngjörnum viðskiptakjörum og jafnræði skal tryggt varðandi aðgengi að þeim. Enn fremur skal veita aðgengilegar, án kostnaðar, 15 mínútum eftir að þær voru gerðar opinberar.

Í tæknistöðlum ESMA er nánar útfært með hvaða hætti gögn skulu aðgreind áður en þau eru gerð aðgengileg almenningi. Einnig eru í tæknistöðlum sett fram frekari útskýring á því hvað teljast sanngjörn viðskiptakjör.

III. Háhraðaviðskipti (e. High frequency trading)

Ein tegund af algrímsviðskiptum (e. algorithmic trading) eru háhraðaviðskipti. Háhraðaviðskipti eru venjulega framkvæmd af fjármálafyrirtækjum sem nota eigin reikning til að eiga viðskipti og fela öðru fremur í sér notkun á háþróaðri tækni til að leggja fram tilboð og koma á viðskiptum t.d. við viðskiptavakt eða stöðutöku. Með háhraðaviðskiptum er átt við það þegar viðskiptakerfi greinir gögn eða merki frá markaðnum á miklum hraða og svarar þeirri greiningu með því að senda eða uppfæra mikinn fjölda tilboða á skömmum tíma. Háhraðaviðskipti geta innihaldið þætti eins og innsetningu tilboða, og áframsendingu þeirra (e. routing) sem og ákvörðunartöku án mannglegrar aðkomu fyrir hver einstök viðskipti eða tilboð. Háhraðaviðskipti eru því sjálfvirk er viðkemur verði tilboða, innsetningu tilboða og afturköllun þeirra. Há dagsvelta á eignasafni einkennir háhraðaviðskipti sem og mikill fjöldi

²⁴ 10. gr. MiFIR.

tilboða í hlutfalli við viðskipti innan dags (e. order to trade ratio). Hraði gagnaflutnings skiptir höfuðmáli í háhraðaviðskiptum og því verða viðskiptin auðveldari ef þátttakendur á markaði eru í nálægð við pörunarkerfi viðskiptavettvangs (e. trading venue's matching engine).

Aukin tækni í viðskiptum hefur haft í för með sér ávinning, bæði á fjármálamarkaði og hjá markaðsaðilum, til dæmis með aukinni þátttöku á markaði, auknum seljanleika, minna verðbili, minni skammtíma verðsveiflum auk þess að hafa bætt framkvæmd fyrirmæla viðskiptavina. Aukinni tækni fylgir þó einnig áhætta, til dæmis aukin áhætta vegna álags á viðskiptakerfi sem fylgir miklu magni tilboða, áhætta á að sama algrímstilboðið sé sett inn oftar en einu sinni eða að viðskiptatilboð verði röng auk þess sem áhætta skapast á að bilun verði í kerfinu þannig að virkni markaðar verði óeðlileg (e. disorderly market). Einnig er áhætta á að algrímviðskipti ýki aðra markaðsatburði sem getur aukið sveiflur ef vandamál eru til staðar á markaðnum. Að lokum geta algrímviðskipti, þ.m.t. háhraðaviðskipti, eins og aðrar tegundir af viðskiptum, leitt til hegðunar sem á einhvern hátt fer í bága við reglugerð ESB nr. 596/2014 um markaðssvik²⁵. Loks hafa háhraðamiðlarar forskot á upplýsingar vegna þess hraða sem er á gagnaflutningi sem getur valdið því að aðrir fjárfestar kjósi að eiga viðskipti á öðrum viðskiptavettvangi.

Til að draga úr þeim áhættum sem fylgja aukinni tæknivæðingu er nauðsynlegt að beita viðeigandi ráðstöfunum sem og áhættustýringu sem beinist að fyrirtækjum sem eiga í algrímviðskiptum, þ.m.t. háhraðaviðskiptum, fyrirtækjum sem hafa beinan markaðsaðgang sem og rekstraraðilum viðskiptavettvanga sem þessi fyrirtæki hafa aðgang að. Þessar ráðstafanir eiga að endurspegla og byggja á tæknistöðlum sem gefnir eru út af ESMA.

Almennt er óheimilt skv. MiFID II að stunda háhraðaviðskipti án sérstakrar starfsheimildar. Ekki er þó gerð krafa um að aðilar sem hafa starfsleyfi á fjármálamarkaði og taka þátt í háhraðaviðskiptum, en eru í starfsemi sem undanskilin er gildissviði MiFID II, þurfi að sækja sérstaklega um heimild til að stunda háhraðaviðskipti²⁶. Þeim er þó skylt að fylgja ákvæðum MiFID II sem beinist að þeirri áhættu sem felst í því að taka þátt í háhraðaviðskiptum. Í því sambandi ætti ESMA að gegna mikilvægu samræmingarhlutverki með því að skilgreina viðeigandi verðbil (e. tick sizes) í því skyni að tryggja eðlilega virkni markaðar innan EES.

Fjármálafyrirtæki skulu tryggja að öflugar ráðstafanir séu til staðar svo rafræn viðskipti og háhraðaviðskipti leiði ekki til óskipulegs markaðar og að þeim verði ekki beitt til markaðsmisnotkunar. Viðskiptavettvangur þarf einnig að tryggja að viðskiptakerfi hans sé traust og að það sé prófað reglulega, m.a. til að takast á við aukið magn tilboða eða óróleika á markaði og að viðskiptarofar (e. circuit breakers) séu til staðar til að stöðva viðskipti tímabundið ef óvæntar verðsveiflur verða.

Þóknanaþyrirkomulag viðskiptavettvanga skal vera gagnsætt, gæta jafnræðis, vera sanngjarnt og ekki leiða til óeðlilegra markaðsaðstæðna. Viðskiptavettvangi skal heimilt að aðlaga þóknanir sínar fyrir afturköllun tilboða í samræmi við þá tímalengd sem tilboðið var í gildi og ákveða mismunandi þóknun eftir tegundum fjármálagerninga. Viðskiptavettvangi er heimilt að fara fram á hærri þóknanir vegna tilboða sem síðan er hætt við, á þátttakendur sem eiga hátt hlutfall af tilboðum sem hætt er við og á þá sem eiga háhraðaviðskipti til að endurspegla það aukna álag sem verður á kerfið sem aðrir markaðsaðilar hafa ekki endilega ávinning af.

²⁵ Innleiðingarvinna vegna upptöku reglugerðarinnar í íslenskan rétt fer af stað á næstu mánuðum, enda má vænta þess að hún verði tekin upp í EES-samninginn á næsta ári.

²⁶ Undanskilin þessari tilskipun eru t.d. seðlabankar og opinberar stofnanir.

Auk þess að grípa til viðeigandi ráðstafana er varða algrímsviðskipti, þ.m.t. háhraðaviðskipti, þá er fjármálafyrirtækjum óheimilt að veita viðskiptavinum sínum beinan markaðsaðgang ef sá aðgangur er ekki háður viðeigandi kerfi og eftirliti. Fyrirtæki sem veita þannig aðgang eiga að veita og meta hæfi viðskiptavina sem nota þjónustuna, óháð því á hvernig formi þessi beini rafræni aðgangur er, sem og að tryggja að áhættustýring sé til staðar á notkun þjónustunnar. Fjármálafyrirtæki bera ábyrgð á tilboðum sem viðskiptavinir þeirra setja inn í gegnum kerfin þeirra eða með því að nota viðskiptaaudkenni þeirra (e. trading codes).

Í því skyni að tryggja skilvirkt eftirlit og til að gera viðkomandi eftirlitsstjórnvöldum kleift að gera viðeigandi ráðstafanir gagnvart gölluðum og stjórnlausum algrímsviðskiptum í tæka tíð þá er nauðsynlegt að öll algrímstilboð séu merkt (e. flag). Með því að merkja tilboðin ætti viðkomandi eftirlitsstjórnvöldum að geta borið kennsl á, greint uppruna tilboða og metið þær aðferðir sem markaðsaðilar beita. Merkingin gerir viðkomandi eftirlitsstjórnvöldum mögulegt að bregðast við á skilvirkan og áhrifaríkan hátt gagnvart algrímsviðskiptum sem kunna að fela í sér markaðsmisnotkun eða sem setja eðlilega virkni markaðar í hættu.

Til að tryggja heilindi markaðar skal ESMA reglulega leita eftir tillögum frá sérfræðingum í aðildarríkjum EES varðandi tækniþróun á fjármálamarkaði. Tillögurnar skulu meðal annars taka til háhraðaviðskipta og nýrra aðferða sem leitt gætu til markaðsmisnotkunar, svo hægt sé að bregðast við og fyrirbyggja slíka misnotkun. Þetta er nánar útlistað í tæknistöðlum ESMA.

Fjármálafyrirtæki sem á í háhraðaviðskiptum skal geyma, á viðeigandi formi, nákvæma skrá í tímaröð af öllum innsendum tilboðum í a.m.k. 5 ár, þar á meðal afturkölluð tilboð. Fyrirtækið skal afhenda þessi gögn til viðkomandi eftirlitsstjórnvalds sé þess óskað.

3.1. Undantekningar

Ákvæði MiFID II um háhraðaviðskipti eru ófrávíkjanleg og er engar undanþágur að finna í tilskipuninni.

3.2. Áhrif af háhraðaviðskiptum

Háhraðaviðskipti eru orðin algengur viðskiptamáti víða erlendis vegna þess að með þeim er hægt að framkvæma mörg viðskipti á stuttum tíma. Miðlarar sem stunda þessi viðskipti vilja vera staðsettir sem næst viðskiptavettvangnum þar sem hver millisekúnda í gagnaflutningi skiptir máli. Þeir færa sig í og úr skammtíma stöðutöku á háhraða í þeim tilgangi að ná örlitlum hluta í hagnað af hverjum viðskiptum. Það kallar oft á mikil fjárútlát í þeim eina tilgangi að geta verið á undan öðrum að eiga viðskipti sem nemur broti úr sekúndu. Það getur því tekið langan tíma að ná hagnaði upp í kostnað.

Ákveðin áhætta fylgir þó þessum viðskiptum. Þannig getur of mikið álag myndast á viðskiptakerfið vegna fjölda innsendra tilboða á skömmum tíma, sem og að háhraðakerfið fjölfaldi innsend tilboð eða sendi út röng tilboð. Því þarf að vera til staðar öflugt eftirlits- og áhættustýringarkerfi til að koma í veg fyrir að óeðlileg viðskipti eigi sér stað og til að milda áhrif af kerfisvillum.

Í ljósi smæðar íslensks markaðar eru ekki miklar líkur á að innlend fjármálafyrirtæki hefji háhraðaviðskipti. Þó er ekki hægt að útiloka að þau komi sér upp háhraðatækni til að nota í viðskiptum með erlenda fjármálagerninga eftir afléttingu fjármagnshafta.

IV. Markaðsuppygging (e. Market structure)

Gildissvið MiFID II er víðtækara en MiFID I að því að leyti að yngri tilskipunin nær til fjármálafyrirtækja, rekstraraðila viðskiptavettvanga, veitenda gagnaskýrsluþjónustu (e. data reporting services providers) og tiltekinna fyrirtækja frá þriðju ríkjum. Gildissvið eldri tilskipunarinnar var einskorðað við fjármálafyrirtæki og rekstur skipulegra verðbréfamarkaða og markaðstorga fjármálagerninga. Eitt af markmiðunum með hinni nýju tilskipun er að bregðast við þeirri tæknipróun sem hefur átt sér stað á sviði verðbréfaviðskipta frá gildistöku MiFID I árið 2007 og skapa fjárfestum jafnari aðstöðu, s.s. með því að gera skylt að viðskipti með tiltekna fjármálagerninga fari fram á mörkuðum sem lúta reglum um gagnsæi og innan viðskiptakerfa sem uppfylla ströng skilyrði tilskipunarinnar.

4.1. Flokkar viðskiptavettvanga

Í MiFID II er að finna nýjan flokk markaða fyrir fjármálagerninga, til viðbótar við skipulega verðbréfamarkaði (e. regulated market) og markaðstorg fjármálagerninga en hið síðarnefnda var nýmæli í MiFID I. Hinn nýi flokkur kallast skipulegur viðskiptavettvangur (e. organised trading facility, OTF) og er marghliða viðskiptakerfi þar sem hægt er að eiga viðskipti með fjármálagerninga, aðra en hlutabréf. Fjármálafyrirtæki og kauphallir geta rekið skipulega verðbréfamarkaði, markaðstorg fjármálagerninga og skipulega viðskiptavettvanga. Í tilskipuninni er að finna ítarlegri kröfur til stjórnarhátta og viðskiptakerfa rekstraraðila viðskiptavettvanga, sem eru í líkingu við kröfur sem gerðar eru til fjármálafyrirtækja.²⁷ Þá er einnig nýmæli í MiFID II að rekstraraðili markaðstorgs fjármálagerninga getur sótt um að skrá það sem vaxtarmarkað lítilla og meðalstórra fyrirtækja (e. SME growth markets), sem felur í sér minni kröfur en gerðar eru á hefðbundnum markaðstorgum fjármálagerninga.²⁸

Til viðbótar við hina þrjá flokka viðskiptavettvanga með fjármálagerninga gerir núgildandi löggjöf ráð fyrir innmiðlurum, sem eru fjármálafyrirtæki sem eiga tíð, skipuleg og kerfisbundin viðskipti fyrir eigin reikning í verulegum mæli með því að framkvæma pantanir viðskiptavina sinna utan skipulegs verðbréfamarkaðar, markaðstorgs fjármálagerninga og skipulegs viðskiptavettvangs.²⁹ Það hvort aðili telst innmiðlari er ákvarðað samkvæmt megindlegum viðmiðum (e. quantitative criteria) sem byggja á tíðni og umfangi viðskipta. Munurinn á skipulegum viðskiptavettvangi og innmiðlara er að hið fyrrnefnda felur í sér marghliða viðskiptakerfi, en innmiðlarar reka tvíhliða pörunarkerfi þar sem fyrirmæli viðskiptavina eru ávallt pöruð við eigin reikning innmiðlarans.

4.2. Breytingar á reglum um skipulega verðbréfamarkaði og markaðstorg fjármálagerninga

MiFID II felur í sér strangari reglur um stjórnarhætti fyrirtækja sem reka skipulega verðbréfamarkaði, markaðstorg fjármálagerninga og skipulega viðskiptavettvanga. Reglurnar fela m.a. í sér kröfur um samsetningu stjórnar og hæfisskilyrði stjórnarmanna, takmarkanir á hversu mörgum stöðum stjórnendum er heimilt að sinna og kröfu um að stjórnarmenn hafi nægan tíma til að sinna störfum sínum. Þá ber rekstraraðilum viðskiptavettvanga sem teljast mikilvægir (e. significant) að teknu tillit til stærðar, innra skipulags og eðlis, umfangs og

²⁷ 45.-47. gr. MiFID II

²⁸ 33. gr. MiFID II

²⁹ 17. liður inngangsorða MiFID II.

flækjustigs starfseminnar að setja á stofn tilnefningarnefnd, sem samanstendur af aðilum stjórnar (e. management body) sem hafa ekki stjórnunarskyldur³⁰ (e. executive function) hjá viðkomandi rekstraraðila. Tilnefningarnefndin hefur það hlutverk að tilnefna og mæla með mögulegum umsækjendum fyrir stjórnunarstöður í viðkomandi fyrirtæki.

Ef rekstraraðili markaðstorgs fjármálagerninga óskar eftir heimild frá viðkomandi eftirlitsstjórnvaldi til að skrá markaðinn sem vaxtarmarkað fyrir lítil og meðalstór fyrirtæki, þarf markaðurinn að uppfylla eftirfarandi skilyrði:

- í það minnsta 50% af útgefendum fjármálagerninga sem teknir hafa verið til viðskipta á viðkomandi markaðstorgi fjármálagerninga eru lítil og meðalstór fyrirtæki þegar skráningin fer fram og á hverju almanaksári upp frá því,
- viðeigandi viðmið gilda um upphaflega og áframhaldandi töku fjármálagerninga til viðskipta á markaðnum,
- við upphaflegt samþykki um töku til viðskipta eru fullnægjandi upplýsingar birtar sem gera fjárfestum kleift að taka upplýsta ákvörðun um hvort þeir vilja fjárfesta í fjármálagerningunum, annað hvort með viðeigandi skráningarskjali eða lýsingu ef kröfur samkvæmt lýsingartilskipuninni nr. 2003/71/EB eiga við í almennu útboði sem fer fram samhliða töku fjármálagerningsins til viðskipta á markaðnum,
- fullnægjandi reglulegri upplýsingaskyldu er sinnt hvað varðar fjárhagslegar upplýsingar, t.d. með birtingu endurskoðaðra ársreikninga,
- tilkynningum um viðskipti útgefenda, aðila sem teljast til stjórnenda (e. persons discharging managerial responsibilities) og aðila fjárhagslega tengdum þeim er sinnt í samræmi við kröfur markaðssvikareglugerðar nr. 596/2014/ESB,
- lögbundnar upplýsingar um útgefendur eru varðveittar og dreift til almennings og
- til staðar er skilvirk kerfi til að greina og koma auga á markaðssvik í samræmi við kröfur markaðssvikareglugerðar nr. 596/2014/ESB ásamt fleiri skilyrðum sem fram koma í tilskipuninni.

Á þessari nýju undirtegund markaðstorgs fjármálagerninga eru umfangsminni skráningarskilyrði og gera má ráð fyrir að lægri kostnaður fylgi töku fjármálagerninga lítilla og meðalstórra fyrirtækja til viðskipta.

4.3. Megineinkenni skipulegs viðskiptavettvangs (e. Organised trading facility)

Á skipulegum viðskiptavettvangi eru leiddir saman kaupendur og seljendur að skuldabréfum, samsettum fjármálagerningum, losunarheimildum og afleiðum, þannig að til samninga stofnast. Það sem skilur skipulegan viðskiptavettvang frá öðrum tegundum skipulegra markaða er m.a. það svigrúm sem rekstraraðili markaðsins hefur við framkvæmd fyrirmæla. Annars vegar við ákvörðun um að setja fram eða afturkalla tilboð og hins vegar hvort og hvernig tilboð parast, þ.e. mögulegt er að hann ákveði að taka ekki fyrirbyggjandi tilboðum að hluta til eða að öllu leyti ef það er í samræmi við sérstök fyrirmæli viðskiptavinar og skyldur um bestu framkvæmd. Af þessum ástæðum ber rekstraraðilum viðskiptavettvanga að uppfylla ítarlegar kröfur MiFID II og MiFIR um viðskiptahætti og innra skipulag til að tryggja

³⁰ Samkvæmt íslenskri hlutafélagalöggjöf skal meirihluti stjórnar ætíð skipaður einstaklingum sem ekki eru framkvæmdastjórar í félaginu, sbr. 2. mgr. 65. gr. laga nr. 2/1995 um hlutafélög. Ennfremur er starfsmönnum fjármálafyrirtækja ekki heimilt að sitja í stjórn viðkomandi fjármálafyrirtækis, sbr. 5. mgr. 52. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki. Því hafa stjórnarmenn íslenskra fjármálafyrirtækja ekki stjórnunarskyldur.

fjárfestavernd.

Rekstraraðila skipulegs viðskiptavettvangs er óheimilt að eiga viðskipti fyrir eigin reikning eða fyrir reikning einingar sem er hluti af sömu fyrirtækjasamstæðu nema um sé að ræða viðskipti með ríkisskuldabréf sem teljast ekki vera seljanleg á markaði.³¹ Rekstraraðila skipulegs viðskiptavettvangs er þó heimilt að eiga þöruð miðlaraviðskipti (e. matched principal trading) með skuldabréf, samsetta fjármálagerninga, losunarheimildir og afleiður sem falla ekki undir stöðustofnunarskyldu samkvæmt ákvæðum EMIR³², ef viðskiptavinur veitir samþykki sitt fyrir því. Ákvæðið felur í sér bann við starfrækslu skipulegs viðskiptavettvangs og starfsemi innmiðlara innan sama lögaðila. Þá er skipulegum viðskiptavettvangi óheimilt að tengjast við kerfi innmiðlara eða annars skipulegs viðskiptavettvangs með þeim hætti að tilboð á skipulegum viðskiptavettvangi og tilboð eða beiðni um tilboð hjá innmiðlara geti mæst (e. interact).

4.4. Skylda til að framkvæma viðskipti innan viðskiptavettvanga (e. Trading obligation)

MiFID II og MiFIR er ætlað að reyna að girða fyrir að viðskipti fari fram utan viðskiptavettvanga (e. OTC trades) þar sem ekki er til að dreifa virkri verðmyndun og ákvæði nógildandi Evrópureglna um verðbréfavíðskipti ná ekki til að öllu leyti. Með innleiðingu MiFID II og MiFIR verður því skylt að eiga viðskipti með hlutabréf sem tekin hafa verið til viðskipta, á skipulegum verðbréfamarkaði, markaðstorgi fjármálagerninga eða í gegnum innmiðlara, nema viðskiptin uppfylli skilyrði tiltekinna undanþága. Þá ber fjármálafyrirtæki sem starfrækir þörunarkerfi þar sem framkvæma má fyrirmæli viðskiptavina vegna hlutabréfa, heimildarskírteina, hlutdeildarskírteina kauphallarsjóða og skírteina og annarra svipaðra fjármálagerninga á marghliða grundvelli að hafa starfsheimild fyrir markaðstorg fjármálagerninga.³³ Þá verður skylt að eiga viðskipti með afleiður sem eru stöðustofnunarskyldar samkvæmt EMIR á skipulegum verðbréfamarkaði, markaðstorgi fjármálagerninga eða á skipulegum viðskiptavettvangi, þ.e. ef fjármálagerningurinn uppfyllir kröfur um lágmarks seljanleika.³⁴

4.5. Reglur um upplýsingagjöf um tilboð og viðskipti

Reglur MiFID II og MiFIR um upplýsingagjöf um tilboð og viðskipti (e. pre/post-trade transparency) hafa víðtækara gildissvið en gildandi Evrópureglur. Þau ná til fleiri fjármálagerninga en hlutabréfa og til viðskipta á skipulegum viðskiptavettvöngum. Í viðskiptum með fjármálagerninga aðra en hlutabréf er mögulegt að nýta undanþágur frá upplýsingaskyldu fyrir viðskipti ef um er að ræða stórar pantanir (e. large orders), beiðni um tilboð og radddrifin kerfi. Upplýsingaskylda eftir viðskipti gildir um alla fjármálagerninga, þó með möguleika á frestun á birtingu (e. deferred publication) eða birtingu viðskiptaupplýsinga án magns (e. volume masking) eftir atvikum. Þá er að finna ítarlegri reglur um viðskiptagögn og skyldu viðskiptavettvanga til að gera þau aðgengileg almenningi.

Til að stuðla að gagnsæi í viðskiptum með hlutabréf, heimildarskírteini, kauphallarsjóði,

³¹ 20. gr. MiFID II.

³² Reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins (ESB) nr. 648/2012 um OTC-afleiður, miðlæga mótaðila og afleiðuviðskiptaskrár.

³³ 23. gr. MiFIR.

³⁴ 28. gr. MiFIR.

skírteini og aðra svipaða fjármálagerninga skulu fjármálafyrirtæki birta tilboð fyrir ofangreinda fjármálagerninga sem þau eru innmiðlarar fyrir og virkur markaður er með. Ef enginn virkur markaður er með viðkomandi fjármálagerninga þá á skyldan einnig við ef viðskiptavinur óskar eftir birtingu tilboðs.³⁵

ESMA mun gefa út tæknistaðal sem tilgreinir nánar fyrirkomulag birtingar beiðna um tilboð, hvort verð endurspegli ríkjandi markaðsaðstæður og staðlaða markaðsstærð. Þetta er breyting frá MiFID I sem gerði einungis ráð fyrir að innmiðlarar birtu bindandi verðtilboð fyrir þau hlutabréf sem teljast seljanleg og ef viðskiptavinur óskaði þess í tilvikum illseljanlegra hlutabréfa.

Í því augnamiði að stuðla að gagnsæi skulu fjármálafyrirtæki, þ.m.t. innmiðlarar, einnig birta upplýsingar um viðskipti með hlutabréf, heimildarskírteini, kauphallarsjóði, skírteini og aðra svipaða fjármálagerninga.³⁶ Þá ber fjármálafyrirtækjum, þ.m.t. innmiðlurum, að birta upplýsingar um viðskipti með skuldabréf, samsetta fjármálagerninga, losunarheimildir og afleiður. Birta skal upplýsingar um magn, verð og tímasetningu viðskipta og ber fjármálafyrirtækjum að notast við þjónustu viðurkennds tilkynningavettvangs (e. Approved Publication Arrangement, APA) við birtinguna.

Eftirlitsstjórnvöld munu geta krafist upplýsinga frá viðskiptavettvöngum, viðurkenndum tilkynningavettvöngum og þjónustuveitendum sameinaðs gagnastraums (e. Consolidated Tape Providers, CTP) sem eru meðal annars nýttar til að ákvarða kröfur um gagnsæi fyrir og eftir viðskipti, í hvaða tilvikum viðskipti skal framkvæma innan viðskiptavettvanga og hvenær fjármálafyrirtæki teljast innmiðlarar.³⁷ Nánar er fjallað um viðurkennda tilkynningavettvanga og þjónustuveitendur sameinaðs gagnastraums í VI. kafla.

4.6. Stöðvun viðskipta

Rekstraraðilum viðskiptavettvanga er heimilt samkvæmt MiFID II að stöðva viðskipti eða taka fjármálagerninga úr viðskiptum ef reglum þeirra er ekki fylgt, að því gefnu að það sé ekki líklegt til að skaða hagsmuni fjárfesta eða trufla eðlilega starfsemi markaðarins.³⁸ Rekstraraðilar skipulegra verðbréfamarkaða hafa skv. gildandi rétti einir þessa heimild, en útvíkkun hennar til rekstraraðila markaðstorga fjármálagerninga og skipulegra viðskiptavettvanga mun hafa engin áhrif á heimildir viðkomandi eftirlitsstjórnvalds til að taka ákvörðun um stöðvun viðskipta tímabundið eða fyrir fullt og allt.³⁹

Rekstraraðili sem tekur ákvörðun um stöðvun viðskipta skal að birta ákvörðun þess efnis, þ.e. um hvaða fjármálagerninga ræðir og tengda fjármálagerninga, og senda tilkynningu til viðkomandi eftirlitsstjórnvalds sem ber í kjölfarið að gera slíka ákvörðun opinbera og senda tilkynningu þess efnis til ESMA og eftirlitsstjórnvalda í öðrum ríkjum.

Settar hafa verið frekari reglur um upplýsingaskipti milli eftirlitsstjórnvalda og markaða til að hægt sé að fylgja eftir ákvörðun eins markaðar um stöðvun viðskipta á öðrum mörkuðum þar sem viðkomandi fjármálagerningur, eða tengdir fjármálagerningar, hafa einnig verið teknir til viðskipta. Þetta gildir í þeim tilvikum þegar uppi er grunur um að ákvæði

³⁵ 14. gr. MiFIR.

³⁶ 20. gr. MiFIR.

³⁷ 22. gr. MiFIR.

³⁸ 32. og 52. gr. MiFID II.

³⁹ M- og n-liðir 2. mgr. 69. gr. MiFID II.

markaðssvikareglugerðarinnar nr. 596/2014/ESB hafi verið brotin, vegna yfirtökutilboða eða vegna vanrækslu á skyldu til að gera innherjaupplýsingar um viðkomandi útgefanda opinberar.⁴⁰

V. Skipulagskröfur (e. Organisational requirements)

MiFID II felur í sér allnokkrar breytingar á þeim skipulagskröfum sem gerðar eru til fjármálafyrirtækja og skipulegra markaða.

5.1. Skipulagskröfur fjármálafyrirtækja

Helstu breytingar er varða fjármálafyrirtæki eru þær kröfur sem gerðar eru til stjórnenda, afurðastjórnunar (e. product governance), sölumarkmiða og þóknana, auk takmarkana á framsali trygginga (e. title transfer collateral arrangements).

5.1.1. Kröfur til stjórnar og stjórnarháttá fjármálafyrirtækja

Fjármálafyrirtæki munu þurfa að uppfylla skilyrði CRD IV tilskipunarinnar⁴¹ til stjórnarháttá, þó með því fráviki að stjórnarmenn (e. members of the management body) munu geta gegnt einu stjórnarstarfi (e. non-executive directorship) til viðbótar því sem heimilað er samkvæmt CRD IV tilskipuninni.⁴² ESMA og Bankastofnun Evrópu (European Banking Authority, EBA) munu gefa út leiðbeinandi tilmæli þar sem þessi heimild er nánar skýrð.

Stjórnarformanni fjármálafyrirtækis er óheimilt að vera einnig framkvæmdastjóri sama fyrirtækis nema fyrirtækið færi fyrir því fullnægjandi rök og aflað sé samþykkis viðkomandi eftirlitsstjórnvalds.

Stjórn fjármálafyrirtækis ber ábyrgð á innleiðingu stjórnarháttá sem tryggja skilvirka og varfæra (e. prudent) stjórnun, þar með talið að komið sé í veg fyrir hagsmunaárekstra.

Stjórn fjármálafyrirtækis ber ábyrgð á:

- fyrirtækinu í heild,
- framkvæmd markmiða, áhættustýringar og innri stjórnunar (e. internal governance),
- gæðum (e. integrity) reikningshalds og fjárhagslegra upplýsingakerfa, og
- hefur yfirumsjón með upplýsingagjöf (e. disclosure) og samskiptum og hefur eftirlit með æðstu stjórnendum.

Stjórn skal samsett með þeim hætti að þekking stjórnarmanna sé fullnægjandi og fjölbreytt. Fjármálafyrirtæki skulu tryggja að stjórnarmenn hljóti fullnægjandi þjálfun og kynningu á fyrirtækinu.

Þær kröfur eru gerðar til stjórnarmanna að þeir:

- verji fullnægjandi tíma í störf sín í þágu fjármálafyrirtækis,
- uppfylli skilyrði um takmarkanir á fjölda stjórnunarstaða sem þeir sinna,
- hafi sem heild fullnægjandi þekkingu, hæfileika og reynslu til að skilja starfsemi fyrirtækisins og áhættu,

⁴⁰ 32. og 52. gr. MiFID II.

⁴¹ 88. og 91. gr. CRD IV tilskipunarinnar.

⁴² 1. mgr. 9. gr. MiFID II.

- framkvæmi skyldur sínar af heiðarleika, heilindum og sjálfstæði til að geta á fullnægjandi hátt metið og gagnrýnt ákvarðanir æðstu stjórnenda (e. senior management) þegar nauðsyn ber til og hafi yfirsýn yfir ákvarðanatöku stjórnenda fyrirtækisins.

Sum stærri eða flóknari fjármálafyrirtæki geta þurft að koma á fót tilnefningarnefnd (e. nomination committee), sem sér um að tilnefna stjórnarmenn. Við tilnefningar skal nefndin m.a. horfa til fjölbreytileika og setja sér markmið og stefnu um að jafna hlut kynjanna í stjórn. Markmiðin, stefnuna og upplýsingar um innleiðingu hennar skal birta opinberlega.

5.2. Skipulagskröfur skipulegra verðbréfamarkaða

Skipulagskröfur eru einnig gerðar til rekstraraðila skipulegra verðbréfamarkaða sem svipar til þeirra sem gerðar eru til fjármálafyrirtækja. Þó eru gerðar takmarkaðri kröfur til veitenda gagnaskýrsluþjónustu sem ekki sæta takmörkunum varðandi fjölda stjórnunarstaða eða kröfum um fjölbreytileika og tilnefningarnefndir.

5.3. Afurðastjórnun

Með MiFID II eru gerðar auknar kröfur til samþykktar á fjármálaafurðum.⁴³ Bætt hefur verið við samþykktarferli vegna nýrra fjármálaafurða og gerðar kröfur um aðlögun núverandi afurða áður en þær eru markaðssettar eða seldar viðskiptavinum.

- Skilgreina skal markhóp fyrir afurðir.
- Greina skal áhættu markhópsins og þar með tryggja að boðnar afurðir séu viðeigandi.
- Endurskoða skal fjármálaafurðir reglulega til að meta hvort þær henti markhópnum.

Fjármálafyrirtæki skal veita dreifingaraðilum upplýsingar um boðnar fjármálaafurðir og samþykktarferlið, þar á meðal markhópin. Þegar fjármálafyrirtæki býður eða mælir með fjármálaafurðum sem hann býr ekki til sjálfur skal hann gera ráðstafanir til að afla upplýsinga um þær og skilja afurðirnar og markhóp þeirra.

Fjármálafyrirtæki skulu hafa til staðar öryggisráðstafanir til að tryggja öryggi og sannreyningu (e. authentication) aðferða við sendingu upplýsinga, lágmarka hættu á að gögnum sé spillt (e. data corruption) og koma í veg fyrir aðgangi óviðkomandi að upplýsingum.

Fjármálafyrirtæki skulu halda skrár vegna veitingu allrar þjónustu, hreyfinga og færslna, þar á meðal upptökur af símtölum og rafrænum samskiptum vegna hreyfinga tengdum viðskiptum fyrir eigin reikning og þjónustu við viðskiptavinum (e. client order services) vegna móttöku, miðlunar og framkvæmdar kaup- og sölufyrirmæla (e. client orders). Skráin skal innihalda samtöl og samskipti sem ætlað er að leiða til viðskipta, jafnvel þó ekki verði af viðskiptunum. Upplýsa skal viðskiptavinum um að samtöl verði tekin upp og að samskipti verði skráð.

Fjármálafyrirtæki skulu gera allar eðlilegar ráðstafanir til að skrá viðkomandi samtöl og samskipti með búnaði sem fyrirtækið lætur í té eða eru samþykkt af fyrirtækinu. Viðskiptafyrirmæli má veita í gegnum aðra miðla svo lengi sem samskiptin eru á varanlegum

⁴³ 16. gr. MiFID II.

miðli og fundargerðir eru haldnar. Fjármálafyrirtæki skulu gera eðlilegar ráðstafanir til að koma í veg fyrir að starfsmenn og verktakar eigi samskipti í gegnum síma eða rafræna miðla á eigin tækjum sem fyrirtækið getur ekki skráð eða afritað gögn úr. Gögnin skulu afhent viðskiptavini að ósk hans og skulu geymd í fimm ár eða allt að í sjö ár ef viðkomandi eftirlitsstjórnvald fer fram á það.

Fjármálafyrirtækjum er óheimilt skv. MiFID II að framkvæma framsal á eignum (e. title transfer financial collateral arrangements) almennra (e. retail) viðskiptavina í þeim tilgangi að tryggja núverandi eða framtíðar skuldbindingar þeirra.⁴⁴

5.4. Markaðseftirlit og vöru inngríp (e. Product intervention)

Árið 2011 tóku til starfa þrjár eftirlitsstofnanir Evrópusambandsins á fjármálamarkaði; EBA, EIOPA og ESMA.⁴⁵ Með MiFIR er komið á kerfi eftirlits með markaðssetningu og sölu fjármálaafurða sem byggir á samvinnu eftirlitsstjórnvalda í EES-ríkjunum, Eftirlitsstofnun EFTA (ESA) og ESB.⁴⁶ EBA, ESMA og ESA munu hafa eftirlit með mörkuðum á öllu EES-svæðinu en eftirlitsstjórnvöld aðildarríkja EES eftirlit með afurðum sem eru markaðssettar eða seldar í eða frá þeirra aðildarríki.

Hvað EES EFTA ríkin varðar, mun ESA sinna samsvarandi ákvarðanatökuhlutverki og ESMA og EBA er almennt falið. Ákvarðanir sem beinast að markaðsaðilum eða eftirlitsstjórnvöldum í EES EFTA ríkjunum munu því ætíð vera teknar af ESA þó að þær verði undirbúnar af ESMA eða EBA. Í umfjöllun hér á eftir um ákvarðanatökuvald EBA og ESMA þá ber að skilja það sem svo að ESA taki ákvörðunina ef hún beinist að markaðsaðilum eða stjórnvöldum í EES EFTA ríki.

5.4.1. Inngrípsheimildir eftirlitsstjórnvalda EES-ríkjanna

Eftirlitsstjórnvöldum EES-ríkjanna er samkvæmt MiFIR falið að fylgjast með mörkuðum fyrir fjármálaafurðir og samsettar innstæður (e. structured deposits) sem eru markaðssettar, dreift eða seldar í eða frá þeirra ríki.⁴⁷

Í MiFIR er fjallað um heimildir eftirlitsstjórnvalda aðildarríkja EES til inngrípa. Munu þau annars vegar geta bannað eða takmarkað markaðssetningu, dreifingu eða sölu tiltekinna fjármálaafurða, þar á meðal samsettra innstæða, eða fjármálaafurða og samsettra innstæða með tiltekin einkenni. Hins vegar munu þau geta bannað eða takmarkað tiltekna fjármálastarfsemi (e. financial activity) eða framkvæmd á fjármálamarkaði (e. financial practice).⁴⁸

Til að eftirlitsstjórnvaldi aðildarríkis EES sé heimilt að beita banni eða kveða á um takmörkun þá verða eftirfarandi skilyrði að vera uppfyllt:

- Eftirlitsstjórnvald er sannfært á grundvelli gildra ástæðna (e. satisfied on reasonable grounds) um að.⁴⁹

⁴⁴ 10. mgr. 16. gr. MiFID II.

⁴⁵ European Banking Authority, European Insurance and Occupational Pensions Authority og European Securities and Market Authority.

⁴⁶ 39. gr. MiFIR.

⁴⁷ 3. mgr. 39. gr. MiFIR.

⁴⁸ 42. gr. MiFIR.

⁴⁹ Almennu skilyrðin koma fram í 2. mgr. 42. gr.

- Vegna inngríps í tengslum við fjármálagerninga, samsettar innstæður, athafnir eða framkvæmd, þá verða að vera uppi verulegar áhyggjur um að fjárfestavernd, skipulegri virkni og heilbrigði fjármálamarkaða eða hrávörumarkaða eða stöðugleika fjármálakerfisins, í einu eða fleiri EES-ríki, sé ógnað.
- Vegna inngríps í tengslum við afleiðu, að hún hafi skaðleg áhrif á verðmyndun á undirliggjandi markaði (e. price formation mechanism).
- Að gildandi EES regluverk taki ekki á fullnægjandi hátt á þeirri áhættu sem er til staðar og ekki væri betra að nálgast vandamálið með bættu eftirliti eða framfylgni gildandi reglna.
- Að gætt sé meðalhófs varðandi þær aðgerðir sem ráðist er í og leitað umsagna þeirra eftirlitsstjórnvalda annarra EES-ríkja sem aðgerðirnar geta haft veruleg áhrif á.
- Aðgerðirnar mega ekki vera til þess fallnar að mismuna þjónustu eða athöfnum frá öðrum EES-ríkjum.

Þegar ofangreind skilyrði eru uppfyllt mega eftirlitsstjórnvöld EES-ríkja beita banni eða takmörkun í varúðarskyni áður en fjármálaafurð eða samsett innstæða hefur verið markaðssett, dreift eða seld til viðskiptavina. Hægt er að afmarka bann eða takmörkun við ákveðnar aðstæður eða skilgreina tilteknar undanþágur.

Almenna reglan er að mánuði áður en bann eða takmörkun á að taka gildi skal tilkynna öðrum eftirlitsstjórnvöldum EES-ríkja, ESMA og ESA það skriflega ásamt lýsingu á þeim fjármálaafurðum, athöfnum eða framkvæmd sem um ræðir. Fram skal koma nákvæm lýsing á eðli bannsins, eða takmörkunarinnar, og hvenær það eigi að taka gildi ásamt þeim gögnum sem eftirlitsstjórnvaldið hefur byggt ákvörðun sína á.⁵⁰

Í undantekningartilvikum þegar eftirlitsstjórnvöld telja þörf á snöggum viðbrögðum til að koma í í veg fyrir skaða (e. detriment) vegna fjármálaafurða, samsettra innstæða, framkvæmd eða athafna og ljóst þykir að öll fyrrgreind skilyrði slíkra ákvarðana eru uppfyllt þá er stjórnvaldinu heimilt að taka ákvörðun þó að tilkynning þar um sé veitt hlutaðkomandi með afar skömmum fyrirvara. Eftirlitsstjórnvaldið þarf þó að sýna fram á ekki sé hægt að leysa vandamálið eða taka á áhættunni með hefðbundnu ferli, þ.e. tilkynningu með eins mánaðar fyrirvara.⁵¹

Eftirlitsstjórnvöld skulu birta á heimasíðu sinni tilkynningu um ákvarðanir um að beita banni eða takmörkun og skulu afturkalla slíkar ákvarðanir ef skilyrði fyrir þeim eru ekki lengur fyrir hendi.

5.4.2. Tímabundnar inngrípsheimildir ESMA, EBA og ESA

Samkvæmt MiFIR getur ESMA beitt almennum valdheimildum sínum⁵² til að banna eða takmarka innan ESB markaðssetningu, dreifingu eða sölu tiltekinna fjármálaafurða eða fjármálaafurða með tiltekin einkenni.⁵³ ESMA hefur einnig heimild til að banna eða takmarka innan ESB tiltekna fjármálastarfsemi eða framkvæmd. Takmörkun eða bann getur gilt í aðstæðum, eða verið háð undanþágum, sem tilgreindar verða í tæknistöðlum ESMA.

⁵⁰ 3. mgr. 42. gr. MiFIR.

⁵¹ 4. mgr. 42. gr. MiFIR.

⁵² Þessar almennu valdheimildir eru tilgreindar í reglugerð nr. 1095/2010 um stofnsetningu ESMA (ESMA reglugerðin).

⁵³ 40. gr. MiFIR og gr. 9(5) í ESMA reglugerðinni.

Til að ESMA taki slíka ávörðun þurfa eftirtalin skilyrði að vera uppfyllt:

- Ákvörðunin kemur til vegna þess að uppi eru verulegar áhyggjur af fjárfestavernd eða ógn við eðlilega virkni og heilbrigði markaða eða stöðugleika fjármálakerfisins í heild eða að hluta á EES-svæðinu.
- Gildandi reglur um viðkomandi fjármálaafurð innan EES taka ekki á ógninni og að eftirlitsstjórnvöld aðildarríkja EES hafi ekki tekið á ógninni eða aðgerðir þeirra hafi reynst ófullnægjandi.

Þegar fyrrgreind skilyrði eru uppfyllt getur ESMA tekið ákvörðun um bann eða takmörkun í varúðarskygni áður en fjármálaafurð (e. financial instrument) hefur verið markaðssett, dreift eða seld til viðskiptavina.

ESMA þarf að ganga úr skugga um að ráðstafanir hafi ekki skaðleg áhrif á virkni fjármálamarkaða eða fjárfesta sem eru óhófleg í samanburði við ábatann af þeim, að ekki myndist hætta á eftirlitshögnun (e. regulatory arbitrage). Þegar eftirlitsstjórnvald aðildarríkis EES hefur tekið ákvörðun getur ESMA eða ESA gert ráðstafanir án þess að gefa út álit.⁵⁴

Áður en ESMA grípur til slíkra ráðstafana skal eftirlitsstjórnvöldum EES-ríkjanna tilkynnt um þær fyrirætlánir. ESMA, eða eftir atvikum ESA, skulu birta á heimasíðum sínum ákvarðanir um slíkar aðgerðir þar sem útlista skal efni bannsins eða takmörkunarinnar og tilgreina tímamark eftir birtingu þegar ráðstafanirnar eiga að taka gildi. Bann eða takmörkun getur aðeins tekið gildi eftir birtingu.

ESMA skal endurskoða bann eða takmörkun þegar við á og að minnsta kosti á þriggja mánaða fresti. Sé bann eða takmörkun ekki endurnýjuð að þrem mánuðum liðnum skal hún falla úr gildi.

Samkvæmt MiFIR getur EBA beitt almennum valdheimildum sínum til að banna eða takmarka sölu tiltekinna samsettra innstæðna, eða samsettra innstæðna með tiltekin einkenni eða tiltekna fjármálastarfsemi eða framkvæmd.⁵⁵

VI. Viðskiptatilkynningar (e. Trade reports)

Fjármálafyrirtækjum (e. investment firms) ber að gera opinberar upplýsingar um magn og verð í viðskiptum með hlutabréf, heimildarskírteini, kauphallarsjóði, hlutdeildarskírteini og sambærilega fjármálagerninga sem eru í viðskiptum á viðskiptavettvöngum ásamt tímasetningu viðskiptanna.⁵⁶ Samskonar skylda er lögð á fjármálafyrirtæki vegna viðskipta með skuldabréf, samsetta fjármálagerninga, losunarheimildir og afleiður sem viðskipti eru með á viðskiptavettvöngum.⁵⁷ Krafa á við hvort sem viðskiptin eru fyrir eigin reikning eða fyrir hönd viðskiptavinar og nær skyldan til birtingar upplýsinga um viðskipti sem ekki eru framkvæmd á viðskiptavettvangi, enda eru upplýsingar um viðskiptin þá birt þar.

⁵⁴ Ákvörðun skv. 42. gr. MiFIR. Ráðstafanir skv. 1. mgr. 40. gr. MiFIR. Álit skv. 43. gr. MiFIR.

⁵⁵ 41. gr. MiFIR og gr. 9(5) í EBA reglugerðinni.

⁵⁶ 1. mgr. 20. gr. MiFIR.

⁵⁷ 1. mgr. 21. gr. MiFIR

6.1. Viðurkenndir tilkynningavettvangar (e. Approved publication arrangement, APA)

Fjármálafyrirtæki skal gera viðskiptaupplýsingarnar opinberar á viðurkenndum tilkynningavettvangi. Viðurkenndir tilkynningavettvangar eru nýmæli í MiFID II. Með því að kynna þá til sögunnar er ætlunin að auka gæði upplýsinga um OTC viðskipti og tryggja að upplýsingarnar séu birtar á þann hátt að auðvelt sé að sameina þær upplýsingum um viðskipti sem fram fara á viðskiptavettvöngum.

Starfsemi viðurkenndra tilkynningavettvanga er starfsleyfiskyld og ber þeim að uppfylla tilgreindar skipulagskröfur skv. MiFID II,⁵⁸ sem kveða m.a. á um að tilkynningavettvöngum beri að birta upplýsingar eins nærri rauntíma og tæknilega er mögulegt og á eðlilegum viðskiptakjörum. Að 15 mínútum liðnum frá upphaflegri tilkynningu skal tilkynningavettvangur veita aðgang að upplýsingunum án endurgjalds. Upplýsingarnar skal birta á sniði sem gerir kleift að sameina þær auðveldlega samskonar gögnum frá öðrum aðilum.

Viðurkenndir tilkynningavettvangar skulu gera ráðstafanir til að koma í veg fyrir hagsmunaárekstra. Sem dæmi skal rekstraraðili tilkynningavettvangs sem einnig rekur viðskiptavettvang eða er fjármálafyrirtæki, gæta jafnræðis við söfnun upplýsinga og aðgreina mismunandi rekstur. Tilkynningavettvangi ber að gera traustar öryggisráðstafanir m.a. í þeim tilgangi að tryggja að gögn spillist ekki og til að koma í veg fyrir upplýsingaleka áður en upplýsingar eru gerðar opinberar. Tilkynningavettvangur skal vera með varakerfi á öðrum stað (e. back-up facilities) þannig að ekki verði truflun á þjónustunni. Tilkynningavettvöngum er einnig skylt að hafa kerfi sem auðkennir augljósar villur og sannprófar með skilvirkum hætti að ekki vanti upplýsingar í viðskiptatilkynningar. Tilkynningavettvangur skal óska eftir annarri tilkynningu ef þeirri upphaflegu er áfátt.

Í MiFID II eru sett skilyrði varðandi umsókn veitenda gagnaskýrsluþjónustu (e. data reporting services providers)⁵⁹ um starfsleyfi og heimildir eftirlitsstjórnvalda til að hafna slíkri umsókn. Einnig eru þar settar fram kröfur um hæfi stjórnenda í félögum sem veita slíka þjónustu.⁶⁰

Kröfur sem gerðar eru til viðurkenndra tilkynningavettvanga eru nánar útfærðar í tæknistöðlum ESMA, þ.m.t. kröfur er varða gagnastaðla og þær tæknilegu útfærslur sem auðvelda sameiningu gagna frá mismunandi aðilum. Í tæknistöðlum er einnig kveðið á um með hvaða hætti tilkynningavettvangar geta uppfyllt skyldur sínar um birtingu upplýsinga auk þess sem nánar er útfært hvernig þeim beri að koma í veg fyrir hagsmunaárekstra, ásamt því að gæta að öryggi og sannprófa innihald viðskiptatilkynninga. Þessu til viðbótar hefur framkvæmdastjórn ESB heimild til að skýra nánar í afleiddri gerð (e. delegated act) hvað teljast eðlileg viðskiptakjör fyrir aðgang að viðskiptaupplýsingunum sem viðurkenndur tilkynningavettvangur birtir.⁶¹

⁵⁸ 64. gr. MiFID II.

⁵⁹ Skv. 63. tl. 1. mgr. 4. gr. MiFID II teljast APA, CTP og ARM til veitenda gagnaskýrsluþjónustu.

⁶⁰ 59.-63. gr. MiFID II.

⁶¹ 64. gr. MiFID II.

6.2. Þjónustuveitendur sameinaðs gagnstraums (e. Consolidated Tape Providers, CTP)

Þar sem viðskiptavettvöngum hefur fjölgað og samkeppni á milli þeirra aukist mikið á undanförunum árum hefur skapast brýn þörf fyrir að setja á laggirnar gagnstraum með sameinuðum upplýsingum um viðskiptatilkynningar. Uppsetning slíks gagnstraums er til þess fallin að stuðla enn frekar að samþættingu evrópska markaðarins og gera markaðsaðilum auðveldara að fá heildarsýn yfir þær viðskiptatilkynningar sem eru aðgengilegar. MiFID II gerir ráð fyrir að gagnstraumur með sameinuðum upplýsingum um viðskiptatilkynningar vegna hlutabréfa (e. shares), heimildarskírteina, kauphallarsjóða og skírteina og annarra sambærilegra fjármálagerninga verði aðgengilegur frá 3. janúar 2017⁶². Hvað varðar aðra fjármálagerninga en hluti (e. equity) þá er fyrir séð að upplýsingarnar verði tiltækar tveimur árum síðar.

Þjónustuveitendur sameinaðs gagnstraums eru aðilar sem hafa fengið heimild á grundvelli MiFID II til að veita þjónustu við að safna viðskiptatilkynningum vegna ákveðinna fjármálagerninga og sameina þær í samfelldan rauntímagagnastraum.⁶³ Gerð er krafa um að þeir sem fá heimild til að reka sameinaðan gagnstraum afli upplýsinga frá öllum viðskiptavettvöngum og viðurkenndum tilkynningavettvöngum. Ætlunin með þessu er að skapa hvata fyrir þjónustuveitendur til að keppast við að bjóða upp á góða þjónustu til viðskiptavina í stað þess að keppast um að veita gögn frá sem flestum vettvöngum. Samkvæmt tilskipuninni er gert ráð fyrir að endurskoðun fari fram á því hvort það skili tilskildum árangri að veita fleiri en einum aðila heimild til að reka sameinaðan gagnstraum. Ef fyrir séð er að samkeppni milli þjónustuveitenda er ekki til þess fallin að tryggja framsetningu upplýsinga í samræmi við markmið MiFID II hefur framkvæmdastjórn ESB heimild til að gera samning við einn þjónustuveitanda sameinaðs gagnstraums að loknu opinberu útboði.

Þjónustuveitandi sameinaðs gagnstraums þarf að uppfylla þær skipulagskröfur sem koma fram í MiFID II.⁶⁴ Hvað varðar upplýsingarnar sem þjónustuveitandi aftar þá skulu þær sameinaðar í samfelldan gagnstraum. Upplýsingar um verð og magn fyrir einstaka fjármálagerninga skulu þannig gerðar aðgengilegar almenningi sem næst rauntíma og á sanngjörnum viðskiptakjörum. Upplýsingarnar skulu loks gerðar aðgengilegar, án þess að gjald sé tekið fyrir það, 15 mínútum eftir að þjónustuveitandinn gerði þær upphaflega opinberar.

Í MiFID II kemur fram að þjónustuveitendur skuli gera ráðstafanir til að koma í veg fyrir hagsmunaárekstra.⁶⁵ Sérstaklega er tilgreint að ef þjónustuveitandi rekur einnig viðskiptavettvang eða er rekstraraðili tilkynningavettvangs skuli hann gæta jafnræðis við söfnun upplýsinga og aðgreina starfssvið í rekstrinum. Þá ber þjónustuveitanda að gera traustar öryggisráðstafanir m.a. í þeim tilgangi að tryggja að gögn spillist ekki og til að koma í veg fyrir upplýsingaleka áður en upplýsingar eru gerðar opinberar.⁶⁶ Þá ber þjónustuveitanda að vera með varakerfi á öðrum stað þannig að ekki verði truflun á þjónustunni.

⁶² Líklegt er að þessi dagsetning breytist, sjá nánar umfjöllun um hugsanlega frestun á gildistöku í inngangi.

⁶³ Fjármálagerninga sem falla undir 6., 7., 10., 12., 13., 20., og 21. gr. MiFIR.

⁶⁴ 65. gr. MiFID II.

⁶⁵ 4. mgr. 65. gr. MiFID II.

⁶⁶ 5. mgr. 65. gr. MiFID II.

ESMA er fengið vald til að útfæra frekar ýmiss atriði varðandi rekstur sameinaðs gagnastraums, þ.m.t. varðandi gagnastaðla og umfang og innihald þeirra upplýsinga sem gera skal opinberar. Í tæknistöðlum ESMA eru kröfur varðandi skipulag og rekstur þjónustuveitenda einnig frekar útfærðar. Þessu til viðbótar hefur framkvæmdastjórn ESB heimild til að skýra nánar í afleiddri gerð hvað teljast eðlileg viðskiptakjör fyrir aðgang að þeim sameinuðu upplýsingum sem þjónustuveitandi birtir.⁶⁷

VII. Fjárfestavernd og viðskiptahættir (e. Conduct of business)

Ákvæðið um hagsmunaárekstra er endurbætt í MiFID II, en ekki er lengur nóg að fjármálafyrirtæki greini (e. identify) hagsmunaárekstra heldur skulu þau einnig fyrirbyggja eða bregðast við þeim (e. prevent or manage). Gerðar eru ítarlegri kröfur en áður varðandi skyldu fjármálafyrirtækja til að upplýsa viðskiptavinum um eðli og ástæður hagsmunaárekstra. Þá er bætt við að ákvæðið skuli einnig taka til hagsmunaárekstra sem koma til vegna hvata (e. inducement) frá þriðja aðila eða kaupauka- eða hvatakerfi fjármálafyrirtækis.

Þá telst það brot á reglunum um hagsmunaárekstra ef fjármálafyrirtæki greiðir eða fær greitt einhverja þóknun í tengslum við fjárfestingar- eða viðbótarþjónustu nema greiðslan sé til þess fallin að auka gæði þjónustunnar og komi ekki í veg fyrir að fjármálafyrirtækið uppfylli skyldur sínar að starfa af heiðarleika, sanngirni og fagmennsku í samræmi við bestu hagsmuni viðskiptavina sinna.

Með fjölþættari starfsemi fjármálafyrirtækja hafa aukist verulega möguleikar á hagsmunaárekstrum. Frekari reglur til að tryggja að slíkir árekstrar hafi ekki neikvæð áhrif á hagsmuni viðskiptavina eru því nauðsynlegar.⁶⁸

7.1. Almennar meginreglur og upplýsingar til viðskiptavina

Fjármálafyrirtæki ber að upplýsa viðskiptavinum sína um ákveðna þætti og skal það gert með hæfilegum fyrirvara (e. in good time). Þar á meðal skal veita mun ítarlegri upplýsingar en áður, t.d. um hvort fjárfestingaráðgjöfin sé veitt á sjálfstæðum grunni (e. independent basis), hvort greining á fjármálagerningum fór fram og hvort fjármálafyrirtækið muni reglulega meta hæfi þeirra fjármálagerninga sem það hefur mælt með. Ákvæði um ráðgjöf sem er veitt er á sjálfstæðum grunni eru nýmæli.

Þá er einnig nýmæli um eignastýringu, þ.e. þegar slík þjónusta er veitt þá skulu fjármálafyrirtæki ekki taka við eða halda eftir (e. retain) þóknun, umboðslaunum eða fjárhagslegum eða ófjárhagslegum ávinningi (e. benefit), sem er greiddur eða veittur af þriðja aðila. Þó er heimilt að taka við minni háttar ófjárhagslegum ávinningi sem er til þess fallinn að auka gæði þjónustunnar.

Þá er nýtt ákvæði sem skyldar fjármálafyrirtæki til að tryggja að þegar það veitir viðskiptavinum sínum fjárfestingarþjónustu að starfsmönnum sé ekki umbunað á neinn hátt eða frammistaða þeirra metin þannig að það stangist á við skylduna um að hafa hagsmuni viðskiptavinar ávallt að leiðarljósi. Ekki er heimilt að hvetja til þess í starfskjarastefnu, sölumarkmiðum eða gera samkomulag við starfsmenn um að þeir mæli með ákveðnum

⁶⁷ 7. mgr. 65. gr. MiFID II

⁶⁸ 56. liður aðfaraorða MiFID II.

fjármálagerningum við almenna fjárfesta þegar fjármálafyrirtækið gæti boðið aðra fjármálagerninga sem myndu betur mæta þörfum viðskiptavinarins og fái fyrir það einhvers konar umbun.

Þegar fjárfestingarþjónusta er í boði ásamt annarri þjónustu eða vöru eða sem hluti af pakka eða sem skilyrði fyrir sama samningi eða pakka, skal fjármálafyrirtækið upplýsa viðskiptavini um það hvort það sé hægt að kaupa einstakar einingar (e. components) pakkans sérstaklega og veita þá upplýsingar um kostnað og gjöld fyrir hverja einingu. Upplýsa skal sérstaklega um áhættuna sem fylgir svona kaupum.

Þá er aðildarríkjum EES heimilt að kveða á um viðbótarkröfur á fjármálafyrirtæki vegna hagsmunaaðrekstra.

7.2. Mat á hæfi og tilhlýðileika (e. appropriateness) og upplýsingar til viðskiptavina

Fjármálafyrirtæki skulu, að beiðni viðkomandi eftirlitsstjórnvalds, tryggja og sýna að þeir starfsmenn sem veita fjárfestingarráðgjöf eða upplýsingar um fjármálagerninga eða viðbótarþjónustu til viðskiptavina hafi yfir að búa nauðsynlegri þekkingu og hæfni. Viðkomandi eftirlitsstjórnvaldi ber að gefa út hvaða viðmið eru notuð þegar þekking og hæfni eru metin.

Þá verður fjármálafyrirtækjum skylt, þegar það aftar upplýsinga við veitingu fjárfestingarráðgjafar eða sinnir eignastýringu, að afla einnig upplýsinga um getu viðskiptavinarins til að bera tap og hvert áhættuþol hans er.

Þegar fjármálafyrirtæki veita fjárfestingarráðgjöf sem hluta af pakka (e. package of services eða products bundled) þá skal það ganga úr skugga um að öll þjónustan sé viðeigandi fyrir viðskiptavininn.

Samkvæmt MiFID I geta fjármálafyrirtæki leyft viðskiptavinum sínum að kaupa og selja ákveðna fjármálagerninga samkvæmt fyrirmælum þeirra (e. execution-only basis) án þess að mat á hæfi og tilhlýðileika hafi farið fram. MiFID II þrengir heimildir fjármálafyrirtækja í þessum efnum, einkum þegar um er að ræða samsetta verðbréfasjóði (e. structured UCITS) og samsett innlán. Ekki verður lengur heimilt að selja slíkar afurðir samkvæmt fyrirmælum viðskiptavinar án þess að mat á hæfi og tilhlýðileika hafi farið fram.

Áður en fjármálafyrirtæki á viðskipti fyrir viðskiptavin eftir að hafa veitt honum fjárfestingarráðgjöf, skal það afhenda honum yfirlýsingu um hæfi (e. statement of suitability) á varanlegum miðli, þar sem fram kemur hvaða ráðgjöf var veitt og hvernig hún hæfir óskum, markmiðum og öðru sem einkennir almenna fjárfestinn.

Ef samningi um kaup eða sölu á fjármálagerningi er lokið með fjarsölu (e. distance communication) sem kemur í veg fyrir að hægt sé að afhenda yfirlýsingu um hæfi áður en viðskiptin eiga sér stað, þá er fjármálafyrirtæki heimilt að afhenda skriflega yfirlýsingu um hæfi á varanlegum miðli strax eftir að viðskiptavinurinn verður bundinn af samningum, enda eru bæði eftirfarandi skilyrði uppfyllt:

1. viðskiptavinurinn hefur samþykkt að veita móttöku yfirlýsingu um hæfi án ástæðulausrar tafar eftir að viðskiptin hafa farið fram, og

2. fjármálafyrirtæki hefur gefið viðskiptavininum kost á því að seinka viðskiptunum í því skyni að hann fái afhenta yfirlýsinguna um hæfi fyrirfram.

Ef fjármálafyrirtæki sinnir eignastýringu eða hefur tilkynnt viðskiptavini að það muni framkvæma reglubundið mat á hæfi, þá skal koma fram, í uppfærði skýrslu, byggða á matinu, hvernig fjárfesting uppfyllir óskir, markmið og aðra eiginleika sem einkennir almennan fjárfesti.

7.3. Besta framkvæmd fyrirmæla

Fjármálafyrirtæki munu þurfa að veita viðbótarupplýsingar varðandi bestu framkvæmd. Fjármálafyrirtæki, sem framkvæmir fyrirmæli fyrir hönd viðskiptavina verður gert skylt að taka saman og gera opinbert, fyrir hvern flokk fjármálagerninga, fimm veltuhæstu markaðina þar sem það hefur framkvæmt fyrirmæli viðskiptavina sinna á liðnu ári. Einnig skal veita upplýsingar um gæði framkvæmdarinnar.

Við framkvæmd fyrirmæla fyrir almennan fjárfesti skal besta mögulega niðurstaðan vera metin út frá heildarkostnaði, sem felur í sér verð fjármálagernings og kostnað við viðskiptin. Ef það eru fleiri en einn markaður sem hægt er að framkvæma fyrirmæli viðskiptavina á, þá verða fjármálafyrirtækin, þegar þau bera saman markaðina, að taka með í matið sína þóknun og kostnað við viðskiptin.

Þá er sérstaklega tekið fram að fjármálafyrirtæki er ekki heimilt að móttaka þóknun, afslátt eða ófjárhagslegan ávinning fyrir að beina viðskiptavinum á ákveðna markaði sem myndi brjóta í bága við skilyrðin um hagsmunaárekstra eða hvata.

Þá er gerð sú krafa vegna ákveðinna fjármálagerninga⁶⁹ að hver og einn markaður, og innmiðlarar, geri opinbert, endurgjaldslaust, gögn um gæði framkvæmdar viðskipta á þeim vettvangi, a.m.k. árlega, og eftir framkvæmd viðskipta fyrir viðskiptavini skal fjármálafyrirtækið upplýsa þá um hvar viðskiptin fóru fram. Upplýsingar um verð, kostnað, hraða og líkur á framkvæmd viðskipta með einstaka fjármálagerninga skulu koma fram..

Reglur varðandi gagnsæi, heilindi, töku fjármálagerninga úr viðskiptum eða stöðvun viðskipta á markaðstorgi fjármálagerninga eru ítarlegri en áður, auk þess sem settar eru reglur um skipulega viðskiptavettvanga.

VIII. Tilkynningar til eftirlitsstjórnvalda (e. Transaction reporting)

Með MiFIR verður skylda fjármálafyrirtækja til að tilkynna viðskipti umfangsmeiri en áður. Nýju reglurnar munu einnig fela í sér verulega aukningu á magni tilkynningarskyldra gagna. Sem dæmi má nefna að samkvæmt MiFID I þarf að fylla út 23 reiti, en þeir eru 81 að lágmarki samkvæmt MiFID II. Aðeins 13 af 23 reitanna eru óbreyttir.

Þá skulu fjármálafyrirtæki sem framkvæma viðskipti með fjármálagerninga, senda til viðkomandi eftirlitsstjórnvalds fullkomnar (e. complete) og nákvæmar upplýsingar um tilboð og viðskipti, eins fljótt og auðið er og eigi síðar en við lok næsta vinnudags. Sem dæmi má nefna að tilkynna þarf um nafn og númer keyþra og seldra fjármálagerninga, magn, dagsetningu og tíma framkvæmdar, verð o.s.frv. Þá verður fjármálafyrirtækjum einnig skylt

⁶⁹ Fjármálagerninga sem falla undir 23. og 28. gr. MiFIR.

að senda upplýsingar um pantanir (e. transmission of orders).

Gert er ráð fyrir því að fjármálafyrirtækin geti sjálf sent þessar upplýsingar beint til viðkomandi eftirlitsstjórnvalds, í gegnum viðurkenndan tilkynningabúnað (e. Approved Reporting Mechanism, ARM) eða í gegnum viðskiptavettvanga. Fjármálafyrirtækjunum ber að geyma þessi gögn í fimm ár. Auðgreining viðskiptavina verður að koma skýrar fram en áður og á stöðluðu formi (LEI code).

Þá ber rekstraraðilum viðskiptavettvanga einnig að geyma í fimm ár öll gögn varðandi tilboð sem fara í gegnum kerfi þeirra. Þeim ber einnig að senda til eftirlitsstjórnvalds grunn gögn þeirra tilboðabóka sem eru í viðskiptum hjá þeim eða tilkynnt til þeirra (e. reference data).

Samkvæmt MiFID II verður ekki einungis skylt að tilkynna viðskipti með fjármálagerninga sem hafa verið teknir til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði heldur skal einnig tilkynna viðskipti með fjármálagerninga sem eru í viðskiptum á markaðstorgi fjármálagerninga, skipulegum viðskiptavettvangi og þá fjármálagerninga sem hafa undirliggjandi fjármálagerninga sem eru í viðskiptum á viðskiptavettvangi.

Þá verður skylt að veita upplýsingar um það hvort viðskipti með hlutabréf eða ríkisskuldabréf (e. sovereign bonds) er skortsala eða hvort viðskiptin hafi farið fram á viðeigandi undanþágu.

Rekstraraðilum viðskiptavettvanga verður skylt að tilkynna viðskipti framkvæmd á þeirra vettvangi af fyrirtækjum sem falla ekki undir gildissvið MiFIR.

Þessar nýju reglur í MiFIR fela í sér að fjármálafyrirtæki þurfa að fara yfir núverandi framkvæmd viðskipta í því skyni að meta hvort þurfi að tilkynna um fjölbreyttari viðskipti en áður.

IX. Hrávöruafleiður og losunarheimildir (e. Commodity derivatives and emission allowance)

Undir skilgreiningu MiFID II á fjármálagerningi falla allar hrávöruafleiður að undanskildum heildsölusamningum um rafmagn. Slíkir samningar falla undir reglugerð ESB 1227/2011 um heilindi og gagnsæi heildsölumarkaðar með rafmagn (REMIT)⁷⁰ og falla því undir sambærilegt regluverk og eftirlit á þeim grunni og samkvæmt MiFID II.⁷¹

Undir skilgreiningu fjármálagernings falla nú einnig losunarheimildir en samkvæmt MiFID I féllu aðeins afleiður með undirliggjandi losunarheimildir undir gildissviðið. Með því að fella losunarheimildirnar sjálfar undir gildissvið MiFID II er m.a. tryggt að sömu reglur gildi um viðskipti á stundargengismarkaði (e. spot market) og afleiðusamninga um losunarheimildir.

9.1. Hámark á stöður í hrávöruafleiðum

Samkvæmt MiFID II skulu eftirlitsstjórnvöld á fjármálamarkaði í aðildarríkjum EES ákvarða megindlegt (e. quantitative) hámark á stöður sem aðilum, einum og sér eða sem hluti af samstæðu, er heimilt á hverjum tíma að halda í hrávöruafleiðum og í OTC-samningum sem

⁷⁰ REMIT hefur ekki enn verið tekin upp í EES-samninginn.

⁷¹ 30. tölul. 1. mgr. 2. gr. MIFIR.

hafa sömu efnahagslegu áhrif.⁷² Markmið þessara hámarka er annars vegar að koma í veg fyrir markaðsmisnotkun og hins vegar að styðja við eðlilega verðmyndun og uppgjörsskilyrði, þ.m.t. koma í veg fyrir stöður sem valda markaðsröskun, og tryggja samleitni á milli verðs afleiðna í afhendingarmánuði þeirra og stundarverðs undirliggjandi hrávöru, án þess að hafa áhrif á verðmyndun á markaði fyrir hina undirliggjandi hrávöru.

Þessi skylda eftirlitsstjórnvalds í heimaríki til að kveða á um hámark á stærð staðna er nýmæli og er slíka skyldu ekki að finna í MiFID I. Ástæður þessarar breytingar má rekja til samkomulags á fundi G20 ríkjanna í Pittsburg þann 26. september 2009 um að nauðsynlegt væri að bregðast við óhóflegu flökki hrávöruverðs með aukinni reglusetningu. Í kjölfarið gáfu Alþjóðasamtök eftirlitsaðila á verðbréfamarkaði (e. IOSCO) út tilmæli um reglusetningu og eftirlit með hrávöruafleiðumörkuðum sem G20 ríkin lýstu yfir stuðningi við á fundi í Cannes þann 4. nóvember 2011. Meginreglur tilmælanna endurspeglast nú í ákvæðum MiFID II og MiFIR.

ESMA mun í tæknistaðli lýsa þeirri aðferðafræði sem ákvörðun eftirlitsstjórnvalds í heimaríki um hámark á stærð staðna skal byggja á auk þess að fylgjast með hvernig eftirlitsstjórnvöld á fjármálamarkaði í aðildarríkjum EES beita hámröskunum. Drög að tæknistaðlinum hafa verið birt á vefsvæði ESMA.⁷³

Hámark á stærð staðna skal miðast við hvern og einn afleiðusamning og skal aðferðafræði ESMA við ákvörðun á hámarki taka tillit til eftirspurnar eftir öðrum afleiðum með sömu undirliggjandi hrávöru til að koma í veg fyrir sniðgöngu. Vert er að nefna að afleiðusamningar sem gerðir eru af ófjárhagslegum aðilum (e. non-financial firms) og fela í sér vörn gegn rekstraráhættu eru undanþegnin, þ.e. hámröskunin munu ekki eiga við um slíka samninga.⁷⁴

Í þeim tilvikum sem veruleg viðskipti (e. traded in significant volumes) eru með sömu hrávöruafleiðuna á viðskiptavettvangi í fleiri en einu aðildarríki EES skal eftirlitsstjórnvald þess viðskiptavettvangs þar sem umfang (e. volume) viðskipta er mest, í kjölfar samráðs við eftirlitsstjórnvald í öðrum aðildarríkjum EES, ákveða hámark á stærð staðna sem eiga skal við um alla viðskiptavettvanga.⁷⁵ Jafnframt skal eftirlitsstjórnvald viðskiptavettvangs þar sem viðskipti eru með hrávöruafleiðuna og eftirlitsstjórnvald þeirra aðila sem halda viðkomandi stöðum koma á samstarfsamningum, sem fela m.a. í sér ákvæði um upplýsingaskipti svo hægt sé að hafa eftirlit með stærð staðna.⁷⁶

Viðskiptavettvangur þar sem viðskipti eru með hrávöruafleiður skal hafa til staðar viðeigandi kerfi sem gerir honum hið minnsta kleift að fylgjast með og nálgast upplýsingar um stöður í hrávöruafleiðum og krefjast þess að stöður séu minnkaðar eða þeim lokað, ef þörf er á. Viðskiptavettvangur skal vikulega birta samandregnar upplýsingar sem sýna þær stöður sem fjárhagslegir og ófjárhagslegir aðilar halda í mismunandi hrávöruafleiðum, losunarheimildum og afleiðum með losunarheimildir. Ítarlegar upplýsingar um stöður allra aðila skulu veittar viðkomandi eftirlitsstjórnvaldi daglega.⁷⁷

⁷² 1.-2. mgr. 57. gr. MiFID II.

⁷³ 3. mgr. 57. gr. MiFID II.

⁷⁴ 1. mgr. 57. gr.

⁷⁵ Komi upp ágreiningur mun ESMA leysa úr honum með þeim hætti sem lýst er í 19. gr. reglugerðar 1095/2010/ESB.

⁷⁶ 6. mgr. 57. gr. MiFID II.

⁷⁷ 58. gr. MiFID II.

Eftirlitsstjórnvald í aðildarríki EES skal endurskoða hámarks á stærð stöðu viðkomandi afleiðusamnings þegar veruleg breyting verður á framboði undirliggjandi hrávöru (e. deliverable supply) eða opnum stöðum (e. open interest) og kveða á um nýtt hámark í samræmi við aðferðafræði ESMA, ef við á.⁷⁸

ESMA mun birta opinberlega lista sem sýnir samantekt á öllum hámarkum á stöðum sem komið hefur verið á og þeim kerfum sem viðskiptavettvangur hefur til að fylgjast með stöðum.⁷⁹

Við sérstakar aðstæður er ESMA heimilt að grípa til aðgerða gagnvart markaðsaðilum, að því gefnu að viðeigandi eftirlitsstjórnvald í aðildarríki EES hafi ekki gripið til fullnægjandi ráðstafana. ESMA er annars vegar heimilt að krefja markaðsaðila um upplýsingar um stærð og tilgang opinna staðna og hins vegar, eftir mat á fengnum upplýsingum, að krefjast þess að markaðsaðili minnki eða loki stöðum.⁸⁰ Hvað EES EFTA ríkin⁸¹ varðar þá mun ESA vera formlega falið þetta hlutverk, en í afar nánu samstarfi við ESMA til að tryggja skilvirkni innri markaðarins.

Að öllum líkindum munu þær breytingar sem MiFID II felur í sér um hámarks á stöðum og tilkynningarskyldu vegna hrávöruafleiðna hafa lítil áhrif hér á landi. Þó verður að hafa þann fyrirvara á að upplýsingar um umfang viðskipta hér á landi með hrávöruafleiður liggja ekki á lausu, enda er engin almenn kvöð á markaðsaðilum um að tilkynna um afleiðuviðskipti í gildi. Það mun þó breytast haustið 2016 þegar fyrirhugað er að reglugerð ESB 648/2012 um OTC-afleiðusamninga o.fl. (EMIR) verði tekin upp í íslenskan rétt.

9.2. Starfleyskyld starfsemi

Með MiFID II eru undanþágur er varða fyrirtæki sem stunda viðskipti með hrávöruafleiður þrengdar og fækkar þeim mikið sem verða undanþegin starfsleyskyldu frá MiFID I.⁸² Undanþegnir verða:

- Aðilar sem stunda viðskipti fyrir eigin reikning með aðra fjármálagerninga en hrávöruafleiður, losunarheimildir eða afleiður með losunarheimildir og veita aðeins fjárfestingarþjónustu eða stunda aðeins fjárfestingarstarfsemi í hrávöruafleiðum, losunarheimildum eða afleiðum með losunarheimildir.

Undanþágan á þó ekki við um viðskiptavaka, þá sem hafa beinan aðgang að viðskiptavettvangi, þá sem stunda háhraðaviðskipti og þá sem stunda viðskipti fyrir eigin reikning þegar þeir framkvæma fyrirmæli viðskiptavina.

- Aðilar sem stunda viðskipti fyrir eigin reikning, þar með taldir viðskiptavakar, með hrávöruafleiður eða losunarheimildir eða veita fjárfestingarþjónustu með hrávöruafleiður eða losunarheimildir til viðskiptavina sinna, að því gefnu að um sé að

⁷⁸ 57. gr. MiFID II.

⁷⁹ a. liður 1. mgr. 58. gr. MiFID II.

⁸⁰ 5. mgr. 57. gr. MiFID II, sbr. 17. gr. reglugerðar 1095/2010/ESB.

⁸¹ Ísland, Noregur og Liechtenstein.

⁸² d. og j. liður 1. mgr. 2. gr. MiFID II.

ræða hliðarstarfsemi og kjarnastarfsemi þeirra sé ekki viðskipti og þjónusta með fjármálagerninga, bankastarfsemi⁸³ eða viðskiptavakt með hrávöruafleiður.

Undanþágan á þó ekki við um aðila sem stunda viðskipti fyrir eigin reikning þegar þeir framkvæma fyrirmæli fyrir hönd viðskiptavinar eða háhraðaviðskipti.

Aðilar sem telja sig falla undir síðari undanþáguna þurfa á árlegum grundvelli að tilkynna viðeigandi eftirlitsstjórnvaldi um það. Í kjölfarið getur eftirlitsstjórnvald óskað eftir rökstuðningi fyrir því hvers vegna um hliðarstarfsemi er að ræða. ESMA er falið að útfæra nánar í tæknistöðlum hvernig eftirlitsstjórnvöld í aðildarríkjum EES skuli ákvarða hvort um hliðarstarfsemi er að ræða og hafa drög að þeim verið birt á vefsvæði ESMA.⁸⁴

Með tilliti til þess hversu lítil íslenski markaðurinn er þá er ólíklegt að áhrifin af þrengri undanþáguheimildum til að stunda viðskipti með hrávöruafleiður án starfsleyfis hafi áhrif hér á landi, enda nýtir enginn hér á landi núgildandi undanþáguheimild til að eiga í viðskiptum með hrávörur eða hrávöruafleiður án starfsleyfis.⁸⁵

⁸³ Tilskipun 2013/36/ESB um stofnun og starfsemi fjármálafyrirtækja.

⁸⁴ 4. mgr. 2. gr. MiFID II.

⁸⁵ 7. og 9. tl. 3. mgr. 3. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki.