

NOU

Norges offentlige utredninger **2024: 16**

Endringer i verdipapirhandelloven

(MiFID II/MiFIR-review)

Norges offentlige utredninger 2024

Seriens redaksjon:
Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon
Teknisk redaksjon

1. Definisjon og registrering av ideelle velferdsaktører – Første delutredning
Digitaliserings- og forvaltningsdepartementet
2. I samspill med naturen
Klima- og miljødepartementet
3. Felles innsats mot ekstremisme: Bedre vilkår for det forebyggende arbeid
Arbeids- og inkluderingsdepartementet
4. Voldtekt – et uløst samfunnsproblem
Justis- og beredskapsdepartementet
5. Maktens ansikt
Justis- og beredskapsdepartementet
6. Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2024
Arbeids- og inkluderingsdepartementet
7. Norge og EØS: Utvikling og erfaringer
Utenriksdepartementet
8. Likestillingens neste steg
Kultur- og likestillingsdepartementet
9. Ny lov om offentlige anskaffelser – Andre delutredning
Nærings- og fiskeridepartementet
10. Ny motorferdsellov
Klima- og miljødepartementet
11. Lavlønn i Norge
Arbeids- og inkluderingsdepartementet
12. Håndheving av mindre narkotikaovertrедelser
Justis- og beredskapsdepartementet
13. Lov og frihet
Arbeids- og inkluderingsdepartementet
14. Med lov skal data deles
Digitaliserings- og forvaltningsdepartementet
15. En bedre regulert drosjenæring
Samferdselsdepartementet
16. Endringer i verdipapirhandelloven
Finansdepartementet

Endringer i verdipapirhandelloven

(MiFID II/MiFIR-review)

Utredning fra et utvalg oppnevnt ved kongelig resolusjon 22. mai 2015
Avgitt til Finansdepartementet 2. august 2024

ISSN 0806-2633 (online)
ISSN 0333-2306 (trykt utg.)

DepMedia

Til Finansdepartementet

Verdipapirlovutvalget ble oppnevnt ved kongelig resolusjon 22. mai 2015. Utvalget fremmer i henhold til mandat av 29. februar 2024 forslag til endringer i verdipapirhandelloven for å gjennomføre forventede EØS-regler som svarer til direktiv (EU) 2024/790 (endringsdirektiv til MiFID II) og forordning (EU) 2024/791 (endringsforordning til MiFIR). Endringsdirektivet- og forordningen har blant annet som formål å styrke investorenes stilling, ved å lette tilgangen til markedsdata som er nødvendig for å investere i aksjer og obligasjoner mv., samtidig som markedsinfrastrukturen skal bli sterkere. Dette skal øke likviditeten i markedet og dermed bedre selskapers tilgang til finansiering. Det er ingen dissenser i utredningen.

Oslo, 2. august 2024

Filip Truyen
leder

Erling Rikheim

Kristin Lund

Eirik Solem

Jøril Mæland

Kjell Vidjeland

Christina Stray

Halvor E. Sigurdson

Angela Nygaard

Kristin Lund

Amanda Partapuoli Bjerkan

Innhold

1	Innledning	7	2.4.2	Forventet EØS-rett	21
1.1	Utvalgets mandat og sammensetning	7	2.4.3	Utvalgets forslag	22
1.2	Sammendrag	8	2.5	Kort om tilsyn og sanksjoner	22
1.3	Historikk og bakenforliggende hensyn	9	3	Consolidated tape provider	23
1.3.1	Historikk	9	3.1	Innledning	23
1.3.2	Bakgrunnen for endringene denne utredningen omfatter	10	3.1.1	Kort historikk	23
1.4	Gjennomgang av andre endringer i MiFID II og MiFIR – konsekvenser for denne utredningen	10	3.1.2	Generelt om bakgrunnen for endringene	23
1.4.1	Endringer i EU	10	3.2	Gjeldende EU-rett (MiFIR før forordning 2024/791)	24
1.4.2	Status for gjennomføring av endringer i MiFID II og MiFIR i norsk rett	11	3.2.1	Definisjonen av CTP	24
1.4.3	Forutsetninger og videre fremstilling	12	3.2.2	Tillatelse fra ESMA	24
1.5	Tidspunkt for anvendelsen av reglene i EU	13	3.2.3	Organisatoriske krav til CTPer	24
2	Forslag til gjennomføring av endringene i MiFID II	14	3.2.4	Dataoverføring til CTPer	25
2.1	Endringer i reglene om krav om tillatelse for egenhandel	14	3.3	Forventet EØS-rett	25
2.1.1	Gjeldende rett	14	3.3.1	Definisjoner	25
2.1.2	Forventet EØS-rett	14	3.3.2	Krav om tillatelse til å yte CTP-tjenester	25
2.1.3	Utvalgets forslag	15	3.3.3	Organisatoriske krav for CTP	27
2.2	Endringer i reglene for handelsplasser, multilaterale systemer og systematiske internaliserere	15	3.3.4	Dataoverføring til CTPer	28
2.2.1	Innledning – kort om ulike handelsplasser	15	3.4	Utvalgets forslag	29
2.2.2	Endringer i definisjoner knyttet til handel i finansielle instrumenter mv.	15	4	Endringer i reglene om transparens	30
2.2.3	Endring av definisjonen av systematisk internaliserer	16	4.1	Innledning	30
2.2.4	Enkelte endringer i reglene om organisatoriske krav og systemkrav mv.	16	4.2	Gjeldende EU-rett (MiFIR før forordning 2024/791)	30
2.2.5	Endringer i reglene om regulerte markeders motstandsdyktighet	18	4.2.1	Handelsplassers offentliggjøring av ordreinformasjon for aksjer mv. (pre-trade transparens)	30
2.3	Endringer i reglene om beste resultat ved utførelse av ordre	19	4.2.2	Handelsplassers offentliggjøring av handler i aksjer mv. (post-trade transparens)	31
2.3.1	Gjeldende rett	19	4.2.3	Handelsplassers offentliggjøring av ordreinformasjon for obligasjoner og derivater mv. (pre-trade transparens)	32
2.3.2	Forventet EØS-rett	19	4.2.4	Handelsplassers offentliggjøring av handler i obligasjoner og derivater mv. (post-trade transparens)	33
2.3.3	Utvalgets forslag	20	4.3	Forventet EØS-rett	33
2.4	Endringer i posisjonsgrense-regimet i varederivatmarkedet	20	4.3.1	Endringer i transparens-regelverket for aksjer (pre-trade)	33
2.4.1	Gjeldende rett	20	4.3.2	Endringer i transparens-regelverket for obligasjoner, strukturerte finansielle produkter og utslippskvoter (pre-trade)	34
			4.3.3	Endringer i transparens-regelverket for derivater (pre-trade)	35

4.3.4	Unntak for obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter, derivater og pakkeordre	36	6.2.3	Utvalgets vurderinger	44
4.3.5	Post-trade transparens for obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter og derivater	36	6.3	Krav om offentliggjøring på rimelige forretningsmessige vilkår	44
4.3.6	Regimet for utsatt offentliggjøring for obligasjoner, strukturerte finansielle produkter og utslippskvoter	37	6.3.1	Gjeldende EU-rett (MiFIR før forordning 2024/791)	44
4.3.7	Regimet for utsatt offentliggjøring for derivater	38	6.3.2	Forventet EØS-rett	45
4.4	Utvalgets vurderinger	38	6.3.3	Utvalgets vurderinger	45
5	Transparensregelverket for verdipapirforetak, herunder systematiske internaliserere	40	7	Reglene om plikt til å handle på en handelsplass	46
5.1	Gjeldende EU-rett (MiFIR før forordning 2024/791)	40	7.1	Gjeldende EU-rett (MiFIR før forordning 2024/791)	46
5.1.1	Systematiske internalisereres offentliggjøring av kurser i aksjer mv. (pre-trade transparens)	40	7.1.1	Handelsplikt i aksjer	46
5.1.2	Systematiske internalisereres offentliggjøring av kurser i obligasjoner mv. (pre-trade transparens)	40	7.1.2	Handelsplikt for derivater	46
5.2	Forventet EØS-rett	41	7.2	Forventet EØS-rett	47
5.2.1	Systematiske internalisereres offentliggjøring av kurser i aksjer mv. (pre-trade transparens)	41	7.2.1	Endringer i reglene om verdipapirforetaks plikt til å handle aksjer på en handelsplass	47
5.2.2	Systematiske internalisereres offentliggjøring av kurser i obligasjoner mv. (pre-trade transparens)	42	7.2.2	Endringer i reglene om plikt til å handle nærmere angitte derivater på en handelsplass	47
5.2.3	Endringer i reglene om verdipapirforetaks plikt til å offentliggjøre post-trade informasjon	42	7.2.3	Særskilt om endringer i reglene om suspensjon av handelsplikten	48
5.3	Utpekt publiseringsenhet (Designated Publishing Entity)	42	7.2.4	Endringer i reglene om ikke-diskriminerende clearingtilgang for finansielle instrumenter	50
5.3.1	Gjeldende EU-rett (MiFIR før forordning 2024/791)	42	7.3	Utvalgets vurderinger	50
5.3.2	Forventet EØS rett	42	8	Endringer i reglene om transaksjonsrapportering	51
5.4	Utvalgets vurderinger	43	8.1	Gjeldende EU-rett (MiFIR før forordning 2024/791)	51
6	Enkelte fellesspørsmål	44	8.2	Forventet EØS-rett	51
6.1	Innledning	44	8.3	Utvalgets vurderinger	52
6.2	Synkronisering av klokker	44	9	Administrative og økonomiske konsekvenser	53
6.2.1	Gjeldende EU-rett (MiFIR før forordning 2024/791)	44	9.1	Innledende betraktninger	53
6.2.2	Forventet EØS-rett	44	9.2	Konsekvenser for verdipapirforetak	53
			9.3	Konsekvenser for handelsplasser	54
			9.4	Konsekvenser for investorer	54
			9.5	Konsekvenser for myndighetene	54
			10	Merknader til de enkelte bestemmelser	55
			11	Forslag til lovendringer	57

Kapittel 1 Innledning

1.1 Utvalgets mandat og sammensetning

Den 22. mai 2015 oppnevnte Regjeringen et lovutvalg for å komme med forslag til gjennomføring av EUs reviderte regelverk på verdipapirområdet i norsk rett. I tråd med opprinnelig mandat og senere tilleggsmandater ble arbeidet sluttført i januar 2021, da utvalget leverte sin syvende utredning. Senere har Verdipapirlovutvalget levert to utredninger med forslag til gjennomføring av forordning (EU) 2020/1503 om folkefinansiering av næringsvirksomhet og nytt direktiv (EU) 2022/2464 om bærekraftsrapportering (CSRD).

Den 29. februar 2024 fikk Verdipapirlovutvalget et nytt tilleggsmandat til å utrede og utarbeide regler som gjennomfører endringer i MiFID II og MiFIR:

«Tilleggsmandat – utredning av nasjonal gjennomføring av endringer i MiFID II og MiFIR

Innledning

EU-Kommisjonen foreslo i 2021 endringer i verdipapirmarkedsdirektivet (MiFID II) og verdipapirmarkedsforsordningen (MiFIR). Målet er blant annet å styrke investorers informasjonstilgang ved å lette tilgangen til markedsdatabaser som er nødvendig for å investere i aksjer eller obligasjoner, samtidig som markedsinfrastrukturen skal bli sterkere. Dette skal øke likviditeten i markedet og dermed lette selskapers tilgang til finansiering fra kapitalmarkedene.

Nye EU/EØS-regler

Europaparlamentet vedtok 16. januar 2024 forslag til endringer i MiFID II og MiFIR. Rådet fattet vedtak 20. februar 2024. I henhold til endringsdirektivet skal medlemslandene gjøre nødvendige endringer i nasjonal rett innen 18 måneder etter at direktivet har trådt i kraft. Endringsdirektivet og forordningen vurderes

som EØS-relevante og forventes tatt inn i EØS-avtalen. EØS-regler som svarer til endringsdirektivet- og forordningen, vil kreve endringer i verdipapirhandelloven.

For å oppnå målet om et effektivt indre marked, står etablering av konsoliderte offentliggjøringsystemer (consolidated tape providers/ 'CTP') sentralt. Med konsoliderte offentliggjøringsystemer menes en sentral database som skal sørge for en omfattende oversikt over relevante markedsdatabaser på tvers av handelsplasser. Dette vil forbedre den generelle pristransparensen på tvers av handelsplasser og dermed også lette tilgangen til markedsdatabaser for investorer. Endringsforordningen til MiFIR inneholder en rekke endringsbestemmelser knyttet til CTP'er. Andre endringer i MiFIR knytter seg blant annet til synkronisering av klokker. Videre oppstiller endringsforordningen et forbud mot betaling for formidling av kundeordre. Endringsforordningen innehar også en rekke nye definisjoner, herunder definisjoner som er viktige for konsolidering/harmonisering av markedsdatabaser.

Endringsdirektivet stiller blant annet krav til at regulerte markeder, verdipapirforetak og markedsoperatører som drifter multilaterale handelsfasiliteter ('MHF') eller organiserte handelsfasiliteter ('OTF'), skal ha ordninger som sikrer at de oppfyller kravene til datakvalitet som følger av MiFIR. Konesjonskravet for markedssaktører som driver med egenhandel som del av sin investeringsvirksomhet ved hjelp av direkte tilgang til en handelsplattform, oppheves også. Gjeldende regelverk krever ikke konsesjon fra markedssaktører fra tredjeland. Fjerning av konsesjonskravet vil derfor skape likere konkurransevilkår mellom markedssaktører fra EU og tredjeland.

Videre krever direktivet at medlemsstatene fastsetter sanksjoner for brudd på reglene i MiFIR.

Mandat

Departementet ber Verdipapirlovutvalget om å utrede norsk gjennomføring av forventede EØS-regler som svarer til endringsdirektivet til MiFID II og endringsforordningen til MiFIR. Utvalget bes beskrive gjeldende rett, herunder beskrive dagens regulering av transparens i markedet, konsoliderte offentliggjørings-systemer, handelsforpliktelser, samt betalinger for videresending av kundeordre.

Utvalget bes videre om å beskrive endringsdirektivet- og forordningen, utarbeide utkast til nødvendige endringer i lov og forskrift som kan gjennomføre ventede EØS-regler som svarer til direktivet og forordningen, samt nødvendige tilpasninger i annet regelverk som følge av slik gjennomføring.

Utvalget bes vurdere administrative og økonomiske konsekvenser av forslagene i tråd med kravene i utredningsinstruksen.

Departementet ber om at utvalget under arbeidet innhenter innspill fra aktører som vil bli berørt av endringsdirektivet- og forordningen.

Utvalget skal utforme sitt regelverksforslag i tråd med veiledningen *Lovteknikk og lovforberedelse* (Justisdepartementet, 2000), jf. utredningsinstruksen punkt 4-1. Utvalgets forslag skal for øvrig utredes i samsvar med utredningsinstruksen kapittel 2.

Utvalget skal avgi sin utredning til Finansdepartementet innen 14. juni 2024. Departementet kan presisere eller gjøre tilføyelser i mandatet.

Departementet vil vurdere behovet for å oppnevne nye utvalgsmedlemmer som skal være del av utvalget under arbeidet med oppdraget som beskrives i dette mandatet.»

Fristen for å avgi utredningen er senere utvidet til 2. august 2024.

Følgende personer har for denne utredningen vært medlemmer i Verdipapirlovutvalget:

- advokat/professor II dr. juris Filip Truyen, leder (Bergen)
- avdelingsdirektør Erling Rikheim (Bærum)
- senior tilsynsrådgiver Kristin Lund (Oslo)
- førsteamanuensis Jøril Mæland (Bergen)
- advokat Eirik Solem (Oslo)
- juridisk direktør Kjell Vidjeland (Bærum)
- fagleder/advokat Halvor E. Sigurdson (Oslo)
- direktør compliance og juridisk Christina Stray (Oslo)
- juridisk direktør Angela Nygaard (Nordre Follo)

Senior tilsynsrådgiver Marit Wærnhus har bidratt som ekspert i utvalget. Senior tilsynsrådgiver Kristin Lund og førstekonsulent Amanda Partapuoli Bjerkan har vært sekretærer for utvalget. Seniorrådgiver Torbjørn Vik fra Finanstilsynet har holdt foredrag for utvalget om de viktigste endringene i MiFIR. For øvrig er aktørene som berøres av endringene representert i utvalget.

1.2 Sammendrag

I denne utredningen foreslår Verdipapirlovutvalget regler som gjennomfører forventede EØS-regler som svarer til Europaparlaments- og rådsdirektiv (EU) 2024/790 (endringsdirektiv til MiFID II) og Europaparlaments- og rådsforordning (EU) 2024/791 (endringsforordning til MiFIR).

I utredningens første kapittel gir utvalget en kort fremstilling av regelverksutviklingen på verdipapirområdet og bakgrunnen for forslaget til nytt regelverk. Utvalget redegjør i tillegg for tidligere endringer i MiFID II og MiFIR, og omtaler hvilke av disse som er tatt inn i EØS-avtalen og gjennomført i norsk rett.

I utredningens andre kapittel behandler utvalget endringene i MiFID II. Utvalget behandler endringer i reglene om krav om tillatelse til å yte investeringstjenesten omsetning av finansielle instrumenter for egen regning og endringer i reglene for handelsplasser, multilaterale handelssystemer og systematiske internaliserere (SI). Videre behandles endringer i definisjoner knyttet til handel i finansielle instrumenter og endring i definisjonen av SI. Utvalget behandler endringer i reglene om beste resultat ved utførelse av ordre og endringer i posisjonsregimet for varederivatmarkedet. Reglene om tilsyn og sanksjoner behandles kort.

Endringene i MiFIR behandles i kapittel tre til kapittel åtte. I fjerde kapittel behandler utvalget endringene i reglene om consolidated tape provider (CTP). Utvalget redegjør for forordningens endringer i definisjonen av CTP, samt endringer knyttet til prosessen for å få tillatelse som CTP, organisatoriske krav til CTP og krav til data som skal overføres til CTPen. MiFIR gir fullharmoniserte regler som foreslås gjennomført ved inkorporasjon i den eksisterende inkorporasjonsbestemmelsen til MiFIR i verdipapirhandelloven § 8-1.

I kapittel fire behandler utvalget endringer i reglene om transparens, herunder endringer i transparensregelverket for aksjer, obligasjoner, strukturerte finansielle produkter og utslippskvoter, samt derivater. I dag gjelder en volum-

begrensning – en såkalt «double volume cap», for bruk av noen av unntakene fra plikten til å offentliggjøre ordreinformasjon. Begrensningen endres slik at det skal gjelde ett tak for hele markedet – en såkalt «single volume cap». Utvalget redegjør videre for endringer knyttet til unntak for obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter og derivater, samt for regimet for utsatt offentliggjøring av handelsinformasjon for disse finansielle instrumentene. Detaljene i regelverket vil komme i nivå 2-regulering. Utvalget fremholder at det er ønskelig at endringene i MiFIR gjennomføres i Norge så nært opp til vedtakelsen av nivå 2-reguleringen som mulig.

Utredningens femte kapittel omhandler endringer i transparensregelverket for SI, herunder de nye reglene om utpekt publiseringsenhet (Designated Publishing Entity) som muliggjør at verdipapirforetak kan være ansvarlig for å gjøre en transaksjon offentlig gjennom en APA, uten å måtte velge status som SI.

Utredningens sjette kapittel omhandler enkelte fellesspørsmål som har betydning for datarapporteringsforetak, regulerte markeder, verdipapirforetak og andre som skal rapportere handelsinformasjon. Utvalget redegjør her for reglene om synkronisering av klokker og om kravet til å offentliggjøre handelsinformasjon på rimelige forretningsmessige vilkår.

I utredningens kapittel syv behandler utvalget endringer i reglene om verdipapirforetaks plikt til å handle aksjer på en handelsplass, endringer i reglene om plikt til å handle nærmere angitte derivater på en handelsplass, samt endringer i reglene om ikke-diskriminerende tilgang til clearing av finansielle instrumenter.

Utredningens kapittel åtte behandler endringer i reglene om transaksjonsrapportering.

I kapittel ni behandler utvalget de økonomiske og administrative konsekvensene av endringene.

1.3 Historikk og bakenforliggende hensyn

1.3.1 Historikk

Gjeldende verdipapirlovgivning er et resultat av en lang regulatorisk prosess i EØS. Det første direktivet om markedet for finansielle instrumenter (Directive 2004/39/EC, MiFID) erstattet et av de eldste direktivene på verdipapirirområdet, Council Directive 93/22 EEC om investerings-tjenester i forbindelse med verdipapirer (ISD). Formålet med MiFID var i hovedsak å lage felles-europeiske regler for krav om tillatelse for verdi-

papirforetak og regulerte markeder, samt felles regler om organisatoriske krav, krav til god forretningsskikk og rapportering. Det ble også gitt regler om opptak til handel og transparens i handelen, primært for aksjer.

I kjølvannet av finanskrisen i 2008–2009 ble MiFID revidert. Revisjonen var en del av en større reguleringsbølge som omfattet hele finanssektoren. Formålet var å eliminere svakheter i reguleringen av og tilsynet med finansnæringen som finanskrisen hadde avdekket. Resultatet var et nytt direktiv, Directive 2014/65/EU (MiFID II) og en ny forordning, Regulation 2014/600/EU (MiFIR), som nå utgjør det sentrale regelverket for investeringstjenester, handelsplasser og aktiviteten i verdipapirmarkedet. I tillegg til å håndtere svakheterne finanskrisen hadde avdekket, skulle endringene blant annet bidra til å øke konkurransen mellom handelsplassene. Det ble innført nye regler for å ta høyde for teknologisk utvikling, herunder for høyfrekvent algoritmehandel. En stor del av reglene ble gitt i forordnings form.

Mens de tidligste direktivene i hovedsak ga regler om verdipapirforetak, markedsoperatører og deres virksomhet i verdipapirmarkedet, innebærer MiFID II og MiFIR en utvikling i retning av regulering av *markedene som sådan*, med regler som dels retter seg mot foretakene som leverer tjenester i verdipapirmarkedet og dels retter seg mot investorene, for eksempel knyttet til algoritmehandel og rapportering av posisjoner i derivatmarkedet. Reguleringen tar i større grad sikte på å *regulere hele markedet*. På en rekke områder gis det regler som dekker investorenes, verdipapirforetakenes og de ulike handelsplassenes rettigheter og forpliktelser, og som må ses i sammenheng. Et viktig formål med regelverket er å gjøre handelen med finansielle instrumenter mer transparent og legge til rette for enhetlig rapportering av handelsinformasjon (pre- og post-trade transparens) på tvers av handelsplasser i hele Europa, slik at kapitalmarkedene i Europa kan fungere som ett felles marked i tråd med målsetningene i kapitalmarkedsunionen, se omtale av kapitalmarkedsunionen i kapittel 1.3.2.

MiFID II og MiFIR innebærer at reglene for handel på regulerte markeder, multilaterale handelsfasiliteter (MHF) og organiserte handelsfasiliteter (OHF) i stor grad er sammenfallende. Selv om drift av en MHF og en OHF er investeringstjenester som kan drives av verdipapirforetak, drives slike handelsplasser i stor grad av foretak som har tillatelse til å drive regulerte markeder. Reglene for handelsplasser finnes både i MiFID II og MiFIR. Reglene om krav om til-

latelse, virksomhetsregler mv. finnes i MiFID II, mens plikten til å gi opplysninger om ordre og transaksjoner (pre- og post-trade transparens) i hovedsak reguleres i MiFIR.

Ved gjennomføringen av MiFID II og MiFIR i norsk rett ble den tidligere børsloven inkorporert i verdipapirhandelloven, i en egen del om regulerte markeder. På denne måten ble regelverket knyttet til de ulike handelsplassene samlet på ett sted. Verdipapirhandelloven ble videre gjennomgått og lovteksten ble lagt nær opp til ordlyden i MiFID II. MiFIR ble inkorporert ved en egen inkorporasjonsbestemmelse, se verdipapirhandelloven § 8-1. NOU 2017: 1 kapittel 1.3 gir ytterligere informasjon om rettsutviklingen og gjennomføring av MiFID II og MiFIR i norsk rett.

Siden ikrafttredelsen er MiFID II og MiFIR endret en rekke ganger. I tillegg til endringene denne utredningen omfatter, er MiFID II endret ti ganger og MiFIR er endret seks ganger. Utvalget har foretatt en gjennomgang av endringene og status for disse i kapittel 2.4.

1.3.2 Bakgrunnen for endringene denne utredningen omfatter

Kapitalmarkedsunionen (The Capital Markets Union, heretter CMU) er EUs handlingsplan for å skape et felles kapitalmarked hvor kapital flyter uhindret over landegrensene i Europa. Arbeidet med CMU startet i 2011 i kjølvannet av finanskrisen. Kommisjonen vedtok den første handlingsplanen i 2015. I 2020 publiserte Kommisjonen en revidert handlingsplan for ytterligere å styrke kapitalmarkedsunionen.¹ Ett av tre hovedmål i den reviderte planen er å styrke arbeidet med å integrere de nasjonale kapitalmarkedene til ett felleseuropeisk marked. I planen fremholdes det at et felleseuropeisk marked ikke kan oppnås uten integrert handelsinformasjon, herunder et konsolidert offentliggjøringsystem (en sentralisert database omtalt som «consolidated tape provider», heretter CTP) med felles handelsdata for alle aksjer handlet på en europeisk handelsplass.

I en meddelelse av 19. januar 2021 «EUs økonomiske og finansielle system: fremme av åpenhet, styrke og motstandsdyktighet»² meddelte Kommisjonen sin intensjon om å forbedre, forenkle og ytterligere harmonisere rammene for transparens i verdipapirmarkedene som ledd i revisjonen av

MiFID II og MiFIR. Kommisjonen meddelte at nye regler om CTP også ville omfatte obligasjoner. Formålet er å styrke euroens internasjonale rolle ved å legge til rette for et mer effektivt annenhåndsmarked for gjeldsinstrumenter denominert i euro.

Både MiFID II og MiFIR fastsetter at regelverket skal gjennomgås og revideres innen en viss tid etter ikrafttredelse. Revisjonen ble noe forsinket på grunn av Covid-19-pandemien. Kommisjonen foretok i 2020 en konsultasjon om regelverket. Konsultasjonen viste at markedsdeltakerne mente at formålet med reglene om handelsinformasjon ikke er oppnådd, idet reglene ikke fullt ut har bidratt til et rettferdig, transparent og integrert marked. At ingen foretak har vist interesse for å søke om å bli tilbyder av en felles database for handelsinformasjon, en CTP, selv om regelverket legger til rette for en slik funksjon, var et hovedfokus i konsultasjonen. Den manglende interessen skyldes ifølge evalueringsrapporten³ flere forhold, herunder manglende økonomiske insentiver for å tilby tjenesten og manglende kvalitet på markedsdata.

I evalueringen ble det også pekt på at reglene om at nasjonale myndigheter på visse vilkår kan tillate utsatt offentliggjøring av handelsinformasjon er unødig kompliserte og har ført til ulik praksis mellom landene. Dette gjør det vanskelig å sammenligne data og vanskeliggjør konkurransen mellom handelsplassene.

Evalueringen viste også at markedsdeltakerne fant en del av reglene unødig kompliserte og at kostnadene ved oppfølging ikke forsvarte nytten. Blant annet gjaldt det reglene om beregning av volum for handel som kan unntas offentliggjøring.

Endringene tar sikte på å følge opp handlingspunktene i CMU og konklusjonene i evalueringen av MiFID II og MiFIR. Hovedtyngden av endringer skjer i MiFIR. Endringene i MiFID II kommer i hovedsak som følge av endringer i MiFIR, herunder flyttes flere regler fra MiFID II til MiFIR. Overføring av regler fra direktiv til forordning eliminerer risikoen for ulik gjennomføring og legger til rette for enhetlig praktisering av regelverket.

1.4 Gjennomgang av andre endringer i MiFID II og MiFIR – konsekvenser for denne utredningen

1.4.1 Endringer i EU

MiFID II og MiFIR ble vedtatt 15. mai 2014. EU har, i tillegg til direktiv 2024/790 og forordning

¹ A Capital Markets Union for people and businesses-new action plan COM/2020/590 final

² The European economic and financial system: fostering openness, strength and resilience COM/2021/32 final

³ Summary Report of the Public Consultation on the Review of MiFID II/MiFIR by the European Commission

2024/791 som behandles i denne utredningen, vedtatt tre forordninger og syv direktiver som inneholder endringer i MiFID II og seks forordninger med endringer i MiFIR.

Endringene i MiFID II følger av forordning 2014/909 om verdipapirregistre, direktiv 2016/97 om forsikringsdistribusjon, direktiv 2016/1034 med endringer i MiFID II, direktiv 2019/2034 om soliditetsregler for verdipapirforetak, forordning 2019/2115 om fremme av bruken av vekstmarkeder for SMB, direktiv 2019/2177 om endringer bl.a. i solvensregelverket for livselskaper, med regler om å legge autorisasjon av og tilsyn med tilbydere av datarapporteringstjenester til European Securities and Markets Authority (ESMA), direktiv 2020/1504 som tar folkefinansieringsvirksomhet ut av virkeområdet til MiFID II, direktiv 2021/338 om endring av informasjonsregler mv. ifm. Covid-19-pandemien, forordning 2022/858 om desentralisert registerteknologi og direktiv 2023/2864 med endringer i bl.a. MiFID II i forbindelse med etablering av «European Single Access Point» (ESAP).

Endringene i MiFIR følger av forordning 2016/1033 om endringer i MiFIR, forordning 2019/2033 om soliditetsregler for verdipapirforetak, forordning 2019/2175 med endringer i reglene for finanstilsynsbyråene, forordning 2021/23 om krisehåndtering av sentrale motparter, forordning 2022/858 om desentralisert registerteknologi, og forordning 2023/2869 om endringer i bl.a. MiFIR i forbindelse med etablering av «European Single Access Point».

1.4.2 Status for gjennomføring av endringer i MiFID II og MiFIR i norsk rett

1.4.2.1 Innledning

Enkelte av de tidligere endringene i MiFID II og MiFIR er av stor relevans for denne utredningen, mens andre har liten eller ingen betydning. Noen av endringene er tatt inn i EØS-avtalen og gjennomført i norsk rett, mens andre er kommet kortere i prosessen. Nedenfor redegjør utvalget for status for gjennomføringen av endringene i norsk rett.

1.4.2.2 Endringer i MiFID II

De fleste av rettsaktene som endrer MiFID II er innlemmet i EØS-avtalen og gjennomført i norsk rett:

- Forordning 2014/909 om verdipapirregistre ble vedtatt tatt inn i EØS-avtalen 8. februar

2019, jf. EØS-komitebeslutning nr. 18/2019. Beslutningen trådte i kraft 1. januar 2020.

- Direktiv 2016/97 om forsikringsdistribusjon ble vedtatt tatt inn i EØS-avtalen 26. oktober 2018, jf. EØS-komitebeslutning nr. 214/2018. Beslutningen trådte i kraft 1. februar 2022.
- Direktiv 2016/1034 med endringer i MiFID II ble vedtatt tatt inn i EØS-avtalen 29. mars 2019 (samtidig med MiFID II), jf. EØS-komitebeslutning nr. 78/2019. Beslutningen trådte i kraft 3. desember 2019.
- Forordning 2019/2115 om fremme av bruken av vekstmarkeder for SMB ble vedtatt tatt inn i EØS-avtalen 9. juli 2021, jf. EØS-komitebeslutning nr. 215/2021. Beslutningen trådte i kraft 1. januar 2023.
- Direktiv 2021/338 om endring av informasjonsregler mv. ifm. Covid-19-pandemien, ble vedtatt tatt inn i EØS-avtalen 8. juli 2022, jf. EØS-komitebeslutning nr. 213/2022. Beslutningen trådte i kraft 1. februar 2023.

Følgende rettsakter som endrer MiFID II er vedtatt innlemmet i EØS-avtalen, men EØS-komitebeslutningen har ikke trådt i kraft:

- Forordning 2022/858 om desentralisert registerteknologi ble vedtatt tatt inn i EØS-avtalen 5. juli 2023, jf. EØS-komitebeslutning nr. 185/2023. Beslutningen er foreløpig ikke i kraft.
- Direktiv 2020/1504 om å ta folkefinansieringsvirksomhet ut av virkeområdet til MiFID II ble vedtatt tatt inn i EØS-avtalen 2. februar 2024, jf. EØS-komitebeslutning nr. 30/2024. Beslutningen er foreløpig ikke i kraft.

Følgende rettsakter som endrer MiFID II er ikke vedtatt innlemmet i EØS-avtalen:

- Direktiv 2019/2034 om soliditetsregler for verdipapirforetak.
- Direktiv 2019/2177 om endringer bl.a. i solvensregelverket for livselskaper, med regler om å legge autorisasjon av og tilsyn med tilbydere av datarapporteringstjenester til ESMA.
- Direktiv 2023/2864 med endringer i bl.a. MiFID II i forbindelse med etablering av «European Single Access Point».

Direktiv 2023/2864 og forordning 2023/2869 om tales i denne utredningen som «ESAP-regelverket.»

De tre direktivene som ennå ikke er vedtatt innlemmet i EØS-avtalen er til vurdering i EFTAs arbeidsgruppe for finansielle tjenester. Det er lite

overlapp mellom endringene som følger av disse direktivene og endringene som følger av direktiv 2024/790.

1.4.2.3 Endringer i MiFIR

Bare én av forordningene som endrer MiFIR er innlemmet i EØS-avtalen og gjennomført i norsk rett:

- Forordning 2016/1033 om endringer i MiFIR ble vedtatt tatt inn i EØS-avtalen 29. mars 2019 (samtidig med MiFIR), jf. EØS-komitebeslutning nr. 78/2019. Beslutningen trådte i kraft 3. desember 2019.

Følgende forordning som endrer MiFIR er vedtatt innlemmet i EØS-avtalen, men EØS-komitebeslutningen har ikke trådt i kraft:

- Forordning 2022/858 om desentralisert registerteknologi ble vedtatt tatt inn i EØS-avtalen 5. juli 2023, jf. EØS-komitebeslutning nr. 185/2023. Beslutningen er foreløpig ikke i kraft.

Følgende forordninger som endrer MiFIR er ikke vedtatt innlemmet i EØS-avtalen:

- Forordning 2019/2033 om soliditetsregler for verdipapirforetak.
- Forordning 2019/2175 med endringer i reglene for finansstilsynsbyråene.
- Forordning 2021/23 om krisehåndtering av sentrale motparter.
- Forordning 2023/2869 om endringer i bl.a. MiFIR i forbindelse med etablering av 'European Single Access Point'.

Forordningene er til vurdering i EFTAs arbeidsgruppe for finansielle tjenester. De fire forordningene som ikke er vedtatt innlemmet i EØS-avtalen, særlig forordningene 2019/2033 og 2019/2175, gjør til sammen omfattende endringer i MiFIR. Mange av endringene som følger av forordning 2024/791 bygger videre på disse tidligere endringene.

1.4.2.4 Status for gjennomføring av endringer i MiFID II og MiFIR i Norge

Nedenfor følger status på lovarbeidet til rettsaktene som endrer MiFID II og MiFIR som ennå ikke er gjennomført i norsk rett:

I Prop. 74 LS (2023–2024) er det foreslått lovregler som gjennomfører forordning 2022/858. Det er bl.a. foreslått endringer i verdipapirhandelloven § 2-2, § 8-1 og § 8-2. Finanskomiteen har sluttet seg til forslaget, se Innst. 365 L (2023–

2024), avgitt 28. mai 2024. Endringene er vedtatt og trer i kraft 1. august 2024.

Finansdepartementet sendte 30. juni 2021 høringsnotat, utarbeidet av Finanstilsynet, med utkast til gjennomføring av forordning 2019/2033 og direktiv 2019/2034 på høring, med frist 30. september 2021. Saken er til behandling i departementet.

Finanstilsynet har utarbeidet høringsnotat med utkast til gjennomføring av forordning 2019/2175, samt forordning 2019/2176 og direktiv 2019/2177.

Finanstilsynet har utarbeidet høringsnotat med utkast til gjennomføring av forordning 2021/23.

Det er foreløpig ikke utarbeidet materiale for høring av «ESAP-regelverket».

1.4.3 Forutsetninger og videre fremstilling

Utvalget legger til grunn at ikrafttredelse av en EØS-komitebeslutning om innlemmelse av direktiv 2024/790 og forordning 2024/791 må kobles til ikrafttredelse av EØS-komitebeslutninger om innlemmelse av tidligere direktiver og forordninger med endringer i MiFID II og MiFIR, slik at de ikke trer i kraft før de forangående endringene trer i kraft for EØS/EFTA-statene. I motsatt fall vil det ikke bli konsistens i regelverket.

Endringene i forbindelse med etablering av ESAP, dvs. endringene i MiFID II som følger av direktiv 2023/2864 og endringene i MiFIR som følger av forordning 2023/2869, trenger imidlertid ikke å være på plass for at endringene som følger av direktiv 2024/790 og forordning 2024/791 kan gjennomføres i norsk rett, jf. bl.a. at ESAP-reglene først skal anvendes fra januar 2030.

Ved utredning av og forslag til gjennomføring av direktiv 2024/790 og forordning 2024/791 legger utvalget til grunn at de forangående endringene i EU-regelverket, med unntak av «ESAP-endringene», må gjennomføres i norsk rett forut for gjennomføring av forslagene denne utredningen omfatter. Som nevnt er dette en forutsetning for at det skal være konsistens i regelverket. Det vises særlig til at endringene i MiFIR bygger på tidligere ikke gjennomførte endringer.

Når utvalget omtaler «gjeldende rett» i relasjon til MiFIR i denne utredningen, er det dermed gjeldende EU-rett det er tale om. Det vil si at det er den konsoliderte versjonen av MiFIR datert 9. januar 2024 det henvises til, altså MiFIR slik den gjaldt i EU før endringene som følger av forordning 2024/791. Tilsvarende bruker utvalget «forventet EØS-rett» om de endringene i MiFIR som følger av forordning 2024/791.

Forslaget til gjennomføring av direktiv 2024/790 er utformet ut fra gjeldende verdipapirhandellov pr. 24. juni 2024.

De vesentligste endringene denne utredningen omfatter, kommer i MiFIR. Endringene i MiFID II er i stor grad avledet av endringene i MiFIR. Gjennomføring av endringene i MiFID II krever imidlertid endringer i flere av verdipapirhandellovens bestemmelser. Utvalget har valgt å behandle endringene i MiFID II samlet i kapittel to, og vil i noen grad behandle tilhørende endringer i MiFIR samme sted. Øvrige endringer i MiFIR behandles i kapittel tre flg.

Endringene i MiFID II og MiFIR krever ikke endringer i forskrift.

1.5 Tidspunkt for anvendelsen av reglene i EU

Endringene i MiFID II (direktiv 2024/790) trådte i kraft i EU 28. mars 2024. EU-landene plikter å gjennomføre reglene i nasjonal rett innen 29. september 2025.

Endringene i MiFIR (forordning 2024/791) trådte i kraft i EU 28. mars 2024, og reglene gjelder fra denne datoen. Mange av de nye bestemmelsene i MiFIR må utfylles av kommisjonsforordninger for å bli fullt operative. EU forbereder nå kommisjonsforordninger som utfyller de nye reglene. Overgangsordningen fastsatt i MiFIR artikkel 54 nr. 3 angir at de eksisterende kommisjonsforordningene forblir gjeldende inntil de nye trer i kraft. Kommisjonen har i notis av 2. mai 2024⁴ uttalt at deres tolkning av artikkel 54 nr. 3 er at den medfører at de eksisterende kommisjonsforordningene, slik de gjelder før 28. mars 2024, fortsetter å gjelde sammen med bestemmelsene de supplerer, i de tilfellene der de nye MiFIR-bestemmelsene må suppleres av nye eller endrede kommisjonsforordninger for å bli fullt operative. Av notisen følger det at de opprinnelige bestemmelsene om «volume cap» (artikkel 5), utsatt offentliggjøring (artikkel 11 og 11a), offentliggjøring av informasjon på rimelige forretningsmessige vilkår (artikkel 13), Siers forpliktelse til å stille priser (artikkel 14) og transaksjonsrapporte-

ring (artikkel 26) skal fortsette å gjelde frem til de nye og endrede kommisjonsforordningene trer i kraft.

Både ESMA og kommisjonen har utarbeidet forslag til endringer i flere kommisjonsforordninger, samt forslag til nye kommisjonsforordninger. Nedenfor følger en oversikt over de ulike høringene.

- ESMA sendte 21. mai 2024 forslag til ny kommisjonsforordning om rimelige forretningsmessige vilkår på høring. Høringen inneholder også forslag til endringer i kommisjonsforordning 2017/583 (RTS 2) om gjennomsiktighet for obligasjoner, strukturerte produkter og utslippstillatelser og endringer i kommisjonsforordning 2017/585 (RTS 23) om referansedata. ESMA skal sende endelig forslag til kommisjonen innen utgangen av Q4 2024.
- ESMA sendte 23. mai 2024 forslag til endringer i tekniske standarder for varederivater på høring. Høringen gjelder endringer i kommisjonsforordning 2022/1299 om kontroll med posisjonshåndtering og endringer i kommisjonsforordning 2017/1093 (ITS 4) om posisjonsrapportering.
- ESMA sendte 23. mai 2024 forslag til seks nye kommisjonsforordninger (fire RTSer og to ITSer) og endringer i kommisjonsforordning 2017/571 (RTS 13), på høring. Kommisjonsforordningene er knyttet til konsoliderte offentliggjøringssystemer (CTPer), datarapporteringsforetak og synkronisering av forretningsklokker. ESMA skal sende endelige forslag til kommisjonen innen 29. desember 2024.
- Kommisjonen sendte 12. juni 2024 forslag til ny kommisjonsforordning om identifiserende referansedata for OTC-derivater som skal brukes i forbindelse med transparenskravene i MiFIR på høring. Planlagt vedtakelse er i tredje kvartal 2024.

I tillegg til de tre utsendte ESMA-høringene er det planlagt ytterligere to ESMA-høringene i Q3; om hhv. «Order execution policy» (MiFID II) og om «Equity transparency, Circuit breakers, DVC» (MiFIR), og en høring i Q4; om «Non-equity transparency (derivatives), transaction reporting, order book» (MiFIR).

⁴ C (2024)2966

Kapittel 2

Forslag til gjennomføring av endringene i MiFID II

2.1 Endringer i reglene om krav om tillatelse for egenhandel

2.1.1 Gjeldende rett

Investerings tjenester som ytes overfor tredjepersoner og investeringsvirksomhet som drives på forretningsmessig basis, kan bare utøves av verdipapirforetak som har tillatelse til dette fra Finanstilsynet, og av kredittinstitusjoner som har tillatelse til å yte slike tjenester etter finansforetaksloven, se verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd. Verdipapirhandelloven § 2-1 lister opp aktivitetene som faller inn under definisjonen av *investerings tjenester og investeringsvirksomhet*. Oppregningen svarer til definisjonen av «investment services and activities» i MiFID II vedlegg I, del A.

Verdipapirhandelloven § 9-3 gir en rekke *unntak* for nærmere bestemte foretak og aktiviteter som ellers ville vært omfattet av kravet om tillatelse. Etter bestemmelsens annet ledd nr. 6 gjøres det unntak for den som ikke yter andre investerings tjenester eller driver annen investeringsvirksomhet enn handel for egen regning i finansielle instrumenter som ikke er varederivat, utslippskvoter eller derivater på slike. Unntaket gjelder imidlertid *ikke* hvis vedkommende:

- a. er prisstiller,
- b. er medlem eller deltaker på et regulert marked eller en multilateral handelsfasilitet, eller har direkte elektronisk tilgang til en handelsplass, jf. § 9-22, med mindre det dreier seg om et ikke-finansielt foretak som utfører transaksjoner på en handelsplass som på en objektivt målbar måte reduserer risiko direkte relatert til forretningsvirksomheten eller likviditetsfinansieringen til foretaket eller foretak i samme konsern,
- c. driver med høyfrekvent algoritmehandel, jf. § 9-22, eller
- d. handler for egen regning ved utførelse av kundeordre

Bestemmelsen svarer til MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav d.

Med *direkte elektronisk tilgang* menes en ordning der medlem, deltaker eller kunde på en handelsplass gir en person tillatelse til å bruke sin handelsidentitet, slik at personen kan sende elektroniske ordrer knyttet til et finansielt instrument direkte til handelsplassen. Direkte elektronisk tilgang omfatter ordninger som innebærer at en person bruker medlemmets, deltakerens eller kundens infrastruktur, eller annet tilkoblingssystem stilt til disposisjon fra medlemmet, deltakeren eller kunden, for å overføre ordrene (direkte markedsadgang), og andre ordninger der en slik infrastruktur ikke brukes (sponset tilgang), se verdipapirhandelloven § 9-22 tredje ledd.

2.1.2 Forventet EØS-rett

Unntaket fra egenhandelsreglene i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav d endres, slik at den som har direkte elektronisk tilgang til en handelsplass ikke lenger trenger å søke tillatelse for å yte investerings tjenesten omsetning av finansielle instrumenter for egen regning, dersom øvrige vilkår i unntaket er oppfylt.

I fortalen til direktiv 2024/790 avsnitt 5 pekes det på at den som tilbyr direkte elektronisk tilgang vil ha tillatelse som verdipapirforetak eller kredittinstitusjon, og vil være ansvarlig for at kunden som er gitt tilgang overholder reglene i MiFID II om algoritmehandel i artikkel 17 nr. 5. Etter MiFID II artikkel 48 nr. 7 skal det regulerede markedet dessuten ha effektive systemer og prosedyrer for å sikre at bare medlemmer som har tillatelse som verdipapirforetak eller kredittinstitusjon, tilbyr slik tilgang. De skal videre sikre at medlemmene har fastsatt hensiktsmessige kriterier om egnethet for brukere av tilgangen, og at medlemmene har ansvaret for ordrer og handler som utføres ved anvendelse av tjenesten. Verdipapirforetakenes funksjon som «dørvakt» innebærer i henhold til fortalen at det ikke er behov for at *kunden* i tillegg skal måtte ha tillatelse til å drive egenhandel. Å fjerne kravet vil dessuten bidra til like vilkår for kunder med direkte elektro-

nisk tilgang som er etablert i EU, og kunder med direkte elektronisk tilgang som er etablert i tredjeland og som ikke må ha konsesjon etter MiFID II.

Bestemmelsen gjennomgår for øvrig mindre språklige endringer.

2.1.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår å endre unntaksbestemmelsen i verdipapirhandelloven § 9-3 annet ledd nr. 6 bokstav b, slik at den som har direkte elektronisk tilgang etter § 9-22 ikke lenger trenger tillatelse for å utføre egenhandel, så lenge de øvrige vilkårene for å falle inn under unntaket er til stede. Utvalget viser til uttalelsene i fortalen til direktiv 2024/790 avsnitt 5 og bemerker for øvrig at ansvaret for å følge opp at kunden overholder reglene i §§ 9-23 til 9-24 påhviler foretaket som har gitt tilgang.

2.2 Endringer i reglene for handelsplasser, multilaterale systemer og systematiske internaliserere

2.2.1 Innledning – kort om ulike handelsplasser

MiFID II og MiFIR er utformet slik at alle typer organiserte handelsplasser skal være gjenstand for regulering. Hensikten er å sikre at all handel i finansielle instrumenter, og da særlig handel i aksjer, gjøres på handelsplasser som er åpne og transparente og som er underlagt lignende regulering. Med transparente handelsplasser menes i denne sammenheng at både informasjon om innlagte ordre og informasjon om handler som er gjennomført, offentliggjøres. Slik informasjon er sentral for et velfungerende og effektivt verdipapirmarked med størst mulig informasjonslighet for investorene.

MiFID II artikkel 1 fastsetter virkeområdet for reglene om organiserte handelsplasser og skal bidra til at all organisert handel med finansielle instrumenter er regulert. I artikkel 1 nr. 7 fastsettes det at alle multilaterale systemer for handel i finansielle instrumenter skal ha tillatelse og følge reglene for enten regulert marked, multilateral handelsfasilitet (MHF) eller organisert handelsfasilitet (OHF). Systematisk internaliserer (SI), det vil si verdipapirforetak som på en organisert, regelmessig og systematisk måte, og i betydelig omfang, handler for egen regning ved utførelse av kundeordre, må følge egne transparensbestemmelser i MiFIR.

MiFID II og MiFIR deler således de organiserte handelsplassene inn i handelsplasser (trading venues) og SI. Som handelsplasser anses regulerte markeder, MHF og OHF. Dette er multilaterale systemer som i stor grad er underlagt det samme regelverket. Sler legger til rette for bilateral handel, og handler for egen regning ved utførelse av kundeordre uten at dette gjøres over handelsplass. Fordi Sler kan omsette store volumer, er de underlagt deler av den samme reguleringen som handelsplassene etter MiFIR, særlig gjelder det kravene til transparens. Reguleringen er imidlertid tilpasset Slenes særegenheter.

Nedenfor gjennomgår utvalget regler som gjelder for handelsplasser og Sler og som endres i MiFID II.

2.2.2 Endringer i definisjoner knyttet til handel i finansielle instrumenter mv.

2.2.2.1 Gjeldende rett

Et multilateralt system er definert som et system der flere tredjeparters kjøps- og salgsinteresser i finansielle instrumenter kan samvirke i systemet, se verdipapirhandelloven § 2-7 nr. 9. Definisjonen svarer til MiFID II artikkel 4 nr. 19. Et slikt system kan bare drives av en handelsplass. Verdipapirhandelloven § 2-7 nr. 8 definerer handelsplass som «et regulert marked, en multilateral handelsfasilitet eller en organisert handelsfasilitet». Definisjonen svarer til MiFID II artikkel 4 nr. 24.

2.2.2.2 Forventet EØS-rett

MiFID II artikkel 1 nr. 7 overføres uten endringer til MiFIR artikkel 1 ny nr. 5b. Bakgrunnen for endringen er, i henhold til fortalen til direktiv 2024/790 avsnitt 4, at kravet om at systemer der flere tredjeparters kjøps- og salgsinteresser i finansielle instrumenter kan samvirke, kun kan drives av regulerte markeder, MHF eller OHF, ikke overholdes i hele EØS-området. Ifølge fortalen har manglende oppfyllelse av regelverket ført til ulike konkurransevilkår mellom multilaterale systemer som har søkt tillatelse, og de som ikke har gjort det. For å sikre markedsdeltagerne like konkurransevilkår, forbedre det indre markedets funksjon og sikre ensartet praktisering av kravet om at systemer der flere tredjeparters kjøps- og salgsinteresser i finansielle instrumenter kan samvirke i systemet kun kan drives av regulerte markeder, MHF eller OHF, overføres kravet til MiFIR. På grunn av endringen overføres også definisjonen av multilateralt system til MiFIR.

2.2.2.3 Utvalgets forslag

Utvalget bemerker at regelen i MiFID II artikkel 1 nr. 7 ikke har noe direkte motstykke i den norske verdipapirhandelloven. Kravet om at den som skal drive en handelsplass må ha tillatelse fremkommer av verdipapirhandelloven §§ 9-1 og 11-1. Utvalget kan ikke se at det er behov for å gjøre endringer i den norske verdipapirhandelloven som følge av overføring av MiFID II artikkel 1 nr. 7 til MiFIR.

Utvalget foreslår å endre definisjonen av multilateralt system i verdipapirhandelloven § 2-7 nr. 9, slik at det henvises til MiFIR ny artikkel 2 nr. 1 punkt 11. Utvalget viser til at MiFIR med de tilpasninger som følger av EØS-avtalen, vil gjelde direkte og er en del av verdipapirhandelloven.

2.2.3 Endring av definisjonen av systematisk internaliserer

2.2.3.1 Gjeldende rett

Etter verdipapirhandelloven § 2-7 tiende ledd er en SI et verdipapirforetak som på organisert, regelmessig og systematisk måte og i et betydelig omfang handler for egen regning ved utførelse av kundeordre, utenfor handelsplass og uten å drive et multilateralt system. Om handelen er regelmessig og systematisk bestemmes etter en kvantitativ vurdering, og bestemmes ut fra antall handler verdipapirforetaket utfører for egen regning utenfor handelsplass. Om omfanget er betydelig vurderes enten ut fra størrelsen på handelen verdipapirforetaket utfører utenfor handelsplass sammenlignet med verdipapirforetakets totale handel i det enkelte finansielle instrumentet, eller ut fra størrelsen på handelen utført av verdipapirforetaket utenfor handelsplass sammenlignet med den totale handelen i EØS i det enkelte finansielle instrumentet. De kvantitative testene er videre spesifisert i kommisjonsforordning (EU) 2017/565. Definisjonen svarer til MiFID II artikkel 4 nr. 20. Verdipapirforetak kan velge å registrere seg som SI selv om de ikke har plikt til det etter bestemmelsen.

2.2.3.2 Forventet EØS-rett

Bestemmelsen i MiFID II artikkel 4 nr. 20 endres slik at en SI skal være et verdipapirforetak som på organisert, regelmessig og systematisk måte handler for egen regning ved utførelse av kundeordre utenfor handelsplass uten å drive et multilateralt system. Om handelen er regelmessig og

systematisk skal bestemmes etter en kvalitativ metode. Omfanget av handelen skal ikke lenger vurderes særskilt. Bakgrunnen for endringen er i henhold til fortalen til direktiv 2024/790 avsnitt 7 at den kvantitative vurderingen av om handelen er utført på en regelmessig og systematisk måte og i betydelig omfang, har medført store byrder både for foretakene som må utføre beregningene og for ESMA som må publisere data som er nødvendige for å gjøre beregningene.

Fordi MiFIR endres, slik at SI ikke lenger vil være omfattet av pre-trade transparenskrav for andre finansielle instrumenter enn aksjer og andre egenkapitalinstrumenter, vil den kvalitative vurderingen kun gjelde for disse instrumentene, se omtale i kapittel 5. Det vil fortsatt være mulig å registrere seg som SI på frivillig basis, selv om foretaket ikke har plikt til dette (opt in).

2.2.3.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at definisjonen av SI i verdipapirhandelloven § 2-7 tiende ledd endres i tråd med endringene i MiFID II. Utvalget bemerker at de nye reglene innebærer forenkling av et regelverk som har vist seg å være unødvendig komplekst. Utvalget bemerker for øvrig at endringen ikke vil ha stor betydning i det norske markedet, hvor det pr. i dag kun er fire foretak registrert som SI. Alle disse har valgt å registrere seg som SI, selv om foretaket ikke har plikt til dette. For så vidt gjelder endringene i MiFIRs regler om SI, viser utvalget til kapittel 5.

2.2.4 Enkelte endringer i reglene om organisatoriske krav og systemkrav mv.

2.2.4.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 11-18 stiller organisatoriske krav til regulerte markeder. Etter bestemmelsen skal regulerte markeder fastsette interne regler og treffe nødvendige tiltak som sikrer en rekke forhold, herunder identifisering og håndtering av interessekonflikter og risikoer, transparente og ikke-diskresjonære handelsregler og effektiv gjennomføring av transaksjoner. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 47 (med unntak av reglene om kapitalkrav). Regler om organisatoriske krav for MHF og OHF er gitt i verdipapirhandelloven § 9-26.

Verdipapirhandelloven § 11-25 gir regler om synkronisering av klokke. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 50 og skal gjelde for

klokker som benyttes av regulerte markeder og deres medlemmer for å registrere tidspunkt for hendelser som omfattes av rapporteringsplikt for markedsdata (pre- og post-trade informasjon).

Verdipapirhandelloven § 11-24 gir regler om minste tillatte kursendring (tick sizes) på regulert marked. Reglene om minste kursendring gjelder for aksjer og andre egenkapitalinstrumenter. Bestemmelsen gir nærmere regler om hvordan minste tillatte kursendring skal fastsettes. Begrunnelsen for å ha regler om minste kursendring er at det ikke skal være mulig å få bedre prioritet ved å endre prisen ubetydelig. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 49. Bestemmelsen utfylles av kommisjonsforordning (EU) 2017/588 (RTS11). Minste kursendring skal fastsettes for det enkelte finansielle instrument basert på kursnotering og fastsatte intervaller som fremkommer av vedlegget til kommisjonsforordningen. Bestemmelsen om minste tillatte kursendring gjelder tilsvarende for MHF og OHF, se verdipapirhandelloven § 9-26 første ledd nr. 5.

Både multilaterale handelsfasiliteter (MHF) og organiserte handelsfasiliteter (OHF) skal ha minst tre aktive brukere eller deltakere som kan delta i prisdannelsen, se verdipapirhandelloven § 9-26 første ledd nr. 7. Tilsvarende krav gjelder ikke for regulerte markeder.

2.2.4.2 Forventet EØS-rett

Som nevnt i kapittel 1.3 er et hovedsiktemål med endringene i MiFIR å legge til rette for en sentralisert database, omtalt som «consolidated tape», med felles handelsdata for både egen- og fremmedkapitalinstrumenter. En velfungerende CTP krever imidlertid at kvaliteten på handelsdataene CTPen mottar er god, se omtale i fortalen til direktiv 2024/790 avsnitt 10 og 11. Reglene om datakvalitet er gitt i MiFIR. Disse behandles nærmere i kapittel 3 og 4. For å sikre at handelsplassene møter MiFIRs krav om datakvalitet, får imidlertid MiFID II artikkel 31 nr. 1 et nytt annet ledd og artikkel 47 nr. 1 en ny bokstav g, som fastsetter at medlemsstatene skal kreve at MHF, OHF og regulerte markeder skal treffe nødvendige tiltak som sikrer at kravene til datakvalitet oppfylles.

En viktig forutsetning for at handelsdata skal ha tilstrekkelig kvalitet, er tidsriktig og synkronisert registrering av dataene, se omtale i fortalen til direktiv 2024/790 avsnitt 11. Reglene om synkronisering av klokker som benyttes av regulerte markeder og deres medlemmer for å registrere tidspunktene for hendelser som omfattes av rapporteringsplikt for markedsdata, finnes i dag i

MiFID II artikkel 50. På grunn av reglenes sentrale betydning for velfungerende CTPer, overføres reglene til MiFIR. Samtidig oppheves MiFID II artikkel 50. Reglene om synkronisering av klokker utvides også til å gjelde for flere markedsdeltakere, se omtale i kapittel 6.2.

MiFID II artikkel 49 gir regler om minste tillatte kursendring. Artikkel 49 nr. 2 får et nytt annet ledd som gir regler for aksjer med et internasjonalt identifikasjonsnummer (ISIN) utstedt utenfor EØS, eller aksjer som har et EØS-ISIN og som er omsatt på en handelsplass i et tredjeland i den lokale valutaen eller valutaen til et land utenfor EØS i henhold til MiFIR artikkel 23 nr. 1 bokstav a. For slike aksjer kan et regulert marked fastsette minste tillatte kursendring på samme måte som på det mest likvide markedet i et tredjeland hvor aksjen omsettes.

I MiFID II artikkel 47 nr. 1 ny bokstav h innføres det i tillegg et krav om at regulerte markeder skal ha minst tre aktive medlemmer eller brukere som alle har mulighet til å interagere med samtlige av de andre med hensyn til prisdannelsen. Tilsvarende bestemmelse er gitt for MHF og OHF.

2.2.4.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at MiFID II artikkel 31 nr. 1 nytt annet ledd og artikkel 47 nr. 1 ny bokstav g, som stiller krav til tiltak som sikrer at handelsplassene møter kravene til datakvalitet, gjennomføres i verdipapirhandelloven § 9-26 første ledd i et nytt punkt 9 og verdipapirhandelloven § 11-18 første ledd nytt punkt 5. Utvalget foreslår en direktivnær gjennomføring av bestemmelsen, med henvisning til relevante bestemmelser i MiFIR.

Utvalget foreslår videre å oppheve verdipapirhandelloven § 11-25 om synkronisering av klokker. Reglene vil heretter finnes i MiFIR artikkel 22c. Det vises til omtale av endringene av reglene om synkronisering av klokker i MiFIR i kapittel 6.2.

For å gjennomføre MiFID II artikkel 49 nr. 2 nytt annet ledd, foreslår utvalget en ny bestemmelse i verdipapirhandelloven § 11-24 tredje ledd. Bestemmelsen gir regler om minste tillatte kursendring for aksjer med ISIN utstedt utenfor EØS eller aksjer som har EØS-ISIN, og som er omsatt på en handelsplass i et tredjeland i den lokale valutaen eller valutaen til et land utenfor EØS i henhold til MiFIR artikkel 23 nr. 1 bokstav a. For slike instrumenter kan regulerte markeder fastsette regler om minste tillatte kursendring på samme måte som på det mest likvide markedet i et tredje-

land hvor aksjen omsettes. Utvalget bemerker at bestemmelsen ikke er omtalt i fortalen. Enkelte aksjer som omsettes på regulert marked i EØS i lite omfang, kan ha høy omsetning og god likviditet i tredjeland. Regelen motvirker at slike aksjer skal måtte plasseres i et intervall for minste tillate kursendring tilpasset aksjer med lav likviditet. Utvalget legger til grunn at dette er bakgrunnen for endringen.

Utvalget foreslår endelig å innarbeide en bestemmelse som svarer til ny artikkel 47 nr. 1 bokstav h om at regulerte markeder skal ha minst tre medlemmer, i ny § 11-18 første ledd nr. 6.

2.2.5 Endringer i reglene om regulerte markeders motstandsdyktighet

2.2.5.1 Gjeldende rett

For å sikre et velfungerende marked, er det vesentlig at både handelen og systemene som benyttes til handelen, er underlagt tilfredsstillende regulering. MiFID II artikkel 48 inneholder regler om blant annet handelssystemenes robusthet og kapasitet. Bestemmelsen er omfattende og dekker ulike temaer. Den er derfor delt opp i ulike bestemmelser i verdipapirhandelloven, se §§ 11-19 til 11-23. Innholdsmessig er artikkel 48 gjennomført på en direktivnær måte.

Verdipapirhandelloven § 11-19 gir regler om robuste systemer og automatiske handelssperrer på regulerte markeder. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 48 nr. 1, 4 og 5. Bestemmelsen gjelder tilsvarende for MHF og OHF, se verdipapirhandelloven § 9-26 første ledd nr. 5. Verdipapirhandelloven § 11-19 fjerde til sjettede ledd regulerer adgangen til midlertidig stans i handelen. Etter bestemmelsens fjerde ledd kan det regulerte markedet midlertidig stanse eller begrense handelen for en kort periode ved betydelige prissvingninger for et finansielt instrument på det regulerte markedet eller et annet relatert marked. Det regulerte markedet kan i særlige tilfeller kansellere, endre eller korrigere enhver transaksjon. Femte ledd fastsetter at regulerte markeders parametere for stans av handelen skal være hensiktsmessige og ta hensyn til likviditeten innen forskjellige aktivaklasser og underkategorier, markedsmodellens art og type aktører. Parametere skal settes slik at betydelige forstyrrelser i handelen unngås. Etter sjettede ledd skal regulerte markeder underrette Finanstilsynet om parametere for stans av handel og vesentlige endringer av disse. Et regulert marked som anses vesentlig ut fra likviditeten i det finansielle instru-

mentet, skal melde stans av handelen i et finansielt instrument til Finanstilsynet. Det regulerte markedet skal ha hensiktsmessige systemer og rutiner for slik melding.

2.2.5.2 Forventet EØS-rett

MiFID II artikkel 48 endres på enkelte punkter. Artikkel 48 nr. 5 første ledd endres slik at krisesituasjoner inntas som omstendigheter som skal kunne lede til stans og midlertidig stans eller begrensning av handelen. Dette vil gjelde i tillegg til «significant price movement» som er nevnt i gjeldende bestemmelse.

Videre får artikkel 48 nr. 5 et nytt ledd som fastsetter at medlemsstatene skal kreve at regulerte markeder på sin hjemmeside skal opplyse om årsaken til at handelen i et finansielt instrument har blitt stanset eller begrenset, og om prinsippene som ligger til grunn for parameterne som er benyttet for å gjøre dette. Bestemmelsen fastslår også at tilsynsmyndigheten skal ha hjemmel til å treffe tiltak, inkludert å benytte tilsynsvirkemidler som omtalt i MiFID II artikkel 69 nr. 2 punkt m til p, for å sørge for stabilisering av markedet dersom markedsoperatøren ikke sørger for å overholde sin plikt til å stanse eller begrense handelen.

Artikkel 48 nr. 12 får nye tillegg som fastsetter at det skal utarbeides nivå 2-regelverk som gir nærmere regler om prinsippene som skal tas i betraktning når regulerte markeder skal fastsette mekanismen for midlertidig stans og begrensning av handelen. De tekniske standardene skal også gi regler om hvilken informasjon om midlertidig stans og begrensning av handelen som skal rapporteres til tilsynsmyndigheten.

Bakgrunnen for endringen er, i henhold til fortalen til direktiv 2024/790 avsnitt 13, at de ekstreme omstendighetene på markedene for energiderivater og for råvarederivater under energikrisen i 2022 har gjort at mekanismene for å hindre ekstrem volatilitet på markedene har blitt utfordret. Manglende transparens knyttet til handelsplassenes anvendelse av mekanismene, fremheves som et problem. Fortalen viser til at markedsdeltagerne vil dra fordel av økt transparens knyttet til omstendighetene som fører til stans eller begrensning av handelen, og om fastsettelsen av de viktigste parametere for stans eller begrensning av handelen.

Nivå 2-regelverket som skal utarbeides, skal fastlegge prinsipper som regulerte markeder skal ta i betraktning ved fastleggelse av de viktigste parametere for stans eller begrensning av

handelen. Fortalen understreker at en forutsetning for å sikre en ordnet handel er at det regulerte markedet har tilstrekkelig rom for skjønn når det gjelder hvilke mekanismer som skal anvendes og hvilke parametere som skal fastsettes. Det understrekes videre at det forutsettes at nasjonale tilsynsmyndigheter overvåker handelsplassenes praksis nøye og benytter sine tilsynsvirkemidler.

2.2.5.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår å endre verdipapirhandelloven § 11-19 slik at det fremgår at regulerte markeder midlertidig kan stanse eller begrense handelen for en kort periode i krisesituasjoner. På denne måten gjennomføres endringen i MiFID II artikkel 48 nr. 5 første ledd.

Utvalget foreslår en ny bestemmelse i § 11-19 nytt syvende ledd som fastsetter at regulerte markeder på sin hjemmeside skal opplyse om årsaken til at handelen i et finansielt instrument har blitt stanset eller begrenset. Videre skal det opplyses om prinsippene for fastsettelsen av de sentrale tekniske parameterne som ligger til grunn for denne beslutningen. På denne måten gjennomføres endringene som er nødvendige for å oppfylle MiFID II artikkel 48 nr. 5 nytt tredje ledd. Det er allerede en forskriftsbestemmelse i § 11-19 siste ledd som kan benyttes til å gjennomføre nivå 2-regelverket som skal utarbeides etter bestemmelsen.

Utvalget bemerker at det ikke er behov for å foreslå endringer for å gjennomføre artikkel 48 nr. 5 nytt tredje ledd for så vidt gjelder regelen om at tilsynsmyndigheten skal ha hjemmel til å treffe tiltak, inkludert å benytte tilsynsvirkemidler som omtalt i artikkel 69 nr. 2 punkt m til p, for å sørge for stabilisering av markedet dersom markedsoperatøren ikke sørger for å overholde sin plikt til å stanse, eller begrense handelen. Utvalget bemerker at artikkel 69 er gjennomført i norsk rett og at eksisterende bestemmelser i verdipapirhandelloven § 12-3, § 15-4 og § 19-7 kan benyttes. Det vises til NOU 2017: 1 kapittel 9 og kapittel 4.

2.3 Endringer i reglene om beste resultat ved utførelse av ordre

2.3.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven §§ 10-19 og 10-20 gir regler om beste resultat ved utførelse av ordre. Bestemmelsene gjennomfører MiFID II artikkel 27. Generelle regler om foretakets plikter knyttet til

beste utførelse er gitt i § 10-19, mens regler om rapportering er gitt i § 10-20. Verdipapirhandelloven § 10-20 første ledd gjennomfører MiFID II artikkel 27 nr. 3, med unntak av kravet om at verdipapirforetaket skal informere kunden om hvor ordren ble utført, som er gjennomført i § 10-19 tiende ledd. Verdipapirhandelloven § 10-19 annet ledd gjennomfører MiFID II artikkel 27 nr. 6. De øvrige bestemmelsene i MiFID II artikkel 27 er gjennomført i § 10-19.

Verdipapirhandelloven § 10-19 fastsetter at verdipapirforetak ved utførelse av en kundeordre skal gjennomføre tilstrekkelige tiltak for å oppnå best mulig resultat for kunden. Pris, kostnader, hurtighet, sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør av ordren, ordrens størrelse og art, samt andre relevante forhold for å utføre kundeordren, skal hensyntas. Det gis særlige regler om hvordan beste resultat bestemmes for ikke-profesjonelle kunder. Det gis videre regler om hvordan verdipapirforetak skal ta hensyn til egne provisjoner og kostnader i beregningen av resultat ved utførelse av ordre, se bestemmelsens første til tredje ledd. Bestemmelsens fjerde til niende ledd gir (i hovedsak) regler om retningslinjer og rutiner for å etterleve reglene om beste utførelse. Tiende ledd fastsetter at verdipapirforetak etter å ha utført en kundeordre, skal informere kunden om hvor ordren ble utført. Ellefte ledd fastsetter at verdipapirforetak ikke skal motta penge- eller naturalytelser for å utføre ordrer ved en bestemt handelsplass eller utførelsesplass som strider mot bestemmelsene i verdipapirhandelloven § 9-16 første ledd nr. 2, § 10-2 eller § 10-12. For nærmere beskrivelse av reglene viser utvalget til NOU 2017: 1 kapittel 6.11.

2.3.2 Forventet EØS-rett

MiFID II artikkel 27 nr. 3 og nr. 6 som gir rapporteringsregler knyttet til beste utførelse av ordre, oppheves. I fortalen til direktiv 2024/790 avsnitt 8, vises det til at rapportene, som inneholder lister med opplysninger knyttet til plikten til å utføre ordrer på den måten som gir kunden best utførelse (best execution), bare unntaksvis leses. Det vises videre til at opplysningene i rapporten ikke er egnet til å gi investorer eller andre interessenter grunnlag for å gjøre meningsfulle sammenligninger av oppfyllelsen av reglene. Av nevnte grunner har plikten til å rapportere de siste årene dels vært suspendert og dels har den ikke vært gjenstand for tilsynsmessig oppfølging. Den konsoliderte handelsinformasjonen er etter endringene forventet å gi opplysninger på løpende

basis om pre- og post-trade informasjon for aksjer og andre egenkapitalinstrumenter, samt post-trade informasjon om alle transaksjoner i obligasjoner og OTC-derivater. Denne informasjonen kan anvendes for å vise beste utførelse. Rapporteringskravet vil derfor ikke lenger være relevant.

Fortalen til direktiv 2024/790 avsnitt 9 fremholder at reglene om beste utførelse på visse områder har vært gjenstand for ulik tolkning blant nasjonale tilsynsmyndigheter, og at dette har ført til store forskjeller i praktisering av reglene om beste utførelse og tilsynet med markedspraksis. Dette gjelder særlig for reglene om å motta vederlag for å utføre ordrer ved en bestemt handelsplass eller utførelsesplass.

For å legge til rette for enhetlig praktisering av regelverket, oppheves MiFID II artikkel 27 nr. 2, mens MiFIR artikkel 39a får en ny regel som gir forbud mot betaling for ordreflyt. Bestemmelsen forbyr at verdipapirforetak mottar noen form for vederlag fra en tredjepart for å utføre en ordre på en bestemt utførelsesplass¹, eller for å viderefordre kundeordre til noen tredjepart for utførelse på en bestemt utførelsesplass (betaling for ordreflyt), når kunden er ikke-profesjonell eller har valgt å bli behandlet som profesjonell.

I fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 39 understrekes det at en utførelsesplass utelukkende skal velges ut fra hva som gir beste utførelse for kunden. Det heter videre at det er uforenlig med prinsippet om beste utførelse å motta vederlag for å rute ordre til en bestemt utførelsesplass for kunder som er ikke-profesjonelle eller som har valgt å bli behandlet som profesjonelle. Rabatter eller avslag på utførelsesplassens transaksjonsavgifter omfattes ikke av forbudet, forutsatt at de er tillatt i overensstemmelse med en godkjent og offentliggjort avgiftsstruktur på en handelsplass i EØS eller i et tredjeland, og utelukkende kommer kunden til gode, se MiFIR artikkel 39a nr. 1 annet ledd.

Medlemsstater hvor verdipapirforetak har mottatt vederlag for ruting av ordre før endringene i MiFID II og MiFIR trer i kraft, kan gi unntak fra forbudet frem til juni 2026 for verdipapirforetak som yter slike tjenester til klienter som er bosatt eller etablert i medlemsstaten.

De nye reglene i MiFIR får som nevnt anvendelse for ikke-profesjonelle kunder og kunder som selv har valgt å bli behandlet som profesjonelle. I fortalen til direktiv 2024/790 avsnitt 9 understrekes det imidlertid at kravene til beste utførelse for profesjonelle kunder også kan trenge

enkelte presiseringer. ESMA gis i ny artikkel 27 nr. 10 i oppdrag å utarbeide utkast til nivå 2-regelverk som presiserer kriteriene som skal legges til grunn ved fastleggelse av og kontroll med foretakenes rutiner og retningslinjer for beste utførelse. Forskjellen mellom ikke-profesjonelle og profesjonelle kunder skal tas i betraktning.

2.3.3 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår å oppheve verdipapirhandelloven § 10-20 om offentliggjøring av informasjon om ordrefutførelse, ettersom korresponderende bestemmelse i MiFID II artikkel 27 oppheves. Verdipapirhandelloven § 10-19 åttende ledd justeres i henhold til forslaget, slik at henvisningen til § 10-20 utgår. Utvalget bemerker for ordens skyld at de delene av MiFID II artikkel 27 nr. 3 som beholdes, er gjennomført i verdipapirhandelloven § 10-19 nr. 10.

Utvalget foreslår videre å oppheve § 10-19 nr. 11. Utvalget bemerker at korresponderende bestemmelse i MiFID II artikkel 27 nr. 2 oppheves, og at nye regler om forbud mot betaling for ordreflyt der kunden er ikke-profesjonell eller har valgt å bli behandlet som profesjonell, er gitt i MiFIR artikkel 39a. Disse reglene vil gjelde direkte.

MiFIR artikkel 39a nr. 2 gir mulighet for at nasjonale myndigheter kan gi unntak fra regelen frem til juni 2026 for verdipapirforetak som yter slike tjenester til klienter som er bosatt eller etablert i medlemsstaten. Utvalget kan ikke se at det er grunnlag for å foreslå et midlertidig unntak i det norske markedet. Utvalget bemerker for øvrig at Finansdepartementet den 17. august 2022 sendte Finanstilsynets høringsnotat av 27. juni 2022, «Nasjonalt forbud mot returprovisjon», på høring. Finanstilsynet foreslo et generelt forbud mot returprovisjon. Forslaget omfatter, men er ikke begrenset til, forbud mot vederlag for ruting av ordre. Forslaget er for tiden til behandling i departementet.

2.4 Endringer i posisjongrenseregimet i varederivatmarkedet

2.4.1 Gjeldende rett

Kapittel 15 i verdipapirhandelloven gir regler om fastsettelse, rapportering og håndheving av posisjongrensener. I kapitlet gis det regler om fastsettelse av grenser for hvor store posisjoner som kan innehas i varederivater og tilsynsmyndig-

¹ Begrepet utførelsesplass er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 6.11.2

hetens håndheving av grensene, herunder hjemler til å fatte vedtak om å redusere posisjoner og/eller begrense adgangen til å inngå nye varederivatkontrakter. Det er videre fastsatt krav om kontrollmekanismer på handelsplassene for overvåkning av aktørenes posisjoner og regler for rapportering av posisjonene til tilsynsmyndigheten og ESMA.

Verdipapirhandelloven § 15-1 gir regler om Finanstilsynets beregning og fastsettelse av posisjonsgrenser. Reglene omfatter varederivater som handles på norske handelsplasser, og økonomisk likeverdige derivatkontrakter som handles OTC, dersom disse varederivatene enten er landbruksvarederivater, eller anses som kritiske eller vesentlige. Finanstilsynet har fastsatt posisjonsgrenser i forskrift om posisjonsgrenser for varederivater av 20. desember 2017. Verdipapirhandelloven § 15-1 gjennomfører MiFID II artikkel 57, unntatt artikkel 57 nr. 8. Artikkel 57 nr. 8 gjennomføres i verdipapirhandelloven § 15-2 og gir regler om handelsplassenes kontroll med posisjonshåndtering. Bestemmelsen stiller krav om at verdipapirforetak og markedsoperatører som driver en handelsplass der det handles varederivater, skal foreta kontroll av posisjonshåndteringen på handelsplassen. Som ledd i denne kontrollen skal handelsplassen kunne overvåke enhver persons åpne posisjoner, innhente opplysninger, kreve at en person midlertidig eller varig avslutter eller reduserer en posisjon mv.

Verdipapirhandelloven § 15-3 gir regler om rapportering av posisjoner og gjennomfører MiFID II artikkel 58. Bestemmelsen omfatter rapportering av posisjoner i varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende. Rapporteringsplikten omfatter flere instrumenter enn det reglene om posisjonsgrenser gjør, ettersom også utslippskvoter og derivater med slike som underliggende, er omfattet. Bestemmelsen gir regler om både ukentlig og daglig rapportering. Rapporteringsplikten retter seg mot verdipapirforetak og markedsoperatører som driver en handelsplass der nevnte instrumenter handles.

2.4.2 Forventet EØS-rett

Det gjøres endringer i virkeområdet for MiFID II artikkel 57 og 58. Endringene baserer seg i stor grad på forslag i ESMA's rapport om utslippskvoter og tilknyttede derivater.² Artikkel 57 utvider reglene om kontroll av posisjonshåndtering til å gjelde for handelsplasser for derivater på

utslippskvoter. Utvidelsen gir handelsplasser for derivater på utslippskvoter flere krav til oppfølging av posisjonsholdere som handler på deres handelsplasser. Artikkel 58 får på sin side et snevrere anvendelsesområde idet rapporteringskravene ikke lenger skal gjelde for handel i utslippskvoter, men begrenses til å gjelde for derivater på utslippskvoter og varederivater. Bakgrunnen for endringen er at posisjonsrapportering på spot-produkter som utslippskvoter ikke har vist seg å være hensiktsmessig. Videre blir klimakvoteregisteret i EU omtalt som et bedre verktøy for overvåking av posisjoner i utslippskvotemarkedet.

Det gjøres også endringer i reglene om ukentlig rapportering i MiFID II artikkel 58 nr. 1. Verdipapirforetak eller markedsoperatør som driver en handelsplass hvor det handles opsjoner, skal heretter offentliggjøre to ukentlige rapporter, hvorav én skal bestå av både futures og opsjoner, og én skal bestå av kun futures. Verdipapirforetak eller markedsoperatør som driver en handelsplass der opsjoner ikke handles, skal fortsette å offentliggjøre én ukentlig rapport. Endringen baserer seg på anbefalinger fra ESMA om at en rapporteringsløsning der det skilles mellom futures og opsjoner vil kunne gi bedre innsikt i markedet og aktørers posisjonering.

Som en konsekvens av endringene i MiFID II, må også nivå 2-regelverket om varederivater endres. ESMA har derfor sendt forslag til endringer i kommisjonsforordning 2022/1299 og kommisjonsforordning 2017/1093 (ITS 4) på høring.

I fortalen til direktiv 2024/790 avsnitt 14 varsles det i tillegg at Kommisjonen skal foreta en omfattende gjennomgang av om de overordnede rammene for markedet for varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende fungerer hensiktsmessig. Kommisjonen skal vurdere om ordningene for posisjonsgrenser og kontroll av posisjonshåndtering har bidratt til ordnet prisdannelse og oppgjørsforhold, og forebygging av markedsmisbruk. Kommisjonen skal videre vurdere kriteriene for hvorvidt egenhandel eller andre investeringstjenester i varederivater skal anses som en tilknyttet virksomhet til hovedaktiviteten på konsernplan, og dermed være unntatt kravene om tillatelse som verdipapirforetak («ancillary activity-unntaket»). Oppdraget til Kommisjonen er tatt inn i MiFID II artikkel 90.

² ESMA70-445-38

2.4.3 Utvalgets forslag

Det gjøres ingen endringer i reglene om fastsettelse av posisjonsgrenser, men anvendelsesområdet for bestemmelsene om posisjonsrapportering innskrenkes til kun å omfatte varederivater og derivater på utslippskvoter. Rapporteringen av posisjoner i utslippskvoter har vist seg uegnet for formålet og foreslås fjernet i tråd med endringsdirektivet. Reglene om rapportering utvides for handelsplasser der det handles opsjoner, slik at disse må offentliggjøre to ukentlige rapporter der den ene ikke omfatter opsjoner. Det vil si at den ene rapporten skal omfatte futures og opsjoner, mens den andre kun skal omfatte futures. Handelsplasser der det ikke handles opsjoner, skal fortsette å offentliggjøre én rapport som kun inneholder futures. Endringene er inntatt i verdipapirhandelloven §§ 15-2 og 15-3. Utvalget bemerker for øvrig at Kommisjonen skal foreta en omfattende gjennomgang av rammeverket for markedet for varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende.

2.5 Kort om tilsyn og sanksjoner

Ettersom endringene i MiFID II artikkel 70 om sanksjonering av overtredelser ikke medfører behov for endringer i verdipapirhandelloven, knytter utvalget kun korte kommentarer til endringene i bestemmelsen.

MiFID II artikkel 70 fastsetter at nasjonale tilsynsmyndigheter skal ha nærmere angitte forvaltningstiltak og sanksjoner til rådighet, herunder overtredelsesgebyr, se artikkel 70 nr. 6 bokstav a til h. De angitte forvaltningstiltak og sanksjoner skal (minst) kunne ilegges for overtredelse av de bestemmelsene i MiFID II og MiFIR som er angitt i artikkel 70 nr. 3. Når det gjelder gjennomføring av bestemmelsen i verdipapirhandelloven, viser utvalget til Prop. 96 LS (2018–2019), hvor Finansdepartementet foretok en enhetlig vurdering av verdipapirhandellovens regler om tilsyn og sanksjoner i lys av en rekke direktiver og forordninger med mer eller mindre like bestemmelser om tilsynsmessig oppfølging og sanksjonering av overtredelser, herunder reglene i MiFID II.

Utvalget bemerker videre at endringene i MiFID II artikkel 70 nr. 3 som gjøres i direktiv

2024/790, innebærer at bestemmelsene som skal omfattes av reglene om administrative sanksjoner og andre forvaltningstiltak oppdateres i henhold øvrige endringer i MiFID II og MiFIR. Nye bestemmelser i MiFIR vil også bli omfattet av reglene, herunder bestemmelsene om den nye «volume cap»-mekanismen, reglene om pliktige bidrag til CTPene, reglene om datakvalitet på rapportering til CTP og forbudet mot å ta betalt for ruting av ordre.

Reglene om forvaltningstiltak og administrative sanksjoner i artikkel 70 er dels innarbeidet i verdipapirhandelloven kapittel 19 om tilsyn og administrative virkemidler og dels i kapittel 21 om administrative sanksjoner og straff. Bestemmelsene om tilsynsvirkemidler i kapittel 19 omfatter enhver overtredelse av de til enhver tid gjeldende reglene i loven.

Reglene om overtredelsesgebyr i kapittel 21 er delt inn etter kapitlene i loven, altså etter direktivområdene eller forordningene som innarbeides. Verdipapirhandelloven § 21-5, *Overtredelse av regler om verdipapirmarkedet mv.*, gir regler om overtredelsesgebyr ved brudd på de av verdipapirhandellovens regler som innarbeider MiFID II og MiFIR. Anvendelsesområdet for reglene er angitt som overtredelse av kapittel 8-15 i verdipapirhandelloven. Dette innebærer at endringene denne utredningen omfatter, fanges opp av eksisterende bestemmelser, slik at lovendringer ikke er nødvendig. Begrunnelsen for denne innretningen av reglene er at oppregningen av bestemmelser i MiFID II artikkel 70 som minst skal omfattes av regler om overtredelsesgebyr, i praksis innebærer at nær sagt alle regler som pålegger markedsaktørene plikter etter MiFID II og MiFIR, er omfattet. Se omtale av anvendelsesområdet for reglene i NOU 2017: 1 kapittel 10.4.7.4 og Prop. 96 LS (2018–2019) kapittel 7.6.5.2.

Utvalget bemerker at MiFID II gir minimumsregler for hvilke bestemmelser som skal omfattes av overtredelsesgebyr, likevel slik at det er anledning til å ikke gi regler om overtredelsesgebyr dersom den aktuelle bestemmelsen er omfattet av et straffebud. Utvalget kan ikke se at overtredelse av de endrede bestemmelsene i MiFID II og MiFIR hverken alene, eller sammen med overtredelsesgebyr, bør belegges med straff. Utvalget viser til vurderingene i ovennevnte proposisjon.

Kapittel 3

Consolidated tape provider

3.1 Innledning

3.1.1 Kort historikk

Tilgang til pre- og post-trade informasjon (ordrebok- og handelsinformasjon) av høy kvalitet er vesentlig for å kunne danne seg et riktig bilde av handelen i finansielle instrumenter, som igjen er viktig for prisingen og for tilliten til markedet. Tilgangen til informasjon bør være den samme for alle aktører i markedet og omfatte de samme opplysningene med samme kvalitet uavhengig av hvor handelen gjøres. For å legge til rette for dette, innførte MiFID II regulering av datarapporterings-tjenester, med krav om tillatelse og nærmere regulering av tjenestene som leveres. Leverandører av datarapporterings-tjenester omfatter tre ulike typer foretak, henholdsvis godkjente offentliggjøringsordninger (Approved Publication Arrangements – APAer), konsoliderte offentliggjørings-systemer (Consolidated Tape Providers – CTPer) og godkjente rapporteringsordninger (Approved Reporting Mechanisms – ARMer). Tjenestene omtales samlet som datarapporterings-tjenester og foretakene som datarapporteringsforetak.

Som omtalt i kapittel 1.4, ble reglene om data-rapporterings-tjenester og datarapporteringsforetak opphevet i MiFID II og overført til MiFIR i forordning 2019/2176. Reguleringen finnes nå i sin helhet i MiFIR, og foretakene er underlagt tilsyn av ESMA. De norske reglene er ikke endret i samsvar med MiFIR på dette punktet. Regler om data-rapporteringsforetak finnes i norsk rett i verdipapirhandelloven kapittel 14, som reflekterer de opphevede reglene i MiFID II. Disse reglene behandles ikke i denne utredningen.

Som det er redegjort for i kapittel 1.4 og 1.5, hviler endringene i MiFIR, som denne utredningen omhandler, på MiFIR slik forordningen lød på tidspunktet forordning 2024/791 ble vedtatt. Endringene utvalget foreslår i utredningen her, vil som nevnt ikke kunne gjennomføres uten at disse endringene av MiFID II og MiFIR også blir gjennomført. Når utvalget i det følgende

beskriver «gjeldende EU-rett», omtales derfor konsolidert MiFIR, som beskrevet i kapittel 1.4.3, ettersom det er disse reglene som endres.

3.1.2 Generelt om bakgrunnen for endringene

Konsoliderte offentliggjørings-systemer (CTP) skal samle handelsinformasjon (pre- og post-trade informasjon) fra handelsplasser og godkjente offentliggjøringsordninger (APAer), og presentere informasjonen i en felles datastrøm som er offentlig tilgjengelig for markedsaktørene.

Formålet med innføringen av ordningen med CTPer er å styrke transparensten i markedet ved bruk av identiske datatagger, formater og brukergrensesnitt. Ordningen skal også bidra til å sikre at konkurransen mellom handelsplasser fokuserer på kvaliteten på tilbudte tjenester, og ikke bare på mengden informasjon tilgjengelig fra hver handelsplass.

CTPer er sentrale i et fragmentert finansmarked fordi de kan tilby transparent og enkel tilgang til markedsinformasjon. Dette er viktig for at både institusjonelle og private investorer skal kunne treffe velinformerte investeringsbeslutninger.

Ingen foretak har imidlertid hittil søkt om tillatelse til å drive en CTP. ESMA peker i sin rapport fra 5. desember 2019¹ på tre hovedårsaker til den manglende etableringen. For det første peker ESMA på manglende klarhet i hvordan en CTP skal skaffe data fra ulike handelsplasser og APAer. For det andre er utilstrekkelig datakvalitet og manglende harmonisering av data en utfordring. For det tredje er mangel på kommersielle insentiver til å søke om tillatelse til å drive en CTP en hindring. For å legge til rette for etablering av CTPer må disse hindringene fjernes. På denne bakgrunn endres MiFIR slik at handelsplasser og APAer blir pålagt å sende data til CTPene.

¹ Report of 5 December 2019 on the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments,

Datakvaliteten sikres ved å innføre regler om harmoniserte datarapporter som skal sendes inn til CTPens datasenter. Det gis også regler som gir kommersielle insentiver for å etablere CTP.

3.2 Gjeldende EU-rett (MiFIR før forordning 2024/791)

3.2.1 Definisjonen av CTP

En tilbyder av konsoliderte offentliggjørings-systemer eller CTP er i MiFIR artikkel 2 punkt 35 definert som et foretak med tillatelse til å drive virksomhet som innebærer innsamling av handelsrapporter for finansielle instrumenter i henhold til MiFIR artikkel 6, 7, 10, 12, 13, 20 og 21 fra regulerte markeder, multilaterale handelsfasiliteter, organiserte handelsfasiliteter og godkjente offentliggjøringsordninger, og til å konsolidere dem til en kontinuerlig, elektronisk, direkte datastrøm som gir informasjon om priser og volum for hvert enkelt finansielt instrument.

3.2.2 Tillatelse fra ESMA

Bestemmelsene om tillatelse til å yte datarapporterings-tjenester finnes i MiFIR del IVa. Kravene for å få tillatelse fremgår av MiFIR artikkel 27b og er like for CTPer, ARMer og APAer. Bestemmelsen fastslår at drift av en datarapporterings-tjeneste som en regelmessig forretningsaktivitet krever tillatelse fra ESMA. Etter artikkel 27c må leverandøren av datarapporterings-tjenester være en juridisk person etablert i unionen og i tillegg oppfylle enkelte ytterligere krav som er fastsatt i bestemmelsen. I tillatelsen skal det spesifiseres hvilke former for datarapporterings-tjenester leverandøren har tillatelse til å tilby. Dersom leverandøren ønsker å tilby tjenester som ikke dekkes av tillatelsen, må det sendes inn en søknad til ESMA for å utvide tillatelsen, jf. MiFIR artikkel 27c nr. 2. Videre må leverandøren til enhver tid oppfylle betingelsene i tillatelsen. Ved vesentlige endringer i betingelsene for tillatelsen, skal leverandøren umiddelbart melde fra til ESMA eller til den nasjonale tilsynsmyndigheten hvis relevant, jf. MiFIR artikkel 27c nr. 3.

En tillatelse, innvilget i samsvar med MiFIR artikkel 27c nr. 1, har gyldighet i hele unionen og gir leverandøren rett til å tilby tjenester i hele unionen innenfor de betingelsene som er fastsatt i tillatelsen.

ESMA fører et register over alle leverandører av datarapporterings-tjenester i unionen. Registeret er tilgjengelig for offentligheten og inneholder informasjon om hvilke tjenester leverandørene av

datarapporterings-tjenester har tillatelse til å tilby, se MiFIR artikkel 27b nr. 3.

MiFIR artikkel 27e regulerer tilbakekall av tillatelse. Dersom ESMA tilbakekaller en tillatelse til drift av en datarapporterings-tjeneste i henhold til bestemmelsen, vil tilbakekallet gjelde for en periode på fem år.

ESMA fører tilsyn med leverandører av datarapporterings-tjenester, inkludert tilbydere av CTP-tjenester. Begrunnelsen for et sentralisert tilsyn er at datahåndtering og datakvalitet må håndteres på tvers av landegrensene, samt behovet for å sikre stordriftsfordeler. ESMA skal foreta jevnlig kontroll for å sikre at leverandørene av datarapporterings-tjenester overholder gjeldende bestemmelser og oppfyller kravene i tillatelsen.

3.2.3 Organisatoriske krav til CTPer

MiFIR artikkel 27h omhandler organisatoriske krav til CTPer. For aksjer mv. fastsetter artikkel 27h nr. 1 at en CTP skal ha etablerte og egnede retningslinjer og prosedyrer for å samle inn informasjon som skal publiseres i samsvar med artiklene 6 og 20, se omtale av disse i kapittel 4. Konsolidert informasjon skal gjøres tilgjengelig for offentligheten i en kontinuerlig elektronisk datastrøm så nær sanntid som teknisk mulig og på rimelige forretningsmessige vilkår.

Informasjonen skal publiseres i samsvar med MiFIR artikkel 27h nr. 1 bokstav a til j, og skal inneholde en rekke elementer, blant annet identifikatoren til det finansielle instrumentet, prisen som transaksjonen ble gjennomført til og om det er gitt unntak fra plikten til å offentliggjøre pretrade informasjon etter artikkel 4.

Videre skal informasjonen gjøres tilgjengelig gratis 15 minutter etter at CTPen har offentliggjort den. CTPen må effektivt og konsekvent spre informasjonen for å sikre rask tilgang på en ikke-diskriminerende måte, og i formater som er lette å få tilgang til og bruke for markedsdeltakerne, jf. MiFIR artikkel 27h nr. 1.

Artikkel 27h nr. 2 fastsetter at en CTP skal ha på plass egnede retningslinjer og prosedyrer for å samle inn informasjon i henhold til MiFIR artiklene 10 og 21, det vil si handelsinformasjon som skal offentliggjøres for obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter og derivater. Som for aksjer må CTPen ha egnede retningslinjer og prosedyrer som skal legge til rette for at informasjon samles inn og konsolideres i en kontinuerlig elektronisk datastrøm, og gjøres tilgjengelig for offentligheten så nær sanntid som teknisk mulig og på rimelige forretningsmessige vilkår.

I henhold til MiFIR artikkel 27h nr. 2 bokstav a til h, må informasjonen dekke en rekke forhold, blant annet identifikatoren til det finansielle instrumentet eller dets identitetsgivende kjennetegn, prisen som transaksjonen ble gjennomført til og informasjon om det er gitt unntak fra plikten til å offentliggjøre pre-trade informasjon etter artikkel 9.

Som for aksjer skal opplysningene være gratis tilgjengelige 15 minutter etter at CTPen har offentliggjort dem, være tilgjengelige på en ikke-diskriminerende måte og presenteres i alminnelig aksepterte formater som er lett tilgjengelige for markedsdeltakerne.

MiFIR artikkel 27h nr. 3 stiller krav om at CTPer skal sørge for at leverte data fra alle regulerte markeder, MHFer, OHFer og APAer er konsolidert for finansielle instrumenter som er nærmere spesifisert i nivå 2-regelverket.

Etter MiFIR artikkel 27h nr. 4 skal en CTP ha effektive administrative ordninger for å forebygge interessekonflikter. Bestemmelsen understreker at en markedsoperatør eller en APA som tilbyr CTP-tjenester, må behandle all innsamlet informasjon på en ikke-diskriminerende måte og ha egnede ordninger for å skille ulike deler av virksomheten.

Etter MiFIR artikkel 27h nr. 5 må CTPen også ha etablerte og solide sikkerhetsmekanismer som er utformet for å sikre trygg overføring av informasjon og for å minimere risikoen for datamanipulasjon og uautorisert tilgang. CTPen må til enhver tid ha sikker tilgang til egnede ressurser og sikkerhetskopieringsfasiliteter for å kunne tilby og opprettholde sine tjenester.

I medhold av MiFIR artikkel 27g nr. 6 og 8, artikkel 27h nr. 6 og 8 og artikkel 27i nr. 5 er det i kommisjonsforordning 2017/571 (RTS 13) fastsatt nærmere bestemmelser om organisatoriske krav for CTPer og de andre datarapporteringsforetakene (APAer og ARMer).

3.2.4 Dataoverføring til CTPer

Det finnes ikke regler om dataoverføring mellom dataleverandører og CTPer i MiFIR. En CTP må dermed inngå separate lisensavtaler med hver enkelt dataleverandør for å få tilgang til markedsdatabaser.

3.3 Forventet EØS-rett

3.3.1 Definisjoner

Definisjonen av CTP i MiFIR artikkel 2 nr. 35 endres. Etter endringen defineres en CTP som et foretak som har tillatelse til å tilby tjenester som

innebærer innsamling av data fra handelsplasser og APAer, og deretter konsolidere disse dataene til en kontinuerlig, elektronisk, direkte datastrøm med sentrale markedsdata og regulatoriske data etter MiFIR tittel IVa kapittel 1. Det gis videre nye definisjoner av sentrale markedsdata og regulatoriske data i MiFIR ny artikkel 2 nr. 36b og nr. 36c. Sistnevnte definisjoner omhandler data som skal overføres til en CTP.

3.3.2 Krav om tillatelse til å yte CTP-tjenester

3.3.2.1 Innledning

Etablering av CTPer anses som en forutsetning for å nå MiFIRs overordnede mål om mer effektive og transparente markeder. Ingen foretak har imidlertid søkt om tillatelse til å drive virksomhet som CTP.

Det gjøres ingen endringer i de generelle reglene i MiFIR del IVa om tillatelse for data-rapporteringsforetak eller i reglene om tilsyn med foretakene. Bestemmelsene om prosessen for å få tillatelse endres imidlertid betydelig. Reglene om søknad om tillatelse til å yte CTP-tjenester skilles ut i en egen bestemmelse. MiFIR artikkel 27d endres dermed slik at kun APAer og ARMer skal søke om tillatelse etter denne bestemmelsen. Reglene om søknad om tillatelse til å drive virksomhet som CTP reguleres i ny artikkel 27da og ny artikkel 27db.

3.3.2.2 En CTP for hver aktivaklasse

ESMA skal peke ut én CTP for hver aktivaklasse. Ved å etablere én CTP for hver aktivaklasse, sentraliseres all handelsinformasjonen i ett felles datasystem i vedkommende CTP.

Prosedyren for ESMA's utvelgelse av CTPer er regulert i MiFIR ny artikkel 27da. ESMA skal gjennomføre separate utvelgelsesprosedyrer for CTPer for *obligasjoner, aksjer og ETFer og OTC-derivater og relevante underklasser av disse*. Utvelgelsesprosessen vil gå forut for prosessen for å søke tillatelse. Først når ESMA har pekt ut en CTP, skal den søke om tillatelse fra ESMA, se omtale av prosessen for å søke tillatelse i kapittel 3.3.2.3.

I henhold til MiFIR artikkel 27da nr. 2 bokstav c skal en CTP for aksjer og ETFer ha kapasitet til å motta, konsolidere og formidle informasjon om både innlagte ordre og gjennomførte ordre, det vil si pre- og post-trade informasjon. En CTP for obligasjoner og OTC-derivater og relevante underklasser av disse, skal ha kapasitet til å motta, kon-

solidere og formidle informasjon om gjennomførte ordre, det vil si post-trade informasjon.

Utvelgelsen skal skje suksessivt og starter med CTPen for obligasjoner. MiFIR artikkel 27da nr. 1 fastsetter at utvelgelsesprosedyren for en CTP for obligasjoner skal iverksettes innen 29. desember 2024. Deretter startes utvelgelsesprosedyren for CTPen for aksjer mv. Til slutt iverksettes utvelgelsesprosedyren for CTPen for OTC-derivater og relevante underklasser.

Utvelgelsesprosedyren skal sikre at det mest egnede foretaket gis retten til å drive CTP. Utvelgelsen gjelder for en periode på fem år. Utvelgelsesprosedyren er underlagt bestemmelsene i forordning (EU, Euratom) 2018/1046 om unionens generelle budsjettregler.

Utvelgelsesprosedyren er underlagt spesifikke vilkår som er fastsatt i MiFIR artikkel 27da nr. 2 bokstav a til n. Det er ESMA som skal vurdere om en søker oppfyller disse vilkårene.

ESMA skal blant annet vurdere følgende forhold: Søkerens evne til å tilby konsoliderte data for hele unionen, overholdelse av organisatoriske krav i samsvar med MiFIR artikkel 27h, tilstedeværelsen av en adekvat styringsstruktur, hastigheten på distribusjon av markedsdata og regulatoriske data, effektiviteten til metoder for å sikre datakvalitet, samt totale utviklings- og driftskostnader.

Videre skal ESMA vurdere og vekte nivået på gebyrer som søkeren planlegger å belaste brukerne av CTPen, inkludert tilgjengeligheten av søkerens gebyr- og lisensieringsmodeller, i tillegg til etterlevelse av MiFIR artikkel 13 om plikten til å offentliggjøre pre- og post-trade informasjon på rimelige forretningsmessige vilkår.

Når det gjelder CTPen for obligasjoner, skal ESMA vurdere om det er etablert ordninger for inntektsfordeling i samsvar med MiFIR ny artikkel 27h nr. 5.

ESMA skal også evaluere søkerens bruk av moderne grensesnitteknologi for spredning av markedsdata og regulatoriske data, tilstedeværelsen av egnede ordninger for oppbevaring av dokumentasjon i samsvar med MiFIR ny artikkel 27ha nr. 3, søkerens evne til å sikre motstandsdyktighet og forretningskontinuitet, herunder ordninger for å redusere driftsstans og cyberrisiko, søkerens planlagte tiltak for å redusere energiforbruket i forbindelse med innsamling av data, samt ordninger for datahåndtering og lagring.

I tilfeller der flere søkere har inngitt en felles søknad om å tilby CTP-tjenester, skal ESMA vurdere om det er behov for at hver enkelt søker inngir den felles søknaden individuelt.

ESMA skal fatte en beslutning om hvilken søker som blir valgt innen seks måneder etter at utvelgelsesprosedyren er startet, og velge den søkeren som er best egnet til å drive CTPen. Søknad om tillatelse skal deretter sendes til ESMA så snart som mulig, jf. MiFIR ny artikkel 27da nr. 4.

Dersom ingen søkere anses egnet, skal ESMA starte en ny utvelgelsesprosedyre innen seks måneder etter avslutningen av den forrige. Det samme gjelder dersom søkeren likevel ikke mottar tillatelse i henhold til MiFIR ny artikkel 27db.

3.3.2.3 *Prosedyre for å innvilge og avslå tillatelse til å yte CTP-tjenester*

MiFIR ny artikkel 27db fastsetter prosedyren for å behandle en søknad om tillatelse til å drive en CTP. Etter at ESMA har valgt en CTP til å yte CTP-tjenester for en aktivaklasse etter MiFIR artikkel 27da, må CTPen umiddelbart søke ESMA om tillatelse til å drive CTP. I samsvar med MiFIR artikkel 27db nr. 1 skal søker gi all informasjon som er nødvendig for at ESMA kan vurdere om søkeren oppfyller kravene til en CTP i MiFIR ny artikkel 27da nr. 2 (i tillegg til de generelle kravene til datarapporteringsforetakene i MiFIR kapittel IVa).

Innen tre måneder etter å ha mottatt en fullstendig søknad, skal ESMA treffe en begrunnet beslutning om å innvilge eller avslå søknaden. ESMA skal basere sin beslutning på en vurdering av om søkeren er i stand til å drifte CTPen i samsvar med kravene i MiFIR del IV. ESMA skal angi vilkårene som gjelder for drift av CTPen, inkludert nivået på avgifter som skal belastes brukerne, se omtale av utvelgelsesprosedyren i fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 26.

Etter at tillatelsen er gitt, har ESMA muligheten til å gi søkeren ekstra tid til å fullføre utviklingen av CTPen, jf. MiFIR ny artikkel 27db nr. 4.

Etter MiFIR ny artikkel 27db nr. 5 må en CTP til enhver tid overholde de organisatoriske kravene fastsatt i MiFIR artikkel 27h og vilkårene som er satt i tillatelsen. Dersom en CTP ikke lenger oppfyller disse kravene, må den umiddelbart underrette ESMA.

Dersom tillatelsen til en CTP tilbakekalles, skal ikke vedtaket om tilbakekall settes i verk før en ny CTP er valgt og tillatelse er gitt i samsvar med MiFIR artikkel 27da og 27db.

Detaljene om hvilken informasjon som skal sendes inn til ESMA i forbindelse med søknaden om tillatelse vil bli nærmere spesifisert i nivå 2-regelverket, se MiFIR artikkel 27db nr. 7. ESMA

har sendt forslag til ny kommisjonsforordning på høring, se kapittel 1.5. Dette var tidligere regulert i kommisjonsforordning 2017/571 (RTS 13) som gjelder alle datarapporteringsforetakene. ESMA har foreslått at RTS 13 kun skal gjelde for APAer og ARMer.

3.3.3 Organisatoriske krav for CTP

3.3.3.1 Nye organisatoriske krav for CTPer

MiFIR artikkel 27h endres slik at de organisatoriske kravene tilpasses de nye reglene om en CTP for hver aktivaklasse.

Etter MiFIR ny artikkel 27h nr. 1 bokstav a til g må en CTP samle inn alle data som leveres av dataleverandørene for den aktuelle aktivaklassen CTPen er godkjent for.

CTPen skal formidle sentrale markedsdata og regulatoriske data til brukerne gjennom en kontinuerlig elektronisk direkte datastrøm på ikke-diskriminerende vilkår, så nær sanntid som teknisk mulig (om krav til synkronisering av klokker, se kapittel 6.2). CTPen må i tillegg sikre at sentrale markedsdata og regulatoriske data er lett tilgjengelige, maskinlesbare og brukbare for alle brukere, inkludert private investorer. CTPen skal ha systemer for effektiv kontroll av dataoverføringen fra dataleverandørene, identifisere åpenbare feil og anmode om ny overføring av data. Dersom CTPen er kontrollert av en gruppe næringsdrivende, skal den ha compliance-systemer som sikrer at driften av det konsoliderte offentliggjøringsystemet ikke skaper konkurransevridning.

CTPen for aksjer og ETFer skal ikke offentliggjøre markedsidentifikatoren når den formidler beste europeiske bud- og tilbudspris så nært sanntid som teknisk mulig for offentligheten, jf. MiFIR ny artikkel 27h nr. 1 annet ledd.

I henhold til MiFIR ny artikkel 27h nr. 2, skal en CTP publisere en liste på sin nettside som gir oversikt over hvilke dataleverandører CTPen mottar data fra, hvilke metoder og hastigheter som benyttes for levering av sentrale markedsdata og regulatoriske data, samt hvilke tiltak som er iverksatt for å sikre kontinuitet i levering av disse dataene.

I henhold til MiFIR ny artikkel 27h nr. 3 skal CTPen ha pålitelige sikkerhetstiltak konstruert for å sikre midlene for dataoverføring mellom dataleverandørene og CTPen, samt mellom CTPen og brukerne. Målet er å minimere risikoen for dataforurensning og uautorisert tilgang. CTPen må også ha tilstrekkelige ressurser og

sikkerhetskopifasiliteter, til enhver tid, for å kunne tilby og opprettholde sine tjenester.

I henhold til MiFIR ny artikkel 27h nr. 4 skal en CTP offentliggjøre en liste over de finansielle instrumentene som er omfattet av den konsoliderte løpende handelsinformasjonen. CTPen skal også gi en oversikt over de finansielle instrumentenes identifiserbare referansedata. Videre skal CTPen tilby gratis adgang til denne listen og sørge for at den regelmessig revideres og oppdateres, slik at den til enhver tid gir et oppdatert overblikk over alle de finansielle instrumentene som er omfattet av den konsoliderte løpende handelsinformasjonen.

3.3.3.2 Finansiering, gebyrer og kostnadsfordeling

En hovedutfordring knyttet til etablering av CTP har vært at inntektspotensialet er uklart, slik at forretningsgrunnlaget har vært ansett usikkert og utilstrekkelig. De nye reglene fastsetter imidlertid at CTPen skal kreve gebyrer fra brukerne, se MiFIR ny artikkel 27 h nr. 1 bokstav b. Ikke-profesjonelle investorer, akademikere, sivilsamfunnsorganisasjoner og nasjonale myndigheter skal imidlertid tilbys gratis adgang.

Handelsplassene mister samtidig en viktig inntektskilde i form av salg av handelsdata når de får plikt til å dele handelsinformasjon i sanntid med CTPen som straks offentliggjør denne. MiFIR artikkel 27h fastsetter på denne bakgrunn regler om omfordeling av CTPenes inntekter.

For CTPer som omfatter andre finansielle instrumenter enn aksjer og ETFer, er reglene enkle. En CTP *kan* omfordele en del av inntekten fra gebyr for tilgang til den konsoliderte databasen til dataleverandørene (det vil si handelsplasser og APAer som leverer data til CTPen), se ny artikkel 27 h nr. 5.

For aksjer og ETFer er reglene mer detaljerte og *omfordelingen er pliktig*. Etter MiFIR ny artikkel 27h nr. 6 skal en CTP for aksjer mv. omfordele deler av inntekten som genereres av CTPen til dataleverandører som oppfyller nærmere angitte kriterier. Ordningen omtales som inntektsfordelingsordningen («revenue redistribution scheme») og omfatter dataleverandører som faller inn under en eller flere av tre spesifikke kategorier.

Den første kategorien gjelder dataleverandører som enten er et regulert marked eller et SME-vekstmarked, hvis årlige handelsvolum av aksjer utgjør en prosent eller mindre av det totale årlige handelsvolumet av aksjer i unionen («small trading venue»). Prioriteringen er nærmere

omtalt i fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 29:

«Trading venues facilitating the trading of shares via a pre-trade transparent order book play a key role in the price formation process. This is particularly true for small regulated markets and SME growth markets, namely those whose annual trading volume of shares represents 1 % or less of the annual trading volume of shares in the Union ('small trading venues'), which are generally the main centre of liquidity for the securities they offer for trading. The data that small trading venues contribute to the consolidated tape therefore play a more determining role in the price formation for the shares that small trading venues admit to trading. Notwithstanding the possibility of certain data contributors not to contribute to the consolidated tape, it is appropriate to grant, to those data contributors that decide to opt in to the consolidated tape, preferential treatment for the redistribution of revenue generated by the consolidated tape for shares and ETFs, to help small trading venues to maintain their local admissions and safeguard a rich and vibrant ecosystem in line with the objectives of the capital markets union.»

Det er viktig at inntektsfordelingsordningen anerkjenner disse handelsplassenes rolle. Fortalen avsnitt 30 fremholder at disse handelsplassene bør gi høyest prioritet:

«In order to incentivise small trading venues to opt in to the mandatory contribution of data to the CTP for shares and ETFs, the highest weighting should apply to the total annual trading volume of small trading venues.»

Den andre kategorien er dataleverandører som er handelsplasser som først tok opp aksjer eller ETFer til handel den 27. mars 2019 eller senere.

Den tredje kategorien knytter seg til tilfeller der data overføres fra en handelsplass, og omfatter transaksjoner i aksjer og ETFer som er gjennomført i et handelssystem med pre-trade transparens, der disse transaksjonene ikke er ordre unntatt fra pre-trade transparens («waiver from pre-trade transparency») i henhold til MiFIR artikkel 4 nr. 1 bokstav c.

Krav til hva som defineres som årlig handelsvolum og hvordan inntektsdistribusjon skal beregnes, følger av MiFIR ny artikkel 27h nr. 7. Det skal fastsettes nivå 2-regelverk som blant

annet vil gi nøyaktig metode for beregning av omfordelingsbeløpet og inneholde vilkår for når en CTP midlertidig kan suspendere en dataleverandør fra inntektsfordelingsordningen, se MiFIR artikkel 27h nr. 8. ESMA har sendt forslag til kommisjonsforordning på høring, se kapittel 2.5.

3.3.3.3 Nye rapporteringsforpliktelser for CTPer

De nye organisatoriske kravene for CTPer inkluderer rapporteringsplikter som er definert i MiFIR ny artikkel 27ha.

I henhold til MiFIR artikkel 27ha nr. 1 skal CTPen årlig publisere ytelsesstatistikk og hendelsesrapporter om datakvalitet og datasystemer på sin nettside. Denne informasjonen skal være gratis og offentlig tilgjengelig. ESMA skal utarbeide nivå 2-regelverk som spesifiserer innholdet, timingen, formater og terminologi for denne rapporteringsforpliktelsen.

Videre må CTPen oppbevare dokumentasjon knyttet til sin virksomhet i inntil fem år. Denne informasjonen skal være tilgjengelig for ESMA og nasjonale tilsynsmyndigheter.

3.3.4 Dataoverføring til CTPer

3.3.4.1 Obligatorisk bidragsregel

Etter dagens regler må CTPene inngå individuelle lisensavtaler med alle aktuelle leverandører for å få tilgang til relevante markedsdata. Denne prosessen er omstendelig, dyr og tidskrevende, og utgjør en hindring for å etablere CTPer i alle aktivklasser. Prosessen blir fremhevet av ESMA som en av årsakene til at ingen foretak har søkt om å drive CTP, jf. rapport 5. desember 2019.

For å sikre enklere tilgang til markedsdata for CTPer og unngå lisensieringsproblemer, innføres en obligatorisk bidragsregel for dataleverandører (handelsplasser og APAer) i MiFIR ny artikkel 22a om overføring av data.

Dataleverandørene skal levere data knyttet til aksjer, ETFer og obligasjoner handlet på handelsplasser, samt OTC-derivater som omfattes av MiFIR ny artikkel 8a nr. 2, til CTPens datasenter. Dataene skal leveres så nært sanntid som mulig og skal inkludere regulatoriske data, for eksempel informasjon om stans i handelen, se fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 16. Videre skal hver CTP velge blant ulike typer overføringsprotokoller som tilbys av dataleverandørene til andre brukere, og bestemme hvilken protokoll som skal brukes til direkte overføring av data til CTPens datasenter, jf. MiFIR artikkel 22a nr. 5.

Kravene i MiFIR del II og III om at handelsplasser, APAer, verdipapirforetak og SIER skal offentliggjøre handelsdata, vil fortsatt gjelde. For å unngå en urimelig byrde for dataleverandørene, skal kravene om offentliggjøring av handelsdata i medhold av MiFIR del II og III og kravene til data som skal leveres til CTPene så langt som mulig harmoniseres, se fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 17 og omtale av kravene til datakvalitet i kapittel 3.3.4.2.

Ved overføring av data til CTPen skal dataleverandørene benytte eventuelle utsettelse i henhold til MiFIR artikkel 7, artikkel 11 og 11a, artikkel 20 nr. 2, samt artikkel 21 nr. 4, hvis relevant.

MiFIR artikkel 22a nr. 2 fastsetter *unntak* fra plikten til å levere data til en CTP. Unntaket omfatter verdipapirforetak som opererer et vekstmarked for små og mellomstore bedrifter (SME-vekstmarked) og markedsoperatører med årlig handelsvolum i aksjer på en prosent eller mindre av det årlige handelsvolumet i aksjer i unionen, forutsatt at de ikke tilhører en større gruppe med næreforbindelser («close links») til verdipapirforetak eller markedsoperatører med mer enn en prosent aksjehandelsvolum i unionen. Unntaket gjelder også der det regulerte markedet eller SME-vekstmarkedet står for over 85 prosent av det årlige handelsvolumet i aksjer som først ble tatt opp til handel på det regulerte markedet eller SME-vekstmarkedet. Unntaket er gitt for ikke å pålegge små handelsplasser for store byrder, se fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 18.

En markedsoperatør som oppfyller vilkårene for unntak eller et verdipapirforetak som driver et SME-vekstmarked, har likevel mulighet til å velge å levere data til CTPen, forutsatt at de varsler ESMA og den relevante CTPen om dette. I slike tilfeller må verdipapirforetaket eller markedsoperatøren starte dataoverføringen til CTPen innen 30 arbeidsdager fra datoen da ESMA ble varslet.

ESMA skal publisere en liste over verdipapirforetak som drifter SME-vekstmarkeder og markedsoperatører som oppfyller vilkårene for

unntak, hvor det skal fremgå hvilke av disse som har valgt å likevel sende inn data til en CTP, jf. MiFIR artikkel 22a nr. 4.

I henhold til MiFIR artikkel 22a nr. 6 skal ikke dataleverandører motta vederlag for overføring av data i samsvar med bestemmelsens nr. 1, eller for overføringsprotokollen nevnt i bestemmelsens nr. 5. Dataleverandørene er omfattet av inntektsfordelingssystemet i henhold til MiFIR artikkel 27h nr. 5, 6 og 7.

Dersom CTPen vurderer at kvaliteten på de leverte dataene er utilstrekkelig, skal CTPen gi melding om dette til dataleverandørens nasjonale tilsynsmyndighet. I slike tilfeller skal nasjonal tilsynsmyndighet treffe nødvendige tiltak i samsvar med MiFIR artikkel 38g og MiFID II artikkel 69 og artikkel 70.

3.3.4.2 Nye krav til datakvalitet

Det stilles strenge krav til data som skal overføres til en CTP og distribueres til markedet via denne. Kravene vil i sin helhet bli spesifisert i nivå 2-regelverk, se MiFIR ny artikkel 22b nr. 1. ESMA har sendt forslag til kommisjonsforordning på høring, se kapittel 1.5.

I henhold til MiFIR ny artikkel 22b nr. 2 skal Kommisjonen etablere en ekspertgruppe innen 29. juni 2024. Ekspertgruppen skal bestå av medlemmer med bred og egnet kompetanse til å kunne yte rådgivning. Ekspertgruppen skal gi råd om kvaliteten og innholdet på dataene, samt om kvaliteten på overføringsprotokollen.

3.4 Utvalgets forslag

Utvalget bemerker at MiFIR gir fullharmoniserte regler. Reglene gjennomføres ved inkorporasjon i den eksisterende inkorporasjonsbestemmelsen til MiFIR i verdipapirhandelloven § 8-1. Utvalget bemerker at reglene ikke gir grunnlag for nasjonale valg. Utvalget bemerker for ordens skyld at det ikke er etablert noen CTP i det norske markedet.

Kapittel 4

Endringer i reglene om transparens

4.1 Innledning

Reglene om transparens er fastsatt i MiFIR og setter krav til at handelsplassene offentliggjør detaljert informasjon om hver handel. Der handelen ikke skjer på en handelsplass, setter reglene krav til at også verdipapirforetak må offentliggjøre handelsinformasjon. Reglene er forskjellige for aksjer mv. (equities) og for obligasjoner og derivater mv. (non-equities). Reglene om offentliggjøring av handelsinformasjon omfatter både pre-trade informasjon (informasjon om ordrer) og post-trade informasjon (informasjon om gjennomførte handler).

4.2 Gjeldende EU-rett (MiFIR før forordning 2024/791)

4.2.1 Handelsplassers offentliggjøring av ordreinformatjon for aksjer mv. (pre-trade transparens)

Etter MiFIR artikkel 3 nr. 1 er markedsoperatører og verdipapirforetak som driver en handelsplass, forpliktet til å offentliggjøre kjøps- og salgspriser samt ordredybden til de prisene som vises i deres systemer (ordreinformatjon). Offentliggjøring skal skje kontinuerlig under handelsplassens ordinære åpningstid.

Plikten til å offentliggjøre informasjon omfatter aksjer, depotbevis, børshandlede fond (ETFer), og lignende instrumenter som handles på en handelsplass. I det følgende brukes «aksjer mv.» som fellesbetegnelse på disse instrumentene.

Plikten til å offentliggjøre informasjon gjelder instrumenter som handles på regulert marked, multilateral handelsfasilitet (MHF) og organisert handelsfasilitet (OHF). Transparensreglene omfatter også såkalte bindende interessemarkeringer (actionable indication of interest).

Handelsplassene kan drive ulike former for handelssystemer, slik som ordinære ordreboksystemer (order book), prisbaserte systemer

(quote-driven), hybridssystemer og periodiske auksjonssystemer. Transparenskravene er kalibrert etter disse systemtypene, se MiFIR artikkel 3 nr. 2.

Etter MiFIR artikkel 3 nr. 3 er handelsplasser forpliktet til å gi verdipapirforetak som er systematiske internaliserere (SI), og som er underlagt tilsvarende pre-trade transparensforpliktelser for aksjer mv. etter MiFIR artikkel 14, tilgang til handelsplassens offentliggjøringsmekanisme. Slik tilgang skal gis på rimelige forretningsmessige vilkår og på ikke-diskriminerende basis.

Tilsynsmyndigheten kan gi unntak (waiver) fra plikten til å offentliggjøre ordreinformatjon. Unntaksadgangen er regulert i MiFIR artikkel 4 som etablerer fire hovedkategorier unntak. Disse er:

- Artikkel 4 nr. 1 bokstav a: referansepris (reference price)
- Artikkel 4 nr. 1 bokstav b punkt (i): forhandlede transaksjoner (negotiated trades; f.eks. tradisjonell megling med innrapportering)
- Artikkel 4 nr. 1 bokstav c: ordre av stort omfang (large in scale; handler som er så store at de kan påvirke kursen)
- Artikkel 4 nr. 1 bokstav d: ordre som holdes i en ordrehåndteringsfasilitet i påvente av offentliggjøring (Order Management Facility, f.eks. Iceberg-ordre eller stopp-ordre)

De detaljerte reglene om hvert av unntakene er gitt i kommisjonsforordning (EU) 2017/587 (RTS 1) artiklene 4 til 8.

MiFIR artikkel 4 nr. 4 angir en waiver-prosedyre der ESMA skal avgi en uttalelse om et unntak er i tråd med MiFIR eller ikke. Prosedyren innebærer blant annet at tilsynsmyndigheten må gi melding til ESMA om forslag til en beslutning om å innvilge et unntak, samt redegjøre for unntaket og hvordan det skal fungere, senest fire måneder før unntaket skal brukes. ESMA skal deretter avgi en ikke-bindende uttalelse om hvorvidt unntaket anses å være i tråd med kravene i MiFIR artikkel 4 nr. 1 og med gjeldende nivå 2-

regelverk. Det er tilsynsmyndigheten som beslutter om et unntak skal gis eller ikke, men dersom en tilsynsmyndighet innvilger et unntak og en annen tilsynsmyndighet er uenig i beslutningen, kan saken bli henvist til ESMA. ESMA kan utøve bindende meglings etter ESMA-forordningen artikkel 19. For Norges del vil ESMA ha kompetanse til å megle, men det er EFTAs overvåkingsorgan (ESA) som har kompetanse til å treffe bindende vedtak.¹

Tilsynsmyndigheten kan trekke tilbake et unntak på eget initiativ eller etter forespørsel fra en annen tilsynsmyndighet, hvis det er observert at unntaket brukes i strid med det opprinnelige formålet, eller tilsynsmyndigheten mener at unntaket brukes for å omgå krav som følger av MiFIR artikkel 4, se MiFIR artikkel 4 nr. 5. ESMA skal overvåke bruken av unntakene, samt årlig avgi en rapport til Kommisjonen om hvordan unntakene anvendes i praksis.

Etter MiFIR artikkel 5 gjelder det et «tak» på bruk av unntak fra offentliggjøring av ordrefinansiering. Taket er bedre kjent som «*double volume cap*». «Double volume cap» innebærer en volumbegrensning på bruk av referanseprisunntaket og unntaket for forhandlede transaksjoner i likvide instrumenter der prisen er gjort innenfor volumvektet spread (dvs. begrensning på bruk av unntak fra offentliggjøring etter hhv. MiFIR artikkel 4 nr. 1 bokstav a og MiFIR artikkel 4 nr. 1 bokstav b (i)).

Taket beregnes ut fra to størrelser. For det første gjelder det en begrensning slik at handel i et finansielt instrument på én enkelt handelsplass, under unntakene, ikke kan overstige fire prosent av akkumulert handel i det aktuelle instrumentet på handelsplasser i EØS-området de siste tolv månedene.

For det andre kan handel, under unntakene, i et finansielt instrument på handelsplasser i EØS-området samlet sett, ikke overstige åtte prosent av all handel i det aktuelle instrumentet på handelsplasser i EØS-området de siste tolv måneder.

Hvis 4 prosent-grensen brytes, skal tilsynsmyndigheten som har godkjent unntakene, suspendere bruken av unntakene for det aktuelle finansielle instrumentet på den aktuelle handelsplassen i seks måneder. For 8 prosent-grensen gjelder en tilsvarende regel, men her skal alle tilsynsmyndighetene i EØS suspendere bruken av unntakene i hele EØS.

ESMA publiserer månedlig oversikter over totalt handelsvolum i hvert enkelt finansielt

instrument, og prosentandelen av handel under de relevante unntakene i EØS-området samlet sett og per handelsplass.

Handelsplassene er pålagt å ha ordninger for å identifisere all handel under unntakene som er underlagt volumbegrensning og som gjennomføres på egen handelsplass, samt sikre at handelsplassen ikke overskrider den tillatte prosentandelen, jf. MiFIR artikkel 5 nr. 7.

4.2.2 Handelsplassers offentliggjøring av handler i aksjer mv. (post-trade transparenst)

Krav om offentliggjøring av handelsinformasjon (post-trade) for aksjer mv. reguleres av MiFIR artikkel 6. Markedsoperatører og verdipapirforetak som driver en handelsplass, skal offentliggjøre pris, volum og tidspunkt for transaksjoner som utføres med aksjer, depotbevis, børshandlede fond (ETFer), og andre lignende finansielle instrumenter på handelsplassen. Kravet gjelder instrumenter som handles på regulerte markeder, MHFer og OHFer. Nivå 2-regelverket gir detaljerte regler for hvilke opplysninger som skal gis om den aktuelle handelen og stiller krav til offentliggjøringsstidspunkt.² For handler som gjøres innenfor ordinær åpningstid er kravet at opplysningene skal offentliggjøres så nær sanntid som teknisk mulig.

Handelsplassen må gi verdipapirforetak, som er underlagt tilsvarende transparenstforpliktelser etter MiFIR artikkel 20, tilgang til handelsplassens offentliggjøringsmekanisme. Slik tilgang skal gis på rimelige forretningsmessige vilkår og på ikke-diskriminerende måte, jf. MiFIR artikkel 6 nr. 2.

MiFIR åpner for utsatt offentliggjøring (deferred publication) av opplysninger om transaksjoner på grunnlag av transaksjonens type og størrelse. I henhold til MiFIR artikkel 7 nr. 1 kan handelsplassens tilsynsmyndighet tillate utsatt offentliggjøring av transaksjoner som er store i omfang sammenlignet med normal markedsstørrelse for det aktuelle finansielle instrumentet eller den aktuelle klassen av instrumenter. Reglene for når utsatt offentliggjøring kan godkjennes, er spesifisert i nivå 2-regelverket.³

Tilsynsmyndigheten skal forhåndsgodkjenne handelsplassers ordninger for utsettelse av offentliggjøring. Handelsplassen skal tydelig underrette

¹ Se Prop. 100 S (2015–2016) punkt 3.3.2.12

² Kommisjonsforordning 2017/587 (RTS 1) artikkel 12 og 14

³ Kommisjonsforordning 2017/587 (RTS 1) artikkel 15 nr. 1 og 2.

markedsdeltakere og offentligheten om slike ordninger. ESMA overvåker ordningene og skal årlig avgi en rapport til Kommisjonen om hvordan de anvendes i praksis. På samme måte som for unntak fra offentliggjøring av ordre mv., er det mulig å avgjøre uenighet mellom tilsynsmyndigheter ved prosessen som følger av artikkel 19 i ESMA-forordningen, i EØS-tilpasset form.

4.2.3 Handelsplassers offentliggjøring av ordreinformasjon for obligasjoner og derivater mv. (pre-trade transparens)

MiFIR artikkel 8 nr. 1 fastsetter at markedsoperatører og verdipapirforetak som driver en handelsplass, er forpliktet til å offentliggjøre kjøps- og salgspriser samt ordredybden til de prisene som vises i deres systemer for obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter og derivater som handles på en handelsplass. I det følgende brukes «obligasjoner og derivater mv.» om alle ovennevnte instrumenter. Transparenskravet gjelder også såkalte pakkeordre (package orders).

Som for aksjer mv., gjelder offentliggjøringskravet for obligasjoner og derivater mv. også såkalte bindende interessemarkeringer.

Offentliggjøringskravet gjelder imidlertid ikke for ordre knyttet til derivater gitt av ikke-finansielle motparter, hvis den aktuelle transaksjonen på en objektiv måte reduserer risiko direkte knyttet til forretningsvirksomheten eller likviditetsforvaltningen til den ikke-finansielle motparten eller dennes konsern.

På samme måte som for aksjer mv., er handelsplassenes transparenskrav for obligasjoner og derivater mv. etter MiFIR artikkel 8 nr. 2 kalibrert etter ulike typer handelssystemer. De detaljerte reglene om hvilke transparenskrav som gjelder for ulike handelssystemer, er gitt i nivå 2-regelverket.⁴ Til forskjell fra det som gjelder for aksjer mv., er det oppstilt egne krav for talebaserte handelssystemer (voice trading systems).

Handelsplassen er forpliktet til å gi SIer, som er underlagt tilsvarende pre-trade transparensforpliktelser etter MiFIR artikkel 18, tilgang til handelsplassens offentliggjøringsmekanisme, jf. MiFIR artikkel 8 nr. 3. Slik tilgang skal gis på rimelige forretningsmessige vilkår og på ikke-diskriminerende basis.

Etter MiFIR artikkel 9 kan handelsplassene gis unntak (waiver) fra plikten til å offentliggjøre

ordreinformasjon. To av unntakene svarer til unntakene som finnes for aksjer mv., nemlig unntaket for handler som er store i omfang sammenlignet med normal markedsstørrelse og unntaket for ordre som holdes i et ordrehåndteringssystem i påvente av offentliggjøring, jf. MiFIR artikkel 9 nr. 1 bokstav a. Nærmere regler er spesifisert i nivå 2-regelverket.⁵

I tillegg er det to andre hovedkategorier av unntak, nemlig unntak for bindende interessemarkeringer av en vis størrelse i request for quote (RFQ)-systemer og i talebaserte systemer, og unntak knyttet til derivater som ikke er underlagt handelsplikten etter MiFIR artikkel 28 og andre finansielle instrumenter som ikke har et likvid marked, jf. MiFIR artikkel 9 nr. 1 bokstavene b og c.

For å få unntatt bindende interessemarkeringer i RFQ-systemer og i talebaserte systemer etter MiFIR artikkel 9 nr. 1 bokstav b, må interessemarkeringen være over en viss størrelse for det aktuelle finansielle instrumentet (size specific to the financial instrument, forkortet «SSTI»). Det følger av MiFIR at terskelen skal settes slik at likviditetstilbyderen (pristilbyderen) ikke utsettes for utilbørlig risiko og slik at det tas hensyn til om den aktuelle markedsdeltakeren er ikke-profesjonell eller profesjonell investor.

Unntaket for bindende interessemarkeringer er modifisert ved at handelsplassen uansett er pålagt å offentliggjøre indikative kjøps- og salgspriser som er nær de prisene som vises for handelsinteressen i handelsplassens systemer (MiFIR artikkel 8 nr. 4). Regler om når en indikativ pris er nær prisene som vises for handelsinteressen, er presisert i nivå 2-regelverket.⁶

Når det gjelder unntaket for derivater som ikke er underlagt handelsplikt etter MiFIR artikkel 28 og andre finansielle instrumenter som ikke har et likvid marked, spesifiserer nivå 2-regelverket når et finansielt instrument ikke har et likvid marked.⁷ Nivå 2-regelverket utfyller definisjonen av likvid marked i MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt 17 bokstav a.

Etter samme mønster som for unntak fra offentliggjøring av ordreinformasjon for aksjer mv., er det krav til en waiver-prosedyre der ESMA avgir en uttalelse om et unntak er i tråd med MiFIR eller ikke, og tilsynsmyndigheten beslutter om et unntak skal gis. Tilsynsmyndigheten kan videre trekke tilbake et unntak under visse vilkår. Dette følger av MiFIR artikkel 9 nr. 2 og 3.

⁵ Kommisjonsforordning 2017/583 (RTS 2) artikkel 3 og 4.

⁶ Kommisjonsforordning 2017/583 (RTS 2) artikkel 5 nr. 2.

⁷ Kommisjonsforordning 2017/583 (RTS 2) artikkel 6 og 13.

⁴ Kommisjonsforordning 2017/583 (RTS 2) artikkel 2, jf. vedlegg 1.

Et særtrekk ved transparenskravene for obligasjoner og derivater mv., er at tilsynsmyndigheten midlertidig kan suspendere transparenskravene for en klasse av finansielle instrumenter etter MiFIR artikkel 9 nr. 4. Slik suspensjon innføres hvis det skjer et betydelig fall i likviditet i den aktuelle klassen av finansielle instrumenter. Nivå 2-regelverket oppstiller ulike grenser for henholdsvis likvide og illikvide finansielle instrumenter. Det er også presisert at beregningen av fallet i likviditeten skal ta hensyn til transaksjonene som er gjort på alle handelsplassene i EU.⁸

Det er gitt nærmere regler for hvor lenge suspensjonsperioden kan vare, samt ESMAAs rett til å uttale seg om en mulig suspensjon, i MiFIR artikkel 9 nr. 4.

4.2.4 Handelsplassers offentliggjøring av handler i obligasjoner og derivater mv. (post-trade transparens)

Handelsplasser skal offentliggjøre informasjon om handler – det vil si pris, volum og tidspunkt for en handel – i obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippkvoter og derivater som handles på en handelsplass, jf. MiFIR artikkel 10 nr. 1. Offentliggjøringen skal skje så nær sanntid som teknisk mulig.

Nivå 2-regelverket spesifiserer hvilke opplysninger som skal gis om den aktuelle handelen og hvordan den skal merkes.⁹ Reglene presiserer videre at de første tre årene etter MiFIRs ikrafttredelse skal publisering skje senest 15 minutter etter at handelen er gjennomført, deretter blir fristen kortet ned til fem minutter etter at handelen er gjennomført.¹⁰

Handelsplassen må gi verdipapirforetak som er underlagt post-trade transparensforpliktelser for obligasjoner og derivater mv., tilgang til handelsplassens offentliggjøringsmekanisme, se MiFIR artikkel 10 nr. 2. Slik tilgang skal gis på rimelige forretningsmessige vilkår og på ikke-diskriminerende basis.

Handelsplassens tilsynsmyndighet er gitt adgang til midlertidig å suspendere offentliggjøringsplikten ved et betydelig likviditetsfall i klassen av finansielle instrumenter transaksjonen omfatter, se MiFIR artikkel 11 nr. 2.

Tilsynsmyndigheten til handelsplassen kan godkjenne utsatt offentliggjøring av informasjon om handler (deferred publications). På samme

måte som for aksjer mv., kan tillatelse gis for handler som er store i omfang sammenlignet med normal markedsstørrelse i henhold til MiFIR artikkel 11 nr. 1 bokstav a. For obligasjoner og derivater mv., følger det imidlertid ytterligere muligheter for utsettelse av offentliggjøring av handler. For det første er det tillatt å utsette offentliggjøring der handelen knytter seg til et finansielt instrument eller en klasse av finansielle instrumenter som handles på en handelsplass og som ikke har et likvid marked, jf. MiFIR artikkel 11 nr. 1 bokstav b. Nivå 2-regelverket angir når et finansielt instrument har et likvid marked.¹¹

For det andre er det mulig å utsette offentliggjøringen av handler som er over en viss størrelse for det aktuelle finansielle instrumentet eller tilhørende klasse av finansielle instrumenter (SSTI-terskelen).

4.3 Forventet EØS-rett

4.3.1 Endringer i transparensregelverket for aksjer (pre-trade)

Den største endringen i reglene om pre-trade transparens for aksjer, knytter seg til reglene om suspensjon av referanseprisunntaket i MiFIR artikkel 4 nr. 1 bokstav a og unntaket for forhandlede transaksjoner i MiFIR artikkel 4 nr. 1 bokstav b punkt (i), i MiFIR artikkel 5. Mens tilsynsmyndigheten etter gjeldende regler skal suspendere nevnte unntak etter en «double volume cap», hvor begrensningen av anvendelsen av unntaket beregnes som et tak på fire prosent av handelen pr. handelsplass eller åtte prosent av handelen på alle handelsplasser i EU, skal beregningen etter ny artikkel 5 skje etter en «single volume cap» på syv prosent beregnet ut fra den totale handelen på alle handelsplasser i EU. I for-talen til forordning 2024/791 avsnitt 6 er endringen begrunnet slik:

«Dark trading is trading without pre-trade transparency, using the waiver laid down in Article 4(1), point (a), of Regulation (EU) No 600/2014 ('reference price waiver') and the waiver laid down in Article 4(1), point (b) (i), of that Regulation ('negotiated trade waiver'). The use of both waivers is capped by the double volume cap, which is a mechanism that limits the level of dark trading to a certain proportion of total trading in an equity instrument. First, the level of dark trading in an equity instru-

⁸ Kommisjonsforordning 2017/583 (RTS 2) artikkel 16.

⁹ Kommisjonsforordning 2017/583 (RTS 2) artikkel 7.

¹⁰ Kommisjonsforordning 2017/583 (RTS 2) artikkel 7 nr. 4.

¹¹ Kommisjonsforordning 2017/583 (RTS 2) artikkel 13.

ment on an individual venue is not to exceed 4 % of the total volume of trading in that instrument in the Union. When that threshold is exceeded, dark trading in that instrument on that venue is suspended. Second, the level of dark trading in an equity instrument in the Union is not to exceed 8 % of the total volume of trading in that instrument in the Union. When that second threshold is exceeded, all dark trading under both waivers in that instrument is suspended. The first threshold, namely the venue-specific threshold, leaves room for the continued use of those waivers on other venues on which trading in that equity instrument is not yet suspended, until the second threshold, namely the Union-wide threshold, is exceeded. That makes monitoring the levels of dark trading and enforcing the suspension more complex. To simplify the double volume cap while keeping its effectiveness, the new single volume cap should rely solely on a Union-wide threshold set at 7 %, which should apply only to trading under the reference price waiver and not to trading under the negotiated trade waiver.»

Etter MiFIR artikkel 5 ny nr. 1 er det ikke lenger tilsynsmyndighetene, men handelsplassene selv, som skal suspendere sin bruk av unntaket i MiFIR artikkel 4 nr. 1 bokstav a (referanseprisunntaket), dersom prosentandelen av handelen som er gjennomført i et finansielt instrument i unionen i medhold av unntaket, overstiger 7 prosent av det totale volumet for handel med det finansielle instrumentet i unionen. Handelsplassene skal basere sin beslutning om å suspendere bruken av unntaket på data som ESMA offentliggjør, i samsvar med nærmere regler i MiFIR artikkel 5 ny nr. 4. Beslutningen skal treffes senest to arbeidsdager etter offentliggjøringen av disse opplysningene og for en periode på tre måneder (mot seks måneder i dagens regelverk). Etter dagens regelverk skal ESMA offentliggjøre slike rapporter månedlig. Dette reduseres til kvartalsvis rapportering. Videre oppheves kravene i MiFIR artikkel 5 nr. 5 og nr. 6 om ekstra rapportering fra ESMA dersom handel under et unntak nærmer seg grensen.

ESMA skal begynne å offentliggjøre de kvartalsvise rapportene 29. september 2025, som også er tidspunktet den nye volumgrensen skal gjelde fra, jf. MiFIR artikkel 5 ny nr. 8.

Operatører av handelsplasser skal fortsatt ha systemer og prosedyrer som skal gjøre det mulig å identifisere alle handler som finner sted på

deres handelsplass, jf. MiFIR artikkel 5 nr. 7. Reglene skal sikre et pålitelig grunnlag for overvåking av handler som foregår i henhold til «single volume cap»-unntaket og for å fastslå hvorvidt «single volume cap»-grensen er overskredet.

ESMA skal utarbeide nivå 2-regelverk som presiserer metoden, inkludert flaggmerking av transaksjoner for innsamling, beregning og offentliggjøring av transaksjonsopplysninger i henhold til MiFIR artikkel 5 nr. 4, for å gi en nøyaktig måling av det totale handelsvolumet per finansielt instrument og prosentandelene av handelen som gjøres i henhold til unntaket, se MiFIR artikkel 5 nr. 9.

Videre skal ESMA innen 29. september 2027, og hvert år deretter, vurdere volumgrensen ut fra hensynet til finansiell stabilitet, internasjonale standarder, bedrifters konkurransevne, betydningen av markedseffekten og effektiviteten i prisdannelsen. Vurderingen skal sendes til Kommissjonen som får fullmakt til å justere volumgrensen, se MiFIR artikkel 5 nr. 10 annet ledd.

Reglene om volumgrense skal heretter kun gjelde for unntaket for referansepris i MiFIR artikkel 4 nr. 1 bokstav a. Reglene om volumgrense skal således ikke lenger gjelde for unntaket for forhandlede transaksjoner i likvide instrumenter der prisen er gjort innenfor volumvektet spread i MiFIR artikkel 4 nr. 1 bokstav b (i).

Videre endres definisjonen av «likvid marked» for aksjer mv., i MiFIR artikkel 2 nr. 17 bokstav b. Definisjonen har bl.a. annet betydning for når unntaket fra offentliggjøring av ordreinformasjon om forhandlede transaksjoner i MiFIR artikkel 4 nr. 1 bokstav b (ii) kan benyttes. Under dagens regelverk er et av kravene til «likvid marked» at instrumentet har tilstrekkelig «fri flyt», eller spredning i eierskap, dvs. at en tilstrekkelig andel av aksjene ikke er «låst» til en eller flere store eiere. Dette vilkåret erstattes med det finansielle instrumentets «egenkapitalverdi». Årsaken til endringen er at «fri flyt» ofte er vanskelig å definere, mens egenkapitalverdien kan leses rett ut av markedet til enhver tid. Dagens definisjon vil gjelde frem til nytt nivå-2 regelverk er på plass.¹²

4.3.2 Endringer i transparensregelverket for obligasjoner, strukturerte finansielle produkter og utslippskvoter (pre-trade)

Det gjøres flere endringer i MiFIR artikkel 8 som omhandler pre-trade transparens for obligasjoner

¹² Se Commission Notice C/2024/2557

mv. Derivatene løftes ut av bestemmelsen og inn i en egen bestemmelse i MiFIR ny artikkel 8a om pre-trade transparenskrav for derivater. Pre-trade transparenskrav for pakkeordre (package orders) skilles samtidig ut i en egen bestemmelse i MiFIR ny artikkel 8b, se omtale i kapittel 4.3.3 flg.

Etter gjeldende regler gjelder pre-trade transparenskravet uavhengig av hvilket handelssystem som benyttes. Ifølge fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 7 favner reglene unødvendig vidt:

«Article 8 of Regulation (EU) No 600/2014 sets out pre-trade transparency requirements for market operators and investment firms operating a trading venue in respect of non-equity instruments, regardless of the trading system. The benefits of those requirements have been clear for such market operators and investment firms that operate a central limit order book or a periodic auction trading system, where bids and offers are anonymous, firm and truly multi-lateral. Other trading systems, in particular voice trading and request-for-quote systems, provide requestors with tailor-made quotes, which have marginal informational value to other market participants. To reduce the regulatory burden imposed on such market operators and investment firms and to simplify the applicable waivers, the requirement to publish firm or indicative quotes should apply only to central limit order books and periodic auction trading systems. In order to accommodate for limiting the pre-trade transparency to central limit order books and periodic auction trading systems, the requirements applicable to waivers as referred to in Article 9 of Regulation (EU) No 600/2014 should be amended. The waiver that is available above a size specific to the financial instrument for request-for-quote systems and for voice trading systems should be removed.»

Etter MiFIR endret artikkel 8 skal kun handelsplasser som benytter seg av et sentralt ordreboksystem eller et periodisk auksjonshandelssystem, offentliggjøre aktuelle kjøps- og salgspriser og ordredybden ved disse prisene, som vises i deres systemer for obligasjoner, strukturerte finansielle produkter og utslippskvoter. Opplysningene skal løpende stilles til rådighet for offentligheten innenfor normal åpningstid. Transparenskravene tilpasses de ulike typene handelssystemer. Det gjøres imidlertid ikke endringer i innholdet i kravene. Unntak fra transparenskravene behandles i kapittel 4.3.4.

4.3.3 Endringer i transparensregelverket for derivater (pre-trade)

Virkeområdet for transparensreglene for derivater endres. Etter dagens regler faller derivater inn under transparensregimet for «non-equities». Transparensregimet for disse finansielle instrumentene beror på hvorvidt instrumentene er handlet på handelsplass eller ikke. For visse typer derivater har dette vist seg vanskelig på grunn av at derivatene er lite fungible og mangler egnede identifiserbare referansedata. På denne bakgrunn fremholder fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 8, at transparenskrav knyttet til derivater ikke lenger bør bero på om derivatet er handlet på handelsplass eller ikke, men heller knytte seg til derivatets karakteristika:

«The derivatives should be subject to the transparency requirements regardless of whether they are traded on or off venue. The transparency requirements should apply to derivatives that are sufficiently standardised for the data published in relation to them to be meaningful for market participants beyond the contracting parties.»

Dette innebærer ifølge fortalen at børshandlede derivater fortsatt skal være gjenstand for transparenskrav. For handel i andre derivater stilles det krav til transparens dersom derivatet faller inn under clearingplikten i forordning EU/648/2012 (EMIR), ettersom en viss grad av standardisering er en forutsetning for clearing. Transaksjoner som anses uegnet for clearingplikt, slik som konserninterne transaksjoner, blir ikke underlagt transparenskravene.

Endringen medfører at derivater tas ut av transparensbestemmelsene knyttet til «non-equities» og inn i en egen bestemmelse i MiFIR ny artikkel 8a. Etter artikkel 8a nr. 1 skal markedsoperatorer som driver et regulert marked med et ordreboksystem eller et periodisk auksjonshandelssystem, offentliggjøre alle aktuelle kjøps- og salgspriser samt ordredybden ved disse prisene, som kunngjøres gjennom deres systemer for børshandlede derivater. Opplysningene skal stilles til rådighet for offentligheten innenfor normal åpningstid.

Andre derivater, det vil si derivater som ikke er børshandlede derivater og som er denominert i nærmere angitte valutaer, skal være underlagt de samme transparenskravene der de faller inn under virkeområdet til clearingplikten etter EMIR, se MiFIR artikkel 8a nr. 2 bokstav a. Det

inntas samtidig en definisjon av OTC-derivater i MiFIR artikkel 2 nr. 32a, som viser til definisjonen av OTC-derivater i EMIR.

Fortalen avsnitt 8 fremholder at nylige markedsbegivenheter har vist at manglende transparens i visse typer «credit default swaps» (CDS) som refererer seg til globale, systemviktige banker eller til en indeks som omfatter slike banker, kan øke spekulasjonen rundt slike bankers kredittverdighet. Det innføres derfor særskilte regler for denne typen derivater. CDSer skal således være underlagt transparenskrav hvis de cleares sentralt, selv om de ikke er underlagt clearingplikt, se MiFIR artikkel 8a nr. 2 bokstav b og c.

Videre følger det av MiFIR artikkel 8a nr. 3 at transparenskravene i nr. 1 og 2, skal tilpasses til ulike typer handelsplasser.

Kommisjonen gis fullmakt til å endre betingelsene for å fastslå hvilke derivater som skal være underlagt transparenskravene, dersom utviklingen i markedet krever det, jf. MiFIR artikkel 8a nr. 4.

Pre-trade transparenskrav for pakkeordre (package orders) inngikk i tidligere MiFIR artikkel 8, men er nå skilt ut i en egen bestemmelse i MiFIR ny artikkel 8b.

Etter den nye bestemmelsen skal handelsplasser som benytter seg av et ordreboksystem eller et periodisk auksjonshandelssystem, offentliggjøre aktuelle kjøps- og salgskurser og markedsdybden ved disse prisene. Informasjonen kunngjøres via handelsplassens systemer for pakkeordre som består av obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter og derivater. Opplysningene skal løpende stilles til rådighet for offentligheten innenfor normal åpningstid. Transparenskravene tilpasses de ulike typer handelssystemene.

4.3.4 Unntak for obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter, derivater og pakkeordre

MiFIR artikkel 9 gir fortsatt felles regler om tilsynsmyndigheters mulighet til å gjøre unntak fra transparensforpliktelsene for obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter, derivater og pakkeordre, se artikkel 9 nr. 1. Bestemmelsen justeres for å reflektere endringene omtalt i kapittel 4.3.2 og 4.3.3. Unntak som ikke lenger er aktuelle, oppheves, og ordlyden i bestemmelsen tilpasses at derivatene og pakkeordre er skilt ut i egne bestemmelser.

Definisjonen av et «likvid marked» i relasjon til MiFIR artikkel 9, 11 og 11a i MiFIR artikkel 2 nr. 17 a endres. Endringen har betydning for

anvendelsen av unntaket for situasjoner der det ikke finnes et likvid marked i artikkel 9 nr. 1 bokstav c. Endringen kan få betydning for både pre- og post-trade transparens for enkeltinstrumenter, og hvorvidt de havner i kategorien for likvid eller ikke-likvid. I motsetning til tidligere definisjon, skiller den nye definisjonen mellom markedet for obligasjoner og markedet for strukturerte finansielle produkter og utslippskvoter. Om markedet for obligasjoner er «likvid» avgjøres etter ny definisjonen kun ut fra om det på kontinuerlig basis er parate og villige kjøpere, der markedet vurderes ut fra størrelsen på obligasjonsutstedelsen. Etter tidligere definisjon skulle det også tas hensyn til antall og størrelse på transaksjoner, gjennomsnittlig spread og antall og type deltakere i markedet. For øvrige instrumenter opprettholdes definisjonen, med den endring at det i tillegg til allerede fastsatte momenter, skal tas hensyn til størrelsen på utstedelsen der det er relevant.

Som en konsekvens av endringene i MiFIR artikkel 9, må også nivå 2-regelverket om transparens for obligasjoner, strukturerte produkter, utslippskvoter og derivater endres. ESMA har derfor sendt forslag til endringer i kommisjonsforordning 2017/583 (RTS 2) på høring. Endringene omfatter transparensregimet for obligasjoner, strukturerte produkter og utslippskvoter. ESMA planlegger å sende forslag til endringer i nivå 2-regelverket om transparens for derivater på høring i fjerde kvartal 2024.

4.3.5 Post-trade transparens for obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter og derivater

Ordlyden i MiFIR artikkel 10 nr. 1 om post-trade transparens justeres for å reflektere at derivater er skilt ut i en egen gruppe instrumenter. Reglene gjelder imidlertid uendret for både obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter og derivater som omfattes av MiFIR ny artikkel 8a.

Det innføres en ny bestemmelse i MiFIR artikkel 10 nr. 3 som presiserer at opplysningene skal stilles til rådighet for hver komponent i en pakke-transaksjon så tett på realtid som teknisk mulig, sett hen til behovet for å allokere priser til bestemte finansielle instrumenter. Komponentene skal merkes, slik at det fremgår at de tilhører en pakke. Såfremt en komponent i en pakke-transaksjon oppfyller krav om utsatt offentliggjøring, jf. MiFIR artikkel 11 eller 11a, skal opplysningene om komponenten gjøres tilgjengelige når utsettelsesperioden for transaksjonen utløper.

4.3.6 Regimet for utsatt offentliggjøring for obligasjoner, strukturerte finansielle produkter og utslippkvoter

4.3.6.1 Endringer i utsettelsesregimet

Utsettelsesregimet for derivater skiller ut i en egen bestemmelse i MiFIR ny artikkel 11a, se omtale i kapittel 4.3.7. Reglene om utsatt offentliggjøring for obligasjoner, strukturerte finansielle produkter og utslippkvoter endres også på flere punkter. Begrunnelsen for endringene fremkommer i fortalet til forordning 2024/791 avsnitt 9 og 10.

Etter MiFIR artikkel 11 har det vært overlatt til nasjonale tilsynsmyndigheters skjønn å fastsette tidsintervallet for den utsatte offentliggjøringen, samt detaljene rundt transaksjonen som skal utsettes. Fortalen avsnitt 9 fremholder at dette har ført til en uensartet praksis blant medlemsstatene og gjort transparensregimet ineffektivt og komplekst. For å sikre transparens for alle investorer, harmoniseres utsettelsesregimet på unionsnivå.

Etter MiFIR ny artikkel 11 skal ikke lenger nasjonale tilsynsmyndigheter gi tillatelse til utsatt offentliggjøring. Utsettelse vil heretter kunne besluttes av den relevante handelsplassen etter fullharmoniserte regler gitt i MiFIR artikkel 11 og i nivå-2 regelverket. Tilsynsmyndighetene har fremdeles myndighet til å tillate utsatt offentliggjøring for statsgjeld, se omtale i kapittel 4.3.6.2.

Etter MiFIR artikkel 11 nr. 1 skal markedsoperatører og verdipapirforetak som driver en handelsplass, gi klare opplysninger om ordningene for utsatt offentliggjøring til markedsdeltakerne og offentligheten. ESMA skal overvåke bruken av disse ordningene og avgi en rapport om bruken til Kommisjonen annet hvert år.

Fortalen avsnitt 10 omtaler den nærmere innretningen av utsettelsesregimet:

«To ensure an adequate level of transparency, the price and the volume of transactions executed in respect of bonds, structured finance products and emission allowances should be made public as close to real time as technically possible. In order not to expose liquidity providers in such transactions to undue risk, it should be possible to defer the publication of certain details of the transactions. The categories of transactions for which deferrals are allowed should be determined taking into account the size of the transactions and the liquidity of the financial instruments concerned. The exact details of the deferral regime should be determined by means of regulatory technical standards, which should be regularly reviewed

in order to gradually decrease the applicable deferral duration. For the purpose of having a more stable transparency regime, a static determination of liquidity for bonds, structured finance products and emission allowances, or classes thereof, is needed. ...»

Mye av reguleringen for utsettelsesregimet vil gis i nivå-2 regelverket. MiFIR artikkel 11 nr. 1a gir imidlertid overordnede regler for ordningene for utsatt offentliggjøring for *obligasjoner og relevante underklasser*. Etter bestemmelsen skal ordningen tilrettelegges ved bruk av fem standardkategorier:

- Kategori 1: mellomstore transaksjoner i et finansielt instrument hvor det er et likvid marked
- Kategori 2: mellomstore transaksjoner i et finansielt instrument hvor det ikke er et likvid marked
- Kategori 3: store transaksjoner i et finansielt instrument hvor det er et likvid marked
- Kategori 4: store transaksjoner i et finansielt instrument hvor det ikke er et likvid marked
- Kategori 5: svært store transaksjoner

Som nevnt i kapittel 4.3.4 gis det en ny definisjon av likvid marked i artikkel 2 nr. 17 bokstav a som, i motsetning til tidligere definisjon, skiller mellom markedet for obligasjoner og markedet for strukturerte finansielle produkter og utslippkvoter.

Ordningene for utsatt offentliggjøring for *strukturerte finansielle produkter og utslippkvoter og relevante underklasser*, skal i sin helhet utarbeides i henhold til nivå 2-regelverk som skal etableres i samsvar med bestemmelsens nr. 4 bokstav g.

Alle transaksjonsopplysninger skal offentliggjøres på individuelt grunnlag når perioden for utsatt offentliggjøring utløper. Dette gjelder både for obligasjoner og for strukturerte finansielle produkter og utslippkvoter.

Etter MiFIR ny artikkel 11 nr. 2 første ledd kan tilsynsmyndigheten midlertidig suspendere forpliktelsene i MiFIR artikkel 10 dersom likviditeten til en klasse av obligasjoner, strukturerte finansielle produkter eller utslippkvoter faller under terskelen som er fastsatt i henhold til beregningsmetoden i MiFIR artikkel 9 nr. 5 bokstav a. Regelen skal gi anledning til lengre utsatt offentliggjøring av transaksjoner for den aktuelle aktivaklassen når likviditeten har falt, og det kan være behov for lengre utsatt offentliggjøring for ikke å redusere aktørenes evne til å avlaste risiko de har på egen bok. Terskelen skal fastsettes på grunnlag av objektive kriterier som er spesifikke for markedet for det aktuelle finansielle instrumentet. En slik midlertidig suspensjon skal publi-

seres på tilsynsmyndighetens nettsted og skal varsles til ESMA, som publiserer den midlertidige suspensjonen på sitt nettsted.

Etter MiFIR ny artikkel 11 nr. 2 tredje ledd kan ESMA forlenge den maksimale varigheten på utsettelse som er fastsatt i nivå 2-regelverket i henhold til MiFIR artikkel 11 nr. 4 bokstav f og g, i nødstilfeller. Nødstilfeller innebærer for eksempel en betydelig skadelig effekt på likviditeten til en obligasjonsklasse, et strukturert finansielt produkt eller utslippskvoter som handles i unionen. ESMA skal rådføre seg med tilsynsmyndigheten som er ansvarlig for å føre tilsyn med en eller flere handelsplasser der det aktuelle finansielle instrumentet handles, før beslutning om utvidelse treffes. Utvidelsen skal deretter publiseres på ESMA's nettsider.

Vedtak etter MiFIR artikkel 11 nr. 2 annet og tredje ledd skal være gyldig i en periode som ikke overstiger tre måneder fra datoen for publisering på nettstedet til tilsynsmyndigheten eller ESMA. Suspensjonen eller den utvidede varigheten på en utsettelse, kan fornyes for ytterligere perioder som ikke overstiger tre måneder av gangen, dersom grunnen til suspensjonen eller utvidelsen fortsatt gjør seg gjeldende.

Før nasjonal tilsynsmyndighet suspenderer plikten til å gi opplysninger, eller fornyer suspensjonen, skal tilsynsmyndigheten varsle ESMA, samt gi en begrunnelse. ESMA skal snarest mulig avgi en uttalelse til tilsynsmyndigheten om hvorvidt suspensjonen er begrunnet i samsvar med MiFIR artikkel 11 nr. 2 første og fjerde ledd.

Etter MiFIR artikkel 11 nr. 4 skal det utarbeides et omfattende nivå 2-regelverk om utsatt offentliggjøring for obligasjoner, strukturerte finansielle produkter og utslippskvoter. ESMA har sendt forslag til endring av RTS 2 på høring. Det vises til omtale av høringene av nivå 2-regelverket i kapittel 1.5.

4.3.6.2 Særskilt om statsgjeld

Tilsynsmyndigheten har etter MiFIR artikkel 11 nr. 3 fremdeles myndighet til å tillate utsatt offentliggjøring for statsgjeld som er utstedt av medlemsstaten til den aktuelle tilsynsmyndigheten. Slik utsatt offentliggjøring gjelder i tillegg til utsatt offentliggjøring etter MiFIR artikkel 11 nr. 1 og omfatter:

1. Utelatelse av offentliggjøring av volumet til en individuell transaksjon for en lengre periode som ikke overstiger seks måneder, eller
2. Utelatelse av offentliggjøring av detaljene for flere aggregerte transaksjoner for en lengre periode som ikke overstiger seks måneder

For transaksjoner i statsgjeldsinstrumenter som ikke er utstedt av en medlemsstat, kan ESMA fatte vedtak om lengre utsatt offentliggjøring i henhold til MiFIR artikkel 11 nr. 3 annet ledd.

Når utsettelsesperioden utløper, skal alle detaljene om transaksjonen publiseres på individuelt grunnlag.

ESMA skal publisere en liste over utsettelser som er tillatt i henhold til MiFIR artikkel 11 nr. 3 første og annet ledd, på sitt nettsted. ESMA skal overvåke anvendelsen av MiFIR artikkel 11 nr. 3 første og annet ledd, og skal annet hvert år avgi en rapport til Kommisjonen om hvordan bestemmelsen brukes i praksis.

ESMA skal i nivå 2-regelverk, spesifisere kriteriene som benyttes når transaksjonsstørrelse- og type skal bestemmes etter MiFIR artikkel 11 nr. 3, jf. MiFIR artikkel 11 nr. 4 bokstav h.

4.3.7 Regimet for utsatt offentliggjøring for derivater

Som nevnt i kapittel 4.3.6.1 er derivater skilt ut i et eget utsettelsesregime i MiFIR ny artikkel 11a. Etter bestemmelsen kan markedsoperatører og verdipapirforetak som driver en handelsplass, utsette offentliggjøring av transaksjonsdetaljer, inkludert pris og volum, for børshandlede derivater og OTC-derivater som omfattes av MiFIR artikkel 8a nr. 2.

De samme fem standardkategoriene som gjelder for utsatt offentliggjøring for obligasjoner, gjelder for utsatt offentliggjøring for derivater, se MiFIR artikkel 11a nr. 1 bokstav a til e.

Når perioden for utsatt offentliggjøring utløper, skal alle transaksjonsdetaljer offentliggjøres på individuelt grunnlag.

Bestemmelsen har regler om nasjonale tilsynsmyndigheters adgang til å suspendere forpliktelsene til å offentliggjøre informasjon etter artikkel 10 og om ESMA's adgang til å forlenge maksimal tid for utsettelse i nødstilfeller som svarer til bestemmelsene i artikkel 11. Utvalget viser til redegjørelsen i kapittel 4.3.6.1.

Etter MiFIR artikkel 11a nr. 3 skal det utarbeides nivå 2-regelverk om utsatt offentliggjøring for derivater. ESMA planlegger å sende forslag til slikt regelverk på høring i fjerde kvartal 2024.

4.4 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at hensikten med innføringen av MiFIR var at transparensregelverket skulle bli fullharmonisert på alle nivåer. Regelverket har på

noen områder vist seg å være uhensiktsmessig og tungvint. Endringene tar sikte på å forenkle en del av de tungvinte prosessene. For eksempel vil overgangen fra dobbel til enkel «volume cap» medføre færre kalkulasjoner og være enklere å forholde seg til både for aktørene, nasjonale tilsynsmyndigheter og for ESMA. Også transparensregelverket for instrumenter som ikke er egenkapitalinstrumenter («non-equity»-instrumenter) gjennomgår visse forenklinger. Først og fremst vil harmoniseringen av regelverket for utsatt offentliggjøring redusere nasjonale tilsynsmyndigheters anledning til å etterkomme sær-

egenheter i sine lokale markeder. Detaljene i regelverket vil komme i kommisjonsforordninger. Status for utarbeidelsen av disse er omtalt i kapittel 1.5. Det er utvalgets vurdering at det vil være en fordel for det norske markedet at reglene om transparens trer i kraft tett opp til tidspunktet når reglene får anvendelse i EU. Utvalget bemerker at det vil kunne skape usikkerhet blant utstedere, investorer og andre interessenter i det norske markedet om sentrale regler for markedets funksjon og virkemåte over tid skulle avvike fra reglene i resten av Europa.

Kapittel 5

Transparensregelverket for verdipapirforetak, herunder systematiske internaliserere

5.1 Gjeldende EU-rett (MiFIR før forordning 2024/791)

5.1.1 Systematiske internalisereres offentliggjøring av kurser i aksjer mv. (pre-trade transparens)

Pre-trade transparenskrav gjelder for verdipapirforetak som er SI, jf. MiFIR artikkel 14 flg. Det gjelder transparenskrav for de kurser en SI stiller for aksjer mv. som de er SI for, på samme måte som for handelsplasser.

Sler er pålagt å offentliggjøre forpliktende kurser hvis det er et likvid marked for det aktuelle instrumentet, jf. MiFIR artikkel 14 nr. 1. Er det et illikvid marked for det aktuelle finansielle instrumentet, må Slen på forespørsel oppgi kurser til kunder, se MiFIR artikkel 14 nr. 1 annet ledd.

Kravene gjelder kun ved handel opp til standard markedsstørrelse (standard market size) for det aktuelle finansielle instrumentet, jf. MiFIR artikkel 14 nr. 2. Nivå 2-regelverket spesifiserer hva som menes med standard markedsstørrelse.

Videre er Sler pålagt å gi bindende toveis priser (det vil si ett eller flere bindende kjøps- og salgstilbud) for det aktuelle finansielle instrumentet, se MiFIR artikkel 14 nr. 3. Ethvert tilbud skal være minimum 10 prosent av standard markedsstørrelse for en klasse av finansielle instrumenter. Hvordan finansielle instrumenter grupperes i ulike klasser, og hva som menes med standard markedsstørrelse for en klasse av finansielle instrumenter, er presisert i MiFIR artikkel 14 nr. 4 og nr. 5, samt i nivå 2-regelverket.

Kursene skal reflektere gjeldende markedsforhold for det aktuelle finansielle instrumentet, se MiFIR artikkel 14 nr. 3 siste setning. Regler for hva som er gjeldende markedsforhold er gitt i nivå 2-regelverket.

Sler skal publisere kurser regelmessig og kontinuerlig i løpet av alminnelig åpningstid, se MiFIR artikkel 15 nr. 1. Kursene må være til-

gjengelig til alle tider i løpet av det Slen har angitt som sin alminnelige åpningstid.

MiFIR artikkel 17 nr. 3 bokstav a fastsetter at publisering kan skje ved bruk av ordningene til et regulert marked som har opptatt det aktuelle finansielle instrumentet til handel, via en APA eller gjennom egne ordninger. Nivå 2-regelverket presiserer kravene til selve publiseringen, samt ytterligere krav til SIens publiseringsordning.

Kursene kan som utgangspunkt oppdateres når som helst, men bare trekkes tilbake ved ekstraordinære markedsforhold, jf. MiFIR artikkel 15 nr. 1.

Sler som handler i størrelser opp til standard markedsstørrelse, er i tillegg til ovenstående krav underlagt regler om utførelse av kundeordre og tilgang til kurser etter MiFIR artikkel 15 og artikkel 17, jf. MiFIR artikkel 14 nr. 2.

Sler er som hovedregel forpliktet til å utføre kundeordre i finansielle instrumenter de er Sler for, til de kurser som er gitt på tidspunktet ordrene blir mottatt, se MiFIR artikkel 15 nr. 2 første ledd. Presiserende regler for utførelse av kundeordre fremgår av MiFIR artikkel nr. 2 annet ledd og artikkel 15 nr. 3 og 4, samt av nivå 2-regelverket.

Det er opp til Slen å bestemme hvilke klienter som får tilgang til foretakets kurser, så lenge avgjørelsen er basert på SIens forretningsplan og fattes på en objektiv og ikke-diskriminerende måte, jf. MiFIR artikkel 17 nr. 1. Det er også en viss adgang til å begrense antallet transaksjoner Sler velger å inngå med én og samme kunde til de aktuelle prisene og med ulike kunder på samme tidspunkt, se MiFIR artikkel 17 nr. 2 og 3. Adgangen til å begrense antallet transaksjoner som inngås, er presisert i nivå 2-regelverket.

5.1.2 Systematiske internalisereres offentliggjøring av kurser i obligasjoner mv. (pre-trade transparens)

Verdipapirforetak som er SI, er etter MiFIR artikkel 18 nr. 1 pålagt transparenskrav for «non-

equity»-instrumentene som de er SI for. Kravene svarer, med enkelte justeringer, til kravene som gjelder for aksjer mv. I motsetning til det som gjelder for aksjer mv., gjelder offentliggjøringsplikten kun hvis en kunde har bedt SIen om å stille en kurs og SIen aksepterer å stille en kurs, se MiFIR artikkel 18 nr. 1. Der marked for det aktuelle finansielle instrumentet er illikvid, skal SIen på forespørsel oppgi kurser til sine kunder dersom SIen aksepterer å stille en kurs, jf. MiFIR artikkel 18 nr. 2. SIer kan unntas fra forpliktelsen til å oppgi kurser i et illikvid instrument til andre kunder hvis vilkårene i MiFIR artikkel 9 nr. 1 er til stede, dvs. at SIer for illikvide instrumenter har samme unntaksmuligheter som handelsplassene.

5.2 Forventet EØS-rett

5.2.1 Systematiske internaliseres offentliggjøring av kurser i aksjer mv. (pre-trade transparens)

Formålet med å stille krav om pre-trade transparens for SIer, er å styrke prisdannelsesprosessen og opprettholde like konkurransevilkår mellom handelsplasser og SIer. Vilråene som er satt i MiFIR artikkel 14 har imidlertid bidratt til at reglene om pre-trade transparens for SIer ikke har fungert fullt ut etter sin hensikt. Særlig gjelder dette regelen om at SIer selv kan bestemme for hvilke størrelser på bud de vil stille priser, forutsatt at de angir en pris på en minstepørrelse på bud på minst 10 prosent av den normale markedsstørrelsen. Dette har ført til at svært små volumer er kvotert. I fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 13 omtales behovet for endringer slik:

«In order to reinforce the price formation process and to maintain a level playing field between trading venues and systematic internalisers, Article 14 of Regulation (EU) No 600/2014 requires systematic internalisers to make public all quotes in equity instruments where those systematic internalisers deal in sizes of up to the standard market size. Systematic internalisers are free to decide at which sizes they quote, provided that they quote at a minimum size of 10 % of the standard market size. That possibility, however, has led to very low levels of pre-trade transparency provided by systematic internalisers in equity instruments, and has hampered the achievement of a level playing field. It is therefore necessary to require systematic internalisers to make public firm quotes on the basis of a minimum quote

size to be determined by means of regulatory technical standards. ...»

MiFIR artikkel 14 nr. 2 og 3 endres derfor slik at regelen om at SI kun må stille forpliktende priser for bud på en minstepørrelse på minst 10 prosent av den normale markedsstørrelsen, oppheves. Etter artikkel 14 nye nr. 2 og 3 skal plikten til å stille priser heretter fastsettes i nivå 2-regelverket.

Ved utarbeidelsen av nivå 2-regelverket skal ESMA ta hensyn til målet om å øke pre-trade transparensen for aksjer mv. til fordel for sluttinvestor, søke å opprettholde like konkurransevilkår mellom handelsplasser og SIer, gi sluttinvestor et tilstrekkelig utvalg av handelsalternativer, samt sikre at miljøet for handel i unionen forblir attraktivt og konkurransedyktig både nasjonalt og internasjonalt, jf. fortalen avsnitt 13.

For å øke SIenes konkurransevne endres MiFIR artikkel 17a nr. 2, slik at SIer vil ha adgang til å matche ordre av enhver størrelse på midtpunktet (midt i spreaden), jf. fortalen avsnitt 13. Videre innføres det en ny bestemmelse i MiFIR artikkel 17a nr. 1 om minste kursendringer (tick sizes). Etter bestemmelsen skal SIers kurser, herunder prisforbedringer på disse kursene, samt utførelsespriser, overholde regler om minste kursendringer i samsvar med MiFID II artikkel 49. Bestemmelsen innebærer at SIer må forholde seg til en tick-size tabell på samme måte som regulerte markeder og multilaterale handelsfasiliteter må. ESMA skal utarbeide nivå 2-regelverk innen 29. mars 2025.

MiFIR artikkel 15 om utførelse av kundeordre endres ved at SIer blir pålagt å etablere transparente, ikke-diskriminerende og objektive kriterier for effektiv utførelse av kundeordre. Reglene om SIers systemer styrkes ved at det fastsettes at SIene skal ha ordninger som sikrer forsvarlig styring av tekniske operasjoner, herunder etablering av effektive beredskapsordninger for å håndtere risiko for systemforstyrrelser, se MiFIR artikkel 15 nr. 1 nytt tredje ledd.

MiFIR artikkel 15 nr. 1 annet ledd fastsetter at medlemsstatene skal pålegge SIer å melde fra til sin tilsynsmyndighet om at de oppfyller kravene til å være SI. Slik melding skal videresendes til ESMA som etablerer en liste over alle SIer i unionen. Bestemmelsen endres ved at ESMA skal utarbeide nivå 2-regelverk for å spesifisere denne meldingens innhold og format, se MiFIR artikkel 15 ny nr. 5. Nivå 2-regelverket skal forelegges Kommisjonen innen 29. mars 2025.

Det gjøres endringer i MiFIR artikkel 16 om tilsynsmyndighetenes forpliktelser. Kravet om at til-

synsmyndighetene skal kontrollere at Sler overholder de fastsatte vilkårene for prisforbedringer i MiFIR artikkel 15 nr. 2, gjelder fremdeles. Kravet om at tilsynsmyndighetene skal påse at Slene regelmessig ajourfører offentliggjorte kjøps- og salgskurser i henhold til MiFIR artikkel 14, fjernes. Det innføres imidlertid et nytt krav om at tilsynsmyndighetene skal påse at Sler overholder kravene til utførelse av kundeordre etter MiFIR artikkel 15 nr. 1.

5.2.2 Systematiske internaliseres offentliggjøring av kurser i obligasjoner mv. (pre-trade transparens)

MiFIR artiklene 18 og 19 fastsetter krav til pre-trade transparens for Sler som gir faste eller indikative kurser til sine kunder for obligasjoner mv. Disse kursene er tilpasset individuelle kunder og har i henhold til fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 14, marginal informasjonsverdi for øvrige kunder. På bakgrunn av dette fjernes kravet om pre-trade transparens for obligasjoner mv. Sler kan imidlertid fremdeles oppfylle kravene til pre-trade transparens på frivillig basis, for eksempel for å imøtekomme behovene til sine ikke profesjonelle kunder, jf. fortalen avsnitt 14.

5.2.3 Endringer i reglene om verdipapirforetaks plikt til å offentliggjøre post-trade informasjon

Etter gjeldende rett er alle verdipapirforetak – ikke bare Sler – underlagt regler om offentliggjøring av post-trade informasjon når de gjennomfører handler utenfor en handelsplass i finansielle instrumenter som handles på en handelsplass. Reglene fremgår av MiFIR artikkel 20 (aksjer mv.) og 21 (obligasjoner mv.) og tilhørende nivå 2-regelverk (RTS 1 (for aksjer mv.) og RTS 2 (for obligasjoner mv.)). Offentliggjøring av post-trade informasjon skal skje gjennom en APA. Reglene er i stor grad basert på de tilsvarende reglene som gjelder for handelsplasser, herunder reglene om utsatt offentliggjøring.

Det gjøres endringer i reglene om verdipapirforetaks plikt til å offentliggjøre post-trade informasjon som i hovedsak svarer til tilsvarende endringer for handelsplassene, (se kapittel 4.3. MiFIR artikkel 20 (aksjer mv.) får et tillegg i ny nr. 1a, hvor det presiseres at post-trade informasjonen skal publiseres én gang for hver transaksjon gjennom en enkelt APA (tilsvarende som etter gjeldende regler for obligasjoner mv.). Reglene om verdipapirforetaks plikt til å offentlig-

gjøre post-trade informasjon for obligasjoner mv. i MiFIR artikkel 21 endres på samme måte som reglene for handelsplassene, herunder reglene om utsatt offentliggjøring, se kapittel 4.2.4. Virkeområdet for handler i OTC-derivater endres som omtalt i MiFIR ny artikkel 8a nr. 2, se kapittel 4.3.3. Reglene om utsatt offentliggjøring viser til endrede bestemmelser i artikkel 11 og 11a, se kapittel 4.3.6. Dette innebærer blant annet at verdipapirforetak kan benytte de samme nye ordningene for utsatt offentliggjøring som handelsplasser kan benytte.

5.3 Utpekt publiseringsenhet (Designated Publishing Entity)

5.3.1 Gjeldende EU-rett (MiFIR før forordning 2024/791)

Dersom en part i en transaksjon er en SI, må Slen rapportere transaksjonen til en APA, mens motparten ikke er forpliktet til å gjøre dette. Dette følger av MiFIR artikkel 20 nr. 1 (aksjer mv.) og artikkel 21 nr. 1 (obligasjoner mv.).

5.3.2 Forventet EØS rett

Regelen om at SI må rapportere transaksjoner til en APA har ført til at mange verdipapirforetak har valgt å bli SI for å kunne rapportere handler for sine kunder, uten at foretaket handler på en systematisk måte for egen regning. Reglene har i henhold til fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 15, påført disse verdipapirforetakene uforholdsmessige krav. På denne bakgrunn innfører MiFIR ny artikkel 21a regler om en ny type rolle som *utpekt publiseringsenhet* (Designated Publishing Entity), slik at et verdipapirforetak kan være ansvarlig for å gjøre en transaksjon offentlig gjennom en APA, uten å måtte velge status som SI.

Tilsynsmyndigheten skal gi verdipapirforetaket status som utpekt publiseringsenhet for spesifikke klasser av finansielle instrumenter, på anmodning fra verdipapirforetaket. Tilsynsmyndigheten skal kommunisere slike anmodninger til ESMA, se MiFIR artikkel 21a nr. 1.

Den parten i transaksjonen som er en utpekt publiseringsenhet, er ansvarlig for å offentliggjøre transaksjonene gjennom en APA i henhold til MiFIR artikkel 20 nr. 1 og artikkel 21 nr. 1, se MiFIR artikkel 21a nr. 2.

Dersom ingen av partene, eller begge parter i transaksjonen er utpekt publiseringsenhet, er det kun parten som selger det aktuelle finansielle instrumentet som er ansvarlig for å offentliggjøre

transaksjonen gjennom en APA, se MiFIR artikkel 21a nr. 3.

ESMA skal føre et register over alle utpekte publiseringsenheter for de ulike klassene av finansielle instrumenter, slik at markedsdeltakerne kan identifisere dem. Etableringen av registeret skal skje innen 29. september 2024, se MiFIR artikkel 21a nr. 4.

Artikkel 27g får et nytt nr. 4a som fastsetter at en APA skal ha objektive og ikke-diskriminerende regler for tilgang til APAens tjenester for foretak som faller inn under transparenskravene i artikkel 20 nr. 1 og 21 nr. 1.

5.4 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at MiFIRs regler for SI på noen områder har vist seg å være uegnet til å ivareta overordnede mål om økt transparens og

likebehandling av handelsplasser og SIER. Regelen om plikt til å stille priser på 10 prosent av standard markedsstørrelse innebærer at det stilles priser for svært små volumer. Dette bidrar til et uoversiktlig prisbilde. Utvalget legger til grunn at en ordning der ESMA fastsetter reglene for plikt til å stille priser på nivå-2, vil kunne bidra til likere konkurransevilkår og til økt transparens. Utvalget bemerker i tillegg at det innebærer forenkling at pre-trade transparensreglene faller bort for obligasjoner mv. Det er kun fire foretak som har tillatelse til å drive SI, som har Norge som hjemstat. Bare to av disse handler på en systematisk måte for egen regning. De to øvrige har tillatelse som SI for å kunne rapportere handler til APA for kunder. For disse innebærer reglene om utpekte publiseringsenheter en ikke-ubetydelig forenkling. Utvalget antar at opprettelsen av denne kategorien tjeneste vil kunne bidra til en reduksjon av antall SIER.

Kapittel 6

Enkelte fellesspørsmål

6.1 Innledning

I dette kapittelet redegjør utvalget for to spørsmål som har betydning både for datarapporteringsforetak, regulerte markeder, verdipapirforetak og andre som skal rapportere handelsinformasjon, nemlig reglene om synkronisering av klokker og om å offentliggjøre handelsinformasjon på rimelige forretningsmessige vilkår.

6.2 Synkronisering av klokker

6.2.1 Gjeldende EU-rett (MiFIR før forordning 2024/791)

Som omtalt i kapittel 2.2.4 gir MiFID II artikkel 50 regler om synkronisering av klokker. Reglene er gjennomført i verdipapirhandelloven § 11-25. Bestemmelsen gjelder for handelsplasser og deres medlemmer og deltakere.

6.2.2 Forventet EØS-rett

Reglene om synkronisering av klokker overføres fra MiFID II til MiFIR. Samtidig utvides reglene til å omfatte flere foretak. I fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 20 understrekes behovet for konsoliderte, tidsstemplede data fra flere foretak:

«To better monitor reportable events, Directive 2014/65/EU harmonises the synchronisation of business clocks for trading venues and their members. To ensure that, in the context of the consolidation of data, timestamps reported by different entities can be compared meaningfully, it is appropriate to extend the requirements for harmonisation of the synchronisation of business clocks to designated publishing entities, systematic internalisers, APAs and CTPs. Due to the level of technical expertise required to specify the requirements for application of a synchronised business clock, ESMA should be empowered to develop draft regulatory technical standards to specify

the level of accuracy to which the business clocks should be synchronised.»

Det innføres på denne bakgrunn en ny bestemmelse i MiFIR artikkel 22c som fastsetter at handelsplasser og deres medlemmer, deltakere og brukere, Sler, utpekte publiseringsenheter, APAer og CTPer skal synkronisere klokkene (business clocks) de bruker til å registrere dato og klokkeslett for enhver rapporteringspliktig hendelse, se MiFIR artikkel 22c nr. 1.

Kravene til anvendelse av synkroniserte klokker vil bli spesifisert i nivå 2-regelverk, se MiFIR artikkel 22c nr. 2. ESMA har sendt forslag til kommisjonsforordning på høring, se kapittel 1.5.

6.2.3 Utvalgets vurderinger

En grunnleggende forutsetning for å kunne sammenligne pre- og post-trade informasjon fra ulike handelsplasser, datatjenestetilbydere og utførelsesplasser er at informasjonen konsolideres synkront. På denne bakgrunn utvides reglene om synkronisering av klokker til å gjelde for Sler, utpekte publiseringsenheter, APAer og CTPer, i tillegg til handelsplasser og deres medlemmer og deltakere. Utvalget bemerker at utvidelsen av reglene om synkronisering av klokker innebærer at det påløper utgifter for foretak som før ikke var underlagt reglene, men at utvidelsen er en forutsetning for at CTPene skal kunne fungere etter sin hensikt.

6.3 Krav om offentliggjøring på rimelige forretningsmessige vilkår

6.3.1 Gjeldende EU-rett (MiFIR før forordning 2024/791)

MiFIR artikkel 13 fastsetter at markedsoperatører og verdipapirforetak skal offentliggjøre pre- og post-trade informasjon om transaksjoner i finansielle instrumenter på rimelige forretnings-

messige vilkår og på en ikke-diskriminerende måte. Tilsvarende krav gjelder for APA (artikkel 27g), CTP (artikkel 27h) og SI (artikkel 15 og 18). Det er utarbeidet kommisjonsforordninger som utfyller bestemmelsene. Det er i tillegg utarbeidet ESMA-guidelines¹ som gir veiledning om hvorledes begrepet «rimelige forretningsmessige vilkår» skal anvendes.

6.3.2 Forventet EØS-rett

Reglene i MiFIR artikkel 13 om plikt til å offentliggjøre pre- og post-trade informasjon om transaksjoner i finansielle instrumenter på rimelige forretningsmessige vilkår og på en ikke-diskriminerende måte, utvides og gjøres langt mer detaljerte.

Begrunnelsen for endringen er ifølge fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 12 at reglene ikke har fungert etter sin hensikt. Opplysningene fra handelsplasser, APAer og SJer setter ikke brukerne i stand til å forstå foretakenes markedsdatapolicy og hvordan prisen for data fastsettes, selv om det er utarbeidet retningslinjer fra ESMA som gir veiledning om hvordan foretakene skal informere for å oppfylle regelverket. På denne bakgrunn innlemmes retningslinjene fra ESMA i MiFIR artikkel 13, slik at reglene blir rettslig bindende. Videre styrkes reglene for å sikre at handelsplasser, APAer, CTPer og SJer ikke skal kunne kreve gebyrer for data ut fra den verdien dataene representerer for den individuelle brukeren.

Etter ny artikkel 13 skal markedsoperatører og verdipapirforetak som driver en handelsplass, APAer, CTPer og SJer stille opplysninger som skal offentliggjøres i henhold til artiklene 3, 4, 6-11a, 14, 20, 21, 27g og 27h, til rådighet for offentligheten på rimelige forretningsmessige vilkår, herunder objektive og rimelige avtaleforhold. Fore-

takene skal sikre ikke-diskriminerende adgang til opplysningene. Opplysninger om foretakenes markedsdatapolicy skal stilles gratis til rådighet for offentligheten, på en måte som er lett å få adgang til og å forstå. Femten minutter etter offentliggjøring skal opplysningene stilles gratis til rådighet for offentligheten i et maskinlesbart format som er brukbart for alle brukere, herunder ikke-profesjonelle investorer.

Bestemmelsen presiserer at vilkåret om «rimelige forretningsmessige vilkår» skal omfatte både gebyrenes størrelse og andre avtalevilkår. Det presiseres at gebyrenes størrelse skal fastsettes ut fra omkostningene ved utarbeidelse og formidling av opplysningene, samt en rimelig margin.

Tilsynsmyndigheten skal på forespørsel få opplysninger om de faktiske omkostningene ved å utarbeide og formidle opplysningene.

Fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 12 påpeker at en høy grad av detaljering er nødvendig for å presisere begrepet «rimelige forretningsmessige vilkår». Det understrekes videre at den raske teknologiske utviklingen gir behov for fleksibilitet og at ESMA bør overvåke utviklingen nøye med tanke på behov for å justere regelverket i takt med utviklingen. Det legges derfor opp til at nærmere regler skal gis i nivå 2-regelverk, se MiFIR artikkel 13 nr. 5. ESMA har sendt forslag til ny kommisjonsforordning på høring, se kapittel 1.5.

6.3.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at lik tilgang til informasjon på rimelige og rettfærdige forretningsmessige vilkår er en forutsetning for et velfungerende marked. Utvalget konstaterer at gjeldende regler ikke fullt ut har fungert etter sin hensikt. Ytterligere harmonisering legger til rette for enhetlig praktisering av regelverket som bedre ivaretar formålet.

¹ Final Guidelines on the MiFID II/ MiFIR obligations on market data

Kapittel 7

Reglene om plikt til å handle på en handelsplass

7.1 Gjeldende EU-rett (MiFIR før forordning 2024/791)

7.1.1 Handelsplikt i aksjer

MiFIR artikkel 23 nr. 1 fastsetter at alle handler som utføres av verdipapirforetak i aksjer som er tatt opp til handel på et regulert marked eller som handles på en handelsplass, skal gjennomføres på et regulert marked, en MHF eller en SI. Det gjelder både ved handel for egen regning og ved utførelse av kundeordre, se fortalen til opprinnelig MiFIR avsnitt 11. Som alternativ til å bruke en handelsplass eller SI, kan et tredjelands handelsplass brukes, hvis den anses å være ekvivalent. Handelsplikten gjelder ikke dersom handlene er ikke-systematiske, tilfeldige, uregelmessige og sjeldne, eller utføres mellom kvalifiserte og/eller profesjonelle motparter og ikke bidrar til prisdannelsesprosessen, se MiFIR artikkel 23 nr. 1. Nivå 2-regelverket presiserer hvilke transaksjoner som ikke kan anses å bidra til prisdannelsesprosessen.

7.1.2 Handelsplikt for derivater

MiFIR artikkel 28 stiller krav om at finansielle motparter skal gjennomføre sine transaksjoner mot andre finansielle motparter og mot store ikke-finansielle motparter i enkelte derivatinstrumenter på en handelsplass. Plikten omtales ofte som handelsplikt for derivater, og instrumenter og parter som er underlagt denne plikten kan ikke gjøre handlene OTC, herunder ikke på SI. I MiFIR artikkel 29 til 34 er det fastsatt enkelte andre regler som står i nær sammenheng med handelsplikten i MiFIR artikkel 28. Bare de bestemmelsene som endres med forordning 2024/791 vil behandles her.

Plikten til å handle enkelte derivater på handelsplass gjelder de samme parter og derivater som er underlagt clearingplikt etter EMIR, men slik at enkelte tilleggskrav gjelder for handelsplikten etter MiFIR. Regelverket i MiFIR henger derfor nært sammen med EMIR på dette punktet.

Etter MiFIR artikkel 28 er det finansielle motparter, slik disse er definert i EMIR artikkel 2 nr. 8, og ikke-finansielle motparter som tilfredsstiller kravene i EMIR artikkel 10 nr. 1 bokstav b, som er underlagt handelsplikten. Som finansielle motparter regnes blant annet verdipapirforetak, kredittinstitusjoner, forsikringsselskap, verdipapirfond og alternative investeringsfond, mens ikke-finansielle motparter bare omfattes dersom de har ikke-risikoreduserende transaksjoner over bestemte terskelverdier.

Handelsplikten gjelder etter MiFIR artikkel 28 nr. 1 derivater som tilhører en derivatklasse som er vurdert å falle inn under handelsplikten etter reglene i MiFIR artikkel 32, og som er å finne i registeret som nevnt i MiFIR artikkel 34. Det er gjort unntak for konserninterne transaksjoner som er omfattet av EMIR artikkel 3. Transaksjoner omfattet av overgangsreglene i EMIR artikkel 89 omfattes heller ikke av handelsplikten, jf. MiFIR artikkel 28 nr. 1. Det er krav om at partene i kontrakten må søke sine respektive tilsynsmyndigheter om unntak.

MiFIR artikkel 32 gir ESMA hjemmel til å fastsette hvilke klasser av derivater som er underlagt clearingplikt etter EMIR artikkel 5 nr. 2 og nr. 4, som også skal være underlagt handelsplikten etter MiFIR, og fra hvilket tidspunkt handelsplikten skal tre i kraft for de enkelte klasser. Dette fastsettes i nivå 2-regelverk som spesifiserer hvilke derivatklasser som er underlagt clearingplikt. Derivater som er underlagt clearingplikt etter EMIR skal kun underlegges handelsplikt dersom nærmere bestemte vilkår fastsatt i MiFIR artikkel 32 er oppfylt. Dette betyr at vurderingen av hvilke derivater som er underlagt handelsplikten i MiFIR artikkel 28 nr. 1 må gjøres løpende, og vil være avhengig av den vurdering som til enhver tid gjøres av hvilke derivater som er underlagt clearingplikt etter EMIR.

I tillegg til at derivatet er clearingpliktig etter EMIR, må to vilkår være oppfylt for at handelsplikten skal inntre. Den aktuelle klassen av derivater må være tatt opp til handel på en handels-

plass som nevnt i MiFIR artikkel 28 nr. 1 og klassen av derivater må anses tilstrekkelig likvid til at den bare skal kunne handles på handelsplassene, jf. MiFIR artikkel 32 nr. 2.

Når verdipapirforetak og markedsoperatører tilbyr porteføljekompresjon, skal de ikke være omfattet av plikten til beste utførelse etter MiFID II artikkel 27, transparensbestemmelsene i MiFIR artikkel 8, 10, 18 og 21 eller posisjonsgrense-regimet i MiFID II artikkel 57 og 58, jf. MiFID II artikkel 1 nr. 6. Dette følger av MiFIR artikkel 31. Porteføljekompresjon er heller ikke omfattet av handelsplikten i MiFIR artikkel 28 nr. 1.

Etter MiFIR artikkel 31 nr. 2 skal volumet av transaksjoner omfattet av porteføljekompresjonen, og tidspunktet for inngåelsen, offentliggjøres av verdipapirforetaket eller markedsoperatøren gjennom en godkjent offentliggjøringsordning (APA) i samsvar med kravene i MiFIR artikkel 10. Verdipapirforetak og markedsoperatører skal etter MiFIR artikkel 31 nr. 3 dokumentere de porteføljekompresjoner som de organiserer eller deltar i, ved å føre lister over disse. Denne dokumentasjonen skal gjøres tilgjengelig for tilsynsmyndigheten og ESMA på forespørsel.

7.2 Forventet EØS-rett

7.2.1 Endringer i reglene om verdipapirforetaks plikt til å handle aksjer på en handelsplass

MiFIR artikkel 23 nr. 1 bokstav a og b fastsetter unntak fra verdipapirforetaks plikt til å handle aksjer som er tatt opp til handel på en handelsplass. Det har imidlertid vist seg å ikke være tilstrekkelig klart når unntaket skal få anvendelse. Det inntas derfor en distinksjon mellom aksjer basert på deres ISIN-nummer (International Securities Identification Number) i MiFIR. Det innebærer at det kun er aksjer med et ISIN fra EØS og som handles på en handelsplass, som skal være underlagt handelsplikten, se MiFIR ny artikkel 23 nr. 1. På denne bakgrunn fjernes unntaket for handler i aksjer som er ikke-systematiske, tilfeldige, uregelmessige og sjeldne. Målet er at dette skal gi økt klarhet for markedsdeltakerne. Endringen er i samsvar med ESMA's tolkning av eksisterende regelverk og innebærer dermed kodifisering av praksis, se omtale i fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 21.

Det innføres et nytt unntak om at handelsplikten ikke gjelder for aksjer som handles på handelsplass i et tredjeland i lokal valuta, eller i en ikke-EØS valuta, se MiFIR artikkel 23 nr. 1 bokstav a.

7.2.2 Endringer i reglene om plikt til å handle nærmere angitte derivater på en handelsplass

MiFIR artikkel 28 krever at OTC-derivater som er underlagt clearingplikt, også skal være underlagt handelsplikt, dvs. plikten til å handle derivater på handelsplasser. EMIR ble endret ved forordning (EU) 2019/834 for å redusere omfanget av foretak som er underlagt clearingplikt. Reglene om handelsplikt i MiFIR ble imidlertid ikke endret samtidig. På grunn av den nære sammenhengen mellom clearingforpliktelsen og handelsforpliktelsen for derivater, endres reglene i MiFIR slik at det igjen blir konsistens mellom reglene. I fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 34 omtales behovet for endringer slik:

«Article 28 of Regulation (EU) No 600/2014 requires that OTC derivatives that are subject to the clearing obligation be traded on trading venues ('derivative trading obligation'). Regulation (EU) 2019/834 of the European Parliament and of the Council (11) amended Regulation (EU) No 648/2012 to reduce the scope of the entities that are subject to the clearing obligation. In light of the close interconnection between the clearing obligation and the derivative trading obligation, to ensure greater legal coherence, and to simplify the legal framework, it is necessary and appropriate to re-align the derivative trading obligation with the clearing obligation for derivatives. Without that alignment, certain smaller financial counterparties and non-financial counterparties would no longer be captured by the clearing obligation but continue to be captured by the derivative trading obligation.»

På denne bakgrunn justeres MiFIR artikkel 28 nr. 1 slik at handelsplikten for derivater omfatter derivater som er underlagt clearingplikt i henhold til MiFIR artikkel 32, og som er oppført i ESMA's register over derivater som er gjenstand for handelsplikt i henhold til MiFIR artikkel 34. Dette innebærer at MiFIR artikkel 28 nr. 2 oppheves. Uten en slik justering vil visse mindre finansielle motparter og ikke-finansielle motparter ikke lenger være omfattet av clearingplikten, men fortsatt være omfattet av handelsplikten for derivater, jf. fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 34.

Det innføres en ny regel i MiFIR artikkel 28 nr. 2a om at derivater som er unntatt fra clearingplikten i EMIR, også skal være unntatt fra handelsplikten for derivater.

Det gjøres mindre språklige endringer i MiFIR artikkel 28 nr. 4 bokstav b som krever at handelsplasser skal ha klare og transparente regler slik at derivater kan handles på en rettferdig, ordnet og effektiv måte, og være fritt omsettelige.

Videre gjøres det en rekke endringer i regler som står i nær sammenheng med MiFIR artikkel 28. Flere av disse reglene knytter seg til post-trade risikoreduserende tjenester som er et viktig verktøy for risikostyring ved handel med OTC-derivater. Post-trade risikoreduserende tjenester er avhengige av tekniske transaksjoner som er forhåndsavtalte, ikke prisdannende og markedsrisiko-nøytrale, og som oppnår en risikoreduksjon i hver av porteføljene. Porteføljekompresjonstjenester utgjør en stor del av slike post-trade risikoreduserende tjenester, og er som nevnt i kapittel 7.1.2, unntatt fra plikten til beste utførelse etter MiFID II artikkel 27 og transparensbestemmelsene i MiFIR.

Fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 35 drøfter risikoreduserende tjenester. Her fremholdes det at leverandører av post-trade risikoreduserende tjenester, som ikke tillater at flere tredjeparters kjøps- og salgsinteresser i finansielle instrumenter interagerer, ikke bør anses å drive et multilateralt system. De bør derfor være unntatt handelsplikten på lik linje med porteføljekompresjonstjenester. På denne bakgrunn gjøres det endringer i MiFIR artikkel 31. Endringen innebærer at også andre post-trade risikoreduserende tjenester enn porteføljekompresjon, skal være unntatt fra handelsplikten for derivater. Bestemmelsen får dermed et bredere anvendelsesområde. Tittelen endres fra «porteføljekompresjon» til «post-trade risikoreduserende tjenester» for å gjenspeile dette. Vurderingstemaet blir hvorvidt derivatet er formet og etablert som et resultat av en post-trade risikoreduserende tjeneste, se MiFIR artikkel 31 nr. 1.

Videre oppheves MiFIR artikkel 31 nr. 2. Det gjøres språklige endringer i MiFIR artikkel 31 nr. 3 og nr. 4 for å tilpasse bestemmelsene til utvidelsen i MiFIR artikkel 31 nr. 1.

MiFIR artikkel 32 fastsetter at det skal utarbeides nivå 2-regelverk om prosedyrene for å fastsette handelsplikt. Det gjøres en mindre språklig endring i bestemmelsens nr. 2 bokstav a om at handelsplikten kan tre i kraft dersom klassen av derivater i henhold til MiFIR artikkel 32 nr. 1 bokstav a eller relevante underklasser av disse, handles på minst én handelsplass som nevnt i MiFIR artikkel 28 nr. 1.

MiFIR artikkel 32 nr. 4 fastsetter at ESMA skal identifisere og melde fra til Kommisjonen om de

klassene av derivater som skal være underlagt handelsplikten etter MiFIR artikkel 28 nr. 1, i de tilfeller der ingen sentral motpart har mottatt autorisasjon etter EMIR, eller ingen av derivatene er tatt opp til handel eller handlet på handelsplass. Bestemmelsen er ikke ny, men bestemmelsens siste setning om at derivatene ikke skal være tatt opp til handel eller handlet på handelsplass, fjernes.

MiFIR artikkel 1 nr. 3 som angir anvendelsesområdet for kapittel V om derivater, endres også.

7.2.3 Særskilt om endringer i reglene om suspensjon av handelsplikten

EMIR artikkel 6a gir mulighet for midlertidig å suspendere clearingplikten når vilkårene som den aktuelle klassen av OTC-derivater har blitt underlagt clearingplikt på grunnlag av, ikke lenger er oppfylt, eller når en slik suspensjon anses nødvendig for å unngå en alvorlig trussel mot den finansielle stabiliteten i unionen. En slik suspensjon kan imidlertid hindre motparter fra å oppfylle sine handelsplikter for derivater, ettersom clearingplikten er en forutsetning for handelsplikten for derivater. Dette innebærer ifølge fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 36 behov for å samordne regelverket. Det heter:

«... It is therefore necessary to lay down that, where the suspension of the clearing obligation would lead to a material change in the criteria for the derivative trading obligation, it should be possible to concurrently suspend the derivative trading obligation for the same classes of OTC derivative that are subject to the suspension of the clearing obligation. ESMA should also be able to request that the Commission suspend the derivative trading obligation, where such a suspension is necessary to avoid or address adverse effects on liquidity or a serious threat to financial stability and to ensure the orderly functioning of financial markets in the Union.»

MiFIR artikkel 32 ny nr. 4a fastsetter på denne bakgrunn at ESMA kan anmode Kommisjonen om å suspendere handelsplikten ved suspensjon av clearingplikten i medhold av EMIR artikkel 6a, dersom nærmere angitte vilkår er oppfylt. ESMA har i tillegg mulighet til å anmode Kommisjonen om å suspendere handelsplikten for spesifikke klasser av OTC-derivater eller for en bestemt type motpart, dersom en slik suspensjon er nødvendig for å unngå eller håndtere negative effekter på lik-

viditeten eller en alvorlig trussel mot den finansielle stabiliteten, og for å sikre velfungerende finansmarkeder i unionen. En slik suspensjon må være proporsjonal sett hen til disse målene, se MiFIR artikkel 32 ny nr. 4b. Videre skal ingen av de nevnte anmodningene overfor Kommisjonen gjøres offentlig tilgjengelig, se MiFIR artikkel 32 ny nr. 4c.

Kommisjonen skal uten unødig opphold og basert på ESMA's fremlagte bevis enten suspendere handelsplikten for klasser av OTC-derivater eller for bestemte typer av motparter ved hjelp av en gjennomføringsrettsakt, eller avslå anmodningen om suspensjon, se MiFIR artikkel 32 ny nr. 4d bokstav a og b. Videre skal en innvilget suspensjon være gyldig for en innledende periode på maksimalt tre måneder etter datoen for publisering av gjennomføringsrettsakten. Dersom årsakene til suspensjonen fremdeles gjelder etter dette tidspunktet, kan Kommisjonen forlenge suspensjonen for en ytterligere periode på maksimalt tre måneder, med en total suspensjonsperiode på maksimalt 12 måneder, se MiFIR artikkel 32 ny nr. 4d fjerde ledd. Dersom Kommisjonen avslår anmodning om suspensjon, skal den informere ESMA om årsakene til avslaget. Kommisjonen skal i tillegg informere Europaparlamentet og Rådet om avslaget og oversende dem årsakene som ble gitt av ESMA. Denne informasjonen skal ikke offentliggjøres, se MiFIR artikkel 32 nr. 4d annet ledd.

Videre innføres det en ny bestemmelse om selvstendig suspensjon av handelsplikten for derivater i MiFIR ny artikkel 32a. En slik adgang er i henhold til forordning 2024/791 avsnitt 37, nødvendig for at Kommisjonen raskt skal kunne reagere på betydelige endringer i markedsforhold som kan ha en vesentlig innvirkning på handelen med derivater og på motparter involvert i slik handel.

Etter bestemmelsen skal en anmodning om suspensjon komme fra tilsynsmyndigheten i en medlemsstat som skal angi hvorfor den mener at vilkårene for suspensjon er til stede. Suspensjon etter bestemmelsen skal også være mulig der virksomheten til et EØS-verdipapirforetak med en motpart utenfor EØS blir utilbørlig påvirket av handelspliktens omfang, og hvor dette verdipapirforetaket opptrer som en market maker for den kategorien av derivater som er underlagt handelsplikten. Spørsmålet om overlappende handelsplikt for derivater gjør seg spesielt gjeldende der handel skjer med motparter innenfor jurisdiksjonen til et tredjeland som anvender sine egne handels-

plikter for derivater, se fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 37. På denne bakgrunn skal tilsynsmyndigheten, ved anmodning om suspensjon, særlig påvise at en finansiell motpart innenfor tilsynsmyndighetens jurisdiksjon oppfyller følgende vilkår i MiFIR artikkel 32a nr. 1 bokstav a og b:

1. At den finansielle motparten jevnlig handler som market maker i et OTC-derivat som er underlagt handelsplikt og jevnlig mottar forespørsler om tilbud for derivater som er underlagt handelsplikt fra en ikke-EØS-motpart, og som ikke har aktivt medlemskap på en EØS-handelsplattform som tilbyr handel i OTC-derivatet som er underlagt handelsplikten.
2. At den finansielle motparten jevnlig handler som markedsaktør i en «credit default swap» som er underlagt handelsplikt, og:
 - i. har til hensikt å handle med credit default swaps underlagt handelsplikt på egen konto på en handelsplattform som bare er åpen for motparter som er CCP-clearing-medlemmer i henhold til EMIR artikkel 2 nr. 14 («dealer-to-dealer»-plattform),
 - ii. har til hensikt å handle credit default swaps underlagt handelsplikt for egen regning, med en motpart som er en market maker og som ikke har aktivt medlemskap på en EØS dealer-to-dealer-plattform som tilbyr handel i OTC-derivatet som er underlagt handelsplikt, og
 - iii. som clearer slike credit default swaps i en CCP som enten er autorisert eller anerkjent etter EMIR.

Kommisjonen skal ved sin vurdering av om handelsplikten skal suspenderes, vurdere hvorvidt handelsplikten skal suspenderes for spesifikke markeder, og ta høyde for om suspensjon vil forårsake vridning av clearingplikten etter EMIR (MiFIR artikkel 32a nr. 2). I tillegg skal Kommisjonen undersøke hvorvidt andre medlemsstater enn den som har sendt inn anmodning om suspensjon, befinner seg i en lignende situasjon (MiFIR artikkel 32a nr. 2 annet ledd). Tilsynsmyndigheter i andre medlemsland med finansielle motparter som er i samme situasjon, kan be om at disse blir tilføyet i gjennomføringsrettsakten etter at den har trådt i kraft (MiFIR artikkel 32a nr. 2 tredje ledd).

Dersom handelsplikten suspenderes for en finansiell motpart i henhold til bestemmelsens nr. 1 eller 2, skal handelsplikten heller ikke gjelde for dennes motpart (MiFIR artikkel 32a nr. 3).

7.2.4 Endringer i reglene om ikke-diskriminerende clearingtilgang for finansielle instrumenter

7.2.4.1 Endringer i regler om tilgang til CCP

MiFIR artikkel 35 nr. 1 regulerer ikke-diskriminerende tilgang til en CCP. Bestemmelsen fastsetter at en CCP skal klare finansielle instrumenter på en ikke-diskriminerende og transparent måte. For børshandlede derivater medfører imidlertid anvendelse av regelen at insentivene til å utvikle nye børshandlede derivater svekkes. I fortalen til forordning 2024/791 avsnitt 38 er dette omtalt slik:

«Provisions concerning non-discriminatory access for exchange-traded derivatives might reduce the attractiveness of investing in new products as competitors might be able to get access without the upfront investment. The application of the non-discriminatory access regime for exchange-traded derivatives, laid down in Articles 35 and 36 of Regulation (EU) No 600/2014, might thus limit investment in such products by removing incentives for regulated markets to create new exchange-traded derivatives. It should therefore be laid down that that regime is not to apply to the central counterparty (CCP) or trading venue concerned in respect of exchange-traded derivatives, thus fostering innovation and the development of exchange-traded derivatives in the Union.»

På denne bakgrunn får MiFIR artikkel 35 nr. 1 et nytt annet ledd som fastsetter at kravet til at en CCP skal klare finansielle instrumenter basert på ikke-diskriminerende og transparent grunnlag, ikke skal gjelde for børshandlede derivater. I henhold til fortalen er målet å legge til rette for inno-

vasjon og utvikling av børshandlede derivater. Som følge av endringen gjøres det nødvendige tilpasninger i bestemmelsens nr. 3 og 4.

7.2.4.2 Endringer i regler om tilgang til en handelsplass

MiFIR artikkel 36 gir regler om ikke-diskriminerende tilgang til en handelsplass for CCPer. Bestemmelsen endres slik at MiFIR artikkel 36 nr. 1 får samme unntak for børshandlede derivater som MiFIR artikkel 35 nr. 1 om ikke-diskriminerende tilgang til en CCP, idet de samme hensynene gjør seg gjeldende, se omtale av disse i 7.2.4.1. Som følge av endringen gjøres det nødvendige tilpasninger i bestemmelsens nr. 3 til nr. 5, slik at regler relatert til børshandlede derivater utgår.

I MiFIR artikkel 38 nr. 1 om tilgang for tredjelandts CCPer og handelsplasser gjøres det kun redigeringstekniske endringer.

7.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at det er nær sammenheng mellom clearingforpliktelsen og handelsforpliktelsen for derivater. Endringene som gjennomføres nå, innebærer at MiFIRs og EMIRs regler harmoniseres, slik at endringene som ble foretatt i EMIR ved forordning (EU) 2019/834 for å redusere omfanget av foretak som er underlagt clearingplikt, også reflekteres i MiFIR. Endringene innebærer i tillegg at identifiserte svakheter i regelverket for børshandlede derivater håndteres. Særlig bemerkes at CCPer ikke lenger har rett til tilgang for å klare børshandlede derivater, idet erfaringene viser at en ytterligere fragmentering av derivatmarkedet kan få uheldige konsekvenser for innovasjon og lansering av nye produkter.

Kapittel 8

Endringer i reglene om transaksjonsrapportering

8.1 Gjeldende EU-rett (MiFIR før forordning 2024/791)

Reglene om transaksjonsrapportering er tatt inn i MiFIR artikkel 26. MiFIR artikkel 26 nr. 1 regulerer verdipapirforetakenes plikt til å rapportere utførte transaksjoner til tilsynsmyndigheten så snart som mulig og senest ved utgangen av påfølgende virkedag. Verdipapirforetakenes tilsynsmyndighet skal ha ordninger for å sikre at tilsynsmyndigheten for det mest likvide markedet for de aktuelle finansielle instrumentene også mottar opplysningene.

Transaksjoner i finansielle instrumenter som er tatt opp til handel, eller som handles på en handelsplass, eller som det er søkt om opptak til handel for på en slik handelsplass, er omfattet av rapporteringsplikten. Det er også transaksjoner i finansielle instrumenter med underliggende som handles på handelsplass, eller der underliggende er en indeks eller kurv av finansielle instrumenter som handles på handelsplass. Transaksjonene skal rapporteres uavhengig av om transaksjonen har funnet sted på en handelsplass eller ikke. Dette følger av MiFIR artikkel 26 nr. 2. Krav til rapporteringens innhold følger av MiFIR artikkel 26 nr. 3.

For å tilrettelegge for transaksjonsrapporteringen etter MiFIR artikkel 26, er det i MiFIR artikkel 27 fastsatt at handelsplasser skal gi tilsynsmyndighetene de referanseopplysningene som kreves for transaksjonsrapportering for finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på handelsplassen. For øvrige finansielle instrumenter som er underlagt rapporteringsplikten etter MiFIR artikkel 26 nr. 2, skal SI gi tilsynsmyndigheten referanseopplysninger for finansielle instrumenter som handles i deres systemer. Dette vil gjelde finansielle instrumenter med underliggende som er tatt opp til handel på en handelsplass. Kravene til rapportering av referansedata etter MiFIR artikkel 27 er utdypet i Kommisjonsforordning (EU) 2017/585 (RTS 23), som blant annet fastsetter nærmere krav til hvilket format det skal rapporteres på.

Referanseopplysningene skal videreformidles fra nasjonal tilsynsmyndighet til ESMA, som skal offentliggjøre disse på sitt nettsted, jf. MiFIR artikkel 27 nr. 1 tredje ledd. Dette skal gjøre det mulig for ESMA og nasjonale tilsynsmyndigheter å bruke, analysere og utveksle transaksjonsrapporter.

8.2 Forventet EØS-rett

MiFIR artikkel 26 nr. 1 viderefører verdipapirforetakenes plikt til å rapportere utførte transaksjoner til tilsynsmyndigheten så snart som mulig og senest ved utgangen av påfølgende virkedag. Verdipapirforetakenes tilsynsmyndighet skal opprettholde ordningene for å sikre at tilsynsmyndigheten for det mest likvide markedet for de aktuelle finansielle instrumenter mottar opplysningene. Bestemmelsen utvides slik at tilsynsmyndigheten til verdipapirforetaket som utførte transaksjonen, også skal sikre at tilsynsmyndigheten til verdipapirforetaket som formidlet ordren, tilsynsmyndighetene til filialene som har vært del av transaksjonen og tilsynsmyndigheten til handelsplassene som er benyttet, mottar de rapporterte opplysningene, se MiFIR artikkel 26 nr. 1 nytt annet ledd bokstav a til d.

Videre endres virkeområdet for rapporteringsplikten av OTC-derivater. Rapporteringsplikten etter MiFIR før forordning 2024/791 gjaldt for transaksjoner i finansielle instrumenter som var tatt opp til handel, eller som ble handlet på en handelsplass, eller som det var søkt om opptak til handel for på en slik handelsplass, uavhengig av om transaksjonen var gjennomført på en handelsplass eller ikke. MiFIR artikkel 26 ny nr. 2 gjør unntak fra dette for OTC-derivater som ikke er omfattet av MiFIR artikkel 8a nr. 2 om transparens, som i hovedsak er OTC-derivater som ikke er omfattet av clearingplikten i forordning (EU) 648/2012 (EMIR). For OTC-derivatene som ikke er omfattet av nevnte bestemmelse, gjelder rapporteringsplikten kun dersom transaksjonen skjer

på en handelsplass. Kravet om transaksjonsrapportering for transaksjoner i finansielle instrumenter med underliggende som handles på handelsplass eller der underliggende er en indeks eller kurv av finansielle instrumenter som handles på handelsplass, videreføres.

Videre gjøres det noen endringer i hvilken informasjon som skal rapporteres i MiFIR artikkel 26 nr. 3. Effektiv dato, enheten som er underlagt rapporteringsforpliktelsen og transaksjonsidentifikasjonskode skal nå inntas i rapporteringen. Informasjon om unntak (waivere) og short-salg skal ikke lenger inkluderes.

I MiFIR artikkel 26 nr. 8 er det inntatt en ny bestemmelse som regulerer rapportering av transaksjoner foretatt av filialer av verdipapirforetak og filialer av foretak fra tredjeland.

Det er gitt utfyllende regler om transaksjonsrapportering i kommisjonsforordning (EU) 2017/590 (RTS 22). Det må gjøres endringer i denne kommisjonsforordningen som en følge av endringene i MiFIR. ESMA planlegger å sende forslag til endringer i RTS 22 på høring i fjerde kvartal 2024. ESMA skal også utarbeide en rapport til kommisjonen der det skal vurderes om transaksjonsrapporteringen kan strømlinjeformes ytterligere.

Det er videre gjort endringer i MiFIR artikkel 27 om rapportering av referansedata for finansielle instrumenter. Det er nå klargjort at referansedataene også rapporteres for formål knyttet til transparenskravene, slik at referansedataene for transparens- og transaksjonsrapportering

strømlinjeformes. Endrede krav som følge av dette vil fremkomme av endringer i kommisjonsforordning (EU) 2017/585 (RTS 23) om referansedata. ESMA har sendt forslag til endringer i RTS 23 på høring. Det vises til omtale av høringene av nivå 2-regelverk i kapittel 1.5.

Identifikatoren som er blitt benyttet for derivater, det vil si ISIN, har vist seg å være tungvint og ineffektiv. MiFIR artikkel 27 nr. 1 endres derfor slik at referansedata for OTC-derivater skal være basert på en globalt avtalt identifikator og eventuelle andre referansedata. Kommisjonen skal vedta en delegert rettsakt for å spesifisere referansedataene for transparensformål, se MiFIR artikkel 27 ny nr. 5. ESMA har sendt forslag til ny kommisjonsforordning om dette på høring, se kapittel 1.5. Videre blir utpekte publiseringsenheter (Designated Publishing Entities) pålagt å gi ESMA referansedataene til OTC-derivater som ikke er dekket av første ledd i MiFIR artikkel 27 nr. 1, men som faller inn under kravet om transaksjonsrapportering i MiFIR artikkel 26 nr. 2.

8.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at kravene om rapportering av transaksjoner til tilsynsmyndighetene er sentrale for å avdekke og undersøke mulige tilfeller av markedsmisbruk, overvåke at markedene fungerer på en rettferdig og ordnet måte og for å overvåke verdipapirforetakenes virksomhet.

Kapittel 9

Administrative og økonomiske konsekvenser

9.1 Innledende betraktninger

MiFID II og MiFIR er et resultat av Kommisjonens gjennomgang av MiFID I med sikte på å styrke reguleringen av markedet for finansielle instrumenter. Rettsaktene stiller en rekke krav til aktører som leverer investeringstjenester eller driver investeringsvirksomhet knyttet til finansielle instrumenter i EØS-området. En del av reglene har vist seg unødig kompliserte og har også medført ulik praksis mellom landene. Etter en ny gjennomgang av regelverket er det derfor vedtatt endringer som søker å forenkle regelverket, samt sikre at det opprettes et konsolidert offentliggjøringsystem for handelsinformasjon som anses nødvendig for å integrere de nasjonale kapitalmarkedene til ett felleseuropeisk marked.

Endringene som skal gjennomføres skjer i et fullharmonisert direktiv og en forordning, og det foreligger ingen aktuelle nasjonale valg. EØS-avtalen innebærer bl.a. at de tre EØS EFTA-statene skal ta nytt EØS-relevant EU-regelverk inn i vedleggene til avtalen. Når innlemmelse i EØS-avtalen av nytt regelverk trer i kraft, blir Norge forpliktet til å gjennomføre direktiver og forordninger med tilhørende kommisjonsforordninger i norsk rett. Mens direktiver skal gjennomføres i norsk lov- og forskriftsverk ved utarbeidelse av nødvendige nasjonale bestemmelser, skal forordninger gjennomføres ved inkorporasjon, dvs. henvisning til EU-forordningen slik den er tatt inn i EØS-avtalen med tilpasninger. Manglende eller avvikende gjennomføring av slike bestemmelser vil utgjøre et brudd på Norges EØS-forpliktelser. Utvalget foreslår i denne utredningen endringer i verdipapirhandelloven som er nødvendige for å oppfylle forventede nye EØS-forpliktelser.

Fremfor å vurdere hver enkelt regel ut fra hvilket detaljnivå som hører hjemme i henholdsvis lov og forskrift, foreslår utvalget en gjennomføring av de aktuelle direktivene og forordningene i tråd med et trinnhøydeprinsipp slik det ble gjort ved gjennomføringen av MiFID II og MiFIR. Dette innebærer at regler som står i hoveddirek-

tivet (MiFID II) og hovedforordningen (MiFIR) gjennomføres i lov. Bakgrunnen for valget er at utvalget mener det er behov for et tydelig system for gjennomføring, og at dette i seg selv kan bidra til å skape orden i regelverket og klarhet for brukerne.

Som nevnt innebærer EØS-avtalen en plikt til å gjennomføre det aktuelle EU-regelverket. Det anses ikke hensiktsmessig å skissere alternative løsninger eller foreta en full avveining av nytten av regelverket sett opp mot kostnaden. Utvalget har derfor valgt å foreta en overordnet analyse av det nye regelverkets konsekvenser for næringsliv, forbrukere og myndigheter i henhold til utredningsinstruksen.

Nedenfor følger en oversikt over de viktigste administrative og økonomiske konsekvensene som følger av endringene i MiFID II og MiFIR. Oversikten viser konsekvensene som følger av endringene på nivå 1. Utvalget påpeker at de underliggende rettsaktene som er under utarbeidelse, kan medføre andre administrative og økonomiske konsekvenser enn de som er omtalt her.

9.2 Konsekvenser for verdipapirforetak

På generelt grunnlag vil det være ressurskrevende for foretak å sette seg inn i et nytt og detaljert regelverk. Vellykket innføring vil forutsette kompetansehevingstiltak for ansatte. I mange tilfeller vil verdipapirforetakene også være avhengig av å innhente juridisk og IT-teknisk bistand.

Endringene i MiFID II og MiFIR medfører at enkelte verdipapirforetak blir underlagt færre eller enklere krav. For det første endres egenhandelsreglene i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav d, slik at den som har direkte elektronisk tilgang til en handelsplass ikke lenger trenger å ha tillatelse som verdipapirforetak for å handle for egen regning, dersom øvrige vilkår i unntaket er oppfylt.

Videre forenkles beregningene som verdipapirforetak må gjøre for å kunne registrere seg som systematisk internaliserer (SI). Etter

endringene i MiFID II skal det foretas en kvalitativ vurdering av hvorvidt et foretaks virksomhet oppfyller kravene til å være SI, i stedet for at det gjøres kvantitative beregninger basert på tall fra ESMA. Endringen er dermed en forenkling av gjeldende rett, og vil medføre noe reduserte kostnader for ESMA og verdipapirforetakene. Det er i dag fire verdipapirforetak i Norge som er registrert som SI, slik at betydningen for det norske markedet vil være begrenset. Det forventes ikke at flere foretak vil være pliktige til å registrere seg som SI etter de nye beregningsreglene.

Endringer i MiFIR innfører også en ny type rolle for verdipapirforetak som «utpekt publiseringsenhet» (Designated Publishing Entity). Verdipapirforetak kan etter endringen registrere seg som utpekt publiseringsenhet i stedet for SI. Et verdipapirforetak som registrerer seg som utpekt publiseringsenhet, vil kunne rapportere handler til APA for kunder. Verdipapirforetaket trenger dermed ikke lenger være underlagt forpliktelsene som SJer er underlagt for å kunne rapportere handler til APA for kunder. Av de fire foretakene som er registrert som SI med Norge som hjemstat, har to av disse tillatelse som SI for å kunne rapportere handler til APA for kunder. For slike foretak innebærer reglene om utpekte publiseringsenheter en ikke ubetydelig forenkling.

Både SJer og utpekte publiseringsenheter blir pålagt krav til synkronisering av klokker, noe som vil medføre noe økte utgifter for disse foretakene.

Verdipapirforetakene må også tilpasse sine systemer for transaksjonsrapportering i tråd med de endrede kravene.

9.3 Konsekvenser for handelsplasser

Endringene i MiFIR skal sikre at det etableres en CTP for hver aktivklasse. Etablering av CTPer innebærer bl.a. en plikt for handelsplasser å dele handelsinformasjon i sanntid med CTPen som straks offentliggjør denne. Kravene til deling av informasjon med CTPen skal harmoniseres med handelsplassens eksisterende plikt til å offentliggjøre data, slik at denne delingen ikke skal medføre en urimelig byrde for handelsplassene. Inntektene til CTPen skal fordeles på ulike aktører, herunder handelsplassene. Handelsplassene kan fortsatt selge markedssdata, og må gjøre dette på «reasonable commercial basis». Prisen skal fastsettes ut fra omkostningene ved utarbeidelse og formidling av opplysningene, samt en rimelig margin. Det er ikke klart hvor mange som vil fortsette å kjøpe markedssdata fra handelsplassen i stedet

for, eller i tillegg til, data fra CTPen. Innføring av CTPer vil således kunne medføre endringer i inntekstbildet for handelsplasser.

Handelsplasser og SJer var tidligere underlagt rapporteringsregler knyttet til beste utførelse av ordre (RTS 27-rapportering). Denne rapporteringen anses ikke lenger nødvendig, og endringene i MiFID II fjerner derfor dette kravet. Dette medfører færre rapporteringskrav for handelsplasser og SJer.

Endringene i reglene for varederivater vil ha liten økonomisk betydning, da den utvidede rapporteringsplikten vil medføre at én handelsplass i Norge (Nasdaq Oslo ASA) blir forpliktet til å sende to (i stedet for en) ukentlige rapporter til Finanstilsynet.

9.4 Konsekvenser for investorer

De nye reglene om CTPer legger til rette for at et slikt offentliggjøringsystem faktisk etableres. Ikke-profesjonelle investorer vil, fra tidspunktet en CTP er etablert, få tilgang til gratis markedssdata i stedet for å kjøpe dette fra handelsplassene.

9.5 Konsekvenser for myndighetene

Virksomhetsområdet som omfattes av MiFID II og MiFIR, faller inn under Finanstilsynets ansvarsområde. Virksomheten som reguleres er ikke ny, men det er like fullt et nytt regelverk å forholde seg til. Finanstilsynet vil ha ansvaret for forvaltningen av regelverket, tilsyn med foretakene og markedene omfattet av reglene, og være sanksjonsmyndighet i tilfeller av regelbrudd.

I en innføringsperiode vil endringene i regelverket kreve økte ressurser fra Finanstilsynet til kompetanseheving og informasjonstiltak. Videre er deler av det nye regelverket svært detaljert, slik at Finanstilsynet fremover vil måtte føre tilsyn med overholdelse av komplekse regler. Ettersom foretak blir ilagt ytterligere krav til rapportering, vil det også kreve ekstra arbeid for Finanstilsynet å følge opp kvaliteten på rapporteringen.

Enkelte av oppgavene Finanstilsynet var pålagt under tidligere rett, fjernes etter endringene i MiFIR. Nasjonal diskresjonær myndighet for å innvilge post-trade-utsettelse er fjernet og Finanstilsynet skal derfor ikke lenger treffe vedtak om slike utsettelse. Videre vil ikke Finanstilsynet lenger ha noen rolle ved fastsettelse av «tak» for bruk av unntak fra offentliggjøring av ordreinformasjon («volume cap»).

Kapittel 10

Merknader til de enkelte bestemmelser

Til endringene i § 2-7. Definisjoner knyttet til foretak, handelsplasser mv.

Definisjonen i niende ledd endres fordi definisjonen av multilateralt system oppheves i MiFID II og flyttes til MiFIR. Endringen er teknisk og innebærer ikke materielle endringer. Det vises til omtale i kapittel 2.2.2.

Definisjonen av systematisk internaliserer i tiende ledd endres. Endringen svarer til endringene som gjøres i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (20). Det vises til omtale i kapittel 2.2.3.

Til endringene i § 8-1. Verdipapirmarkedsforordningen

Bestemmelsen endres, slik at forordning (EU) nr. 2024/791 inkorporeres i verdipapirhandelloven. Endringene som inkorporasjonen omfatter, relaterer seg imidlertid til deler av MiFIR som tidligere er endret, men hvor endringene ennå ikke er inkorporert i verdipapirhandelloven. Det er dermed nødvendig at disse endringene inkorporeres, før en inkorporasjon av forordning (EU) nr. 2024/791 kan gjennomføres. Det vises til omtale i kapittel 1.4.

Til endringene i § 9-3. Unntak fra krav om tillatelse

Bestemmelsens annet ledd nr. 6 bokstav b endres, slik at den som har direkte elektronisk tilgang til en handelsplass, jf. § 9-22 tredje ledd, ikke lenger trenger å søke tillatelse til å yte investerings-tjenesten omsetning av finansielle instrumenter for egen regning, dersom øvrige vilkår i unntaket er oppfylt. Bestemmelsen gjennomgår for øvrig språklige justeringer i tråd med endringer i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav d punkt ii, hvor likviditetsstyring er tatt inn som et forhold som gir unntak, sammen med risikoreducerende tiltak og finansiering.

Det vises til omtale i kapittel 2.1.

Til endringene i § 9-26. Handelsprosessen og gjennomføring av transaksjoner på multilaterale handelsfasiliteter og organiserte handelsfasiliteter

Bestemmelsens første ledd får et nytt punkt 9 som gjennomfører MiFID II artikkel 31 nr. 1 nytt annet ledd. Se også merknad til § 11-18. Det vises til omtale i kapittel 2.2.4.

Til endringene i § 10-19. Best mulig resultat ved utførelse av ordre

Bestemmelsens åttende ledd endres, slik at det ikke lenger vises til informasjon som er offentliggjort etter § 10- 20 idet denne bestemmelsen oppheves. For øvrig er det ingen endringer i bestemmelsen. Det vises til omtale i kapittel 2.4.

Bestemmelsens ellefte ledd oppheves idet regler om forbud mot vederlag for ruting av ordre innføres i MiFIR artikkel 39a. For øvrig er det ingen endringer i bestemmelsen.

Det vises til omtale i kapittel 2.3.

Til endringene i § 11-18. Organisatoriske krav

Første ledd får nye nummer 5 og nummer 6. Nummer 5 gjennomfører MiFID II artikkel 47 nr. 1 nytt første ledd. Tilsvarende bestemmelse for MHF og OHF er foreslått i § 9-26 første ledd nr. 9. Bestemmelsene stiller krav om at handelsplasser har ordninger som sikrer at de møter kravene til datakvalitet. Nummer 6 gjennomfører MiFID II ny artikkel 47 nr. 1 bokstav h, og stiller krav om at regulerte markeder må ha minst tre aktive brukere eller medlemmer som kan delta i prisdannelsen. Bestemmelsen er ny, og er utformet på samme måte som § 9-26 nr. 7 som gir tilsvarende regel for MHF og OHF.

Det vises til omtale i kapittel 2.2.4.

Til endringene i § 11-19. Robuste systemer og automatiske handelssperrer på regulert marked

Fjerde ledd endres slik at det fremgår at regulerte markeder midlertidig kan stanse eller begrense handelen for en kort periode i krisesituasjoner. På denne måten gjennomføres endringene i MiFID II artikkel 48 nr. 5 første ledd.

Bestemmelsen får et nytt syvende ledd som fastsetter at regulerte markeder på sin hjemmeside skal opplyse om årsaken til at handelen i et finansielt instrument har blitt stanset eller begrenset og om hvordan parameterne for å stanse eller begrense handelen er benyttet for å komme frem til beslutningen. Endringene gjennomfører endringer i MiFID II artikkel 48 nr. 5 nytt tredje ledd.

Det vises til omtale i kapittel 2.2.5.

Til endringene i § 11-24. Minste tillatte kursendring

For å gjennomføre MiFIR artikkel 49 nr. 2 nytt annet ledd, innføres en ny bestemmelse i § 11-24 tredje ledd.

Kommisjonsforordning (EU) 2017/588 (RTS 11) som gjennomført i norsk rett i verdipapirforskriften § 11-8, gir utfyllende regler om minste tillatte kursendring.

Utvalget viser til omtale i kapittel 2.2.4.

Til endringene i § 15-2. Kontroll av posisjonshåndtering

Bestemmelsens virkeområde utvides til å gjelde for handelsplasser hvor det handles i derivater med utslippskvoter som underliggende. Endringen gjennomfører endringer i MiFID II artikkel 57.

Kommisjonsforordning (EU) 2022/1299 til MiFID II, som gjennomført i norsk rett i verdipapirforskriften § 15-2, gir utfyllende regler om kontroll av posisjonshåndtering.

Det vises til omtale i kapittel 2.4.

Til endringene i § 15-3. Rapportering av posisjoner

Endringen gjennomfører endringer i MiFID II artikkel 58. Reglene om rapportering av posisjoner får et snevrere anvendelsesområde idet rapporteringskravene ikke lenger skal gjelde for handel i utslippskvoter, men begrenses til å gjelde for derivater på utslippskvoter og varederivater.

Det gjøres også endringer i reglene om ukentlig rapportering. For handelsplasser hvor det handles opsjoner, skal det heretter avgis to ukentlige rapporter, hvorav én skal bestå av både futures og opsjoner, og én skal bestå av kun futures.

Kommisjonsforordning (EU) 2017/565 til MiFID II som gjennomført i norsk rett i verdipapirforskriften § 2-2, gir utfyllende regler om posisjonsrapportering.

Det vises til omtale i kapittel 2.4.

Kapittel 11

Forslag til lovendringer

Forslag til lov om endringer i Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)

Forslaget er utformet ut fra gjeldende lov pr. 24. juni 2024.

Kapittel 1. Endringer i verdipapirhandelloven

I § 2-7 gjøres følgende endringer:

Niende ledd skal lyde:

(9) Med multilateralt system menes et system som definert i forordning (EU) 600/2014 artikkel 2 nr. 1 punkt (11).

Tiende ledd skal lyde:

(10) Med systematisk internaliserer menes et verdipapirforetak som på organisert, regelmessig og systematisk måte handler aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer for egen regning ved utførelse av kundeordre utenfor handelsplass uten å drive et multilateralt system. Verdipapirforetak kan velge å registrere seg som systematisk internaliserer selv om det ikke tilfredsstiller kriteriene i denne bestemmelsen.

§ 8-1 første ledd skal lyde:

(1) EØS-avtalen vedlegg IX forordning (EU) nr. 600/2014 (om markeder for finansielle instrumenter (verdipapirmarkedsforordningen)) som endret ved forordning (EU) nr. 1033/2016 og forordning (EU) nr. 2024/791 gjelder som lov med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

§ 9-3 annet ledd nr. 6 bokstav b skal lyde:

b. er medlem eller deltaker på et regulert marked eller en multilateral handelsfasilitet med mindre det dreier seg om et ikke-finansielt foretak som utfører transaksjoner på en handelsplass som ledd i likviditetsstyring eller på en objektivt målbar måte reduserer risiko direkte relatert til forretningsvirksomheten

eller likviditetsfinansieringen til foretaket eller foretak i samme konsern,

Ny § 9-26 første ledd nr. 9 skal lyde:

9. har ordninger som sikrer at de møter kravene til datakvalitet som følger av verdipapirmarkedsforordningen artikkel 22b.

I § 10-19 gjøres følgende endringer:

Åttende ledd skal lyde:

(8) Verdipapirforetak skal kontrollere sine systemer og retningslinjer for ordreførelse for å avdekke og utbedre eventuelle svakheter. Blant annet skal verdipapirforetaket jevnlig evaluere om bruk av utførelsesplassene som nevnt i retningslinjene, er egnet til å oppnå best mulig resultat for kundene, eller om det er behov for endringer. Verdipapirforetaket skal opplyse om alle vesentlige endringer i foretakets systemer og retningslinjer for ordreførelse til kunder som foretaket har en løpende relasjon med.

Elleve ledd oppheves.

Tolvte ledd blir nytt ellefte ledd.

§ 10-20 oppheves.

Nye § 11-18 første ledd nr. 5 og 6 skal lyde:

5. har ordninger som sikrer at det møter kravene til datakvalitet som følger av verdipapirmarkedsforordningen artikkel 22b,
6. at det har minst tre aktive brukere eller medlemmer som kan delta i prisdannelsen.

I § 11-19 gjøres følgende endringer:

Fjerde ledd skal lyde:

(4) Det regulerte markedet kan midlertidig stanse eller begrense handelen for en kort periode i krisesituasjoner eller ved betydelige prissvingninger for et finansielt instrument på det regulerte markedet eller et annet relatert marked. Det regu-

lerte markedet kan i særlige tilfeller kansellere, endre eller korrigere enhver transaksjon.

Nytt syvende ledd skal lyde:

(7) *Det regulerte markedet skal på sin hjemmeside opplyse om årsaken til at handelen i et finansielt instrument har blitt stanset eller begrenset. Videre skal det opplyses om prinsippene for fastsettelsen av de sentrale tekniske parameterne som ligger til grunn for denne beslutningen.*

Syvende ledd blir nytt åttende ledd.

I § 11-24 gjøres følgende endringer:

Nytt tredje ledd skal lyde

(3) *For aksjer med et internasjonalt identifikasjonsnummer (ISIN) utstedt utenfor EØS, eller for aksjer som har et EØS-ISIN og som omsettes på en handelsplass i et tredjeland i den lokale valutaen eller valutaen til et land utenfor EØS i henhold til MiFIR artikkel 23 nr. 1 bokstav a, kan regulerte markeder fastsette samme minste tillatte kursendring som gjelder på en handelsplass i et tredjeland som er det mest likvide markedet for omsetning av aksjene.*

Tredje ledd blir nytt fjerde ledd.

§ 11-25 oppheves.

I § 15-2 gjøres følgende endringer:

Første ledd første setning skal lyde:

(1) Et verdipapirforetak eller en markedsoperatør som driver en handelsplass der det handles varederivater eller derivater på utslippskvoter, skal foreta kontroll av posisjonshåndteringen.

Annet ledd skal lyde:

(2) Myndigheten til å få opplysninger, herunder all relevant dokumentasjon, etter første ledd nr. 2 skal også omfatte posisjoner i derivater på utslippskvoter eller posisjoner i varederivater som er basert på samme underliggende, og som deler de samme egenskapene på andre handelsplasser og i økonomisk likeverdige OTC-kontrakter dersom de holdes gjennom medlemmer eller deltakere.

I § 15-3 gjøres følgende endringer:

Første ledd nr. 1 skal lyde:

(1) Et verdipapirforetak eller en markedsoperatør som driver en handelsplass der det

handles *varederivater eller derivater på utslippskvoter*, skal rapportere posisjoner på følgende måte:

1. (i) *Verdipapirforetak eller markedsoperatør som driver en handelsplass der opsjoner handles, skal offentliggjøre to ukentlige rapporter, der en av rapportene ekskluderer opsjoner, om de samlede posisjonene som innehas av de forskjellige kategoriene av personer som nevnt i femte ledd, for de forskjellige varederivatene eller derivatene på utslippskvotene som handles på deres handelsplasser. Rapportene skal angi:*
 - a) antallet lange og korte posisjoner per kategori,
 - b) endringer i posisjonene siden forrige rapport,
 - c) prosentandelen av det samlede antallet åpne posisjoner for hver kategori, og
 - d) antallet personer som innehar en posisjon i hver kategori.
- (ii) *Verdipapirforetak eller markedsoperatør som driver en handelsplass der opsjoner ikke handles, skal offentliggjøre en ukentlig rapport som inneholder de samme elementene som i punkt (i).*

Annet ledd skal lyde:

(2) Et verdipapirforetak som handler varederivater eller derivater på utslippskvoter utenfor en handelsplass, skal minst daglig gi tilsynsmyndigheten til handelsplassen der *varederivatene eller derivatene på utslippskvotene* handles, en fullstendig oversikt over sine posisjoner, herunder posisjoner som innehas av kundene og kundenes kunder igjen ned til sluttkundenivå, i

1. nevnte instrumenter som handles på en handelsplass i de tilfeller der dette er relevant, og

2. i økonomisk likeverdige OTC-kontrakter.

For posisjoner i varederivater der det er fastsatt en felles posisjonsgrense etter § 15-1 syvende ledd, skal oversikten nevnt i første punktum i stedet sendes til den sentrale tilsynsmyndigheten.

Femte ledd første setning før kolon skal lyde:

(5) Et verdipapirforetak eller en markedsoperatør som driver en handelsplass, skal klassifisere personer som innehar posisjoner i *varederivater eller derivater på utslippskvoter* ut fra arten av deres hovedvirksomhet, som enten:

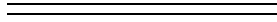
Kapittel 2. Ikrafttredelse og overgangsregler

§ 2-1. Ikrafttredelse

Loven gjelder fra den tid Kongen bestemmer. Kongen kan sette i kraft de enkelte bestemmelsene til forskjellig tid.

§ 2-2. Overgangsregler

Departementet kan fastsette overgangsregler i forskrift.



Norges offentlige utredninger

2023

Arbeids- og inkluderingsdepartementet:

NOU 2023: 11 Raskt og riktig
NOU 2023: 12 Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2023

Barne- og familiedepartementet:

NOU 2023: 7 Trygg barndom, sikker fremtid
NOU 2023: 24 Med barnet hele veien

Finansdepartementet:

NOU 2023: 6 Finanstilsynet i en ny tid – ny lov om
Finanstilsynet
NOU 2023: 15 Bærekraftsrapportering
NOU 2023: 30 Utfordringer for lønnsdannelsen
og norsk økonomi

Forsvarsdepartementet:

NOU 2023: 14 Forsvarskommissjonen av 2021

Helse- og omsorgsdepartementet:

NOU 2023: 2 Fremtidens apotek – fleksibelt og
forsvarlig
NOU 2023: 4 Tid for handling
NOU 2023: 5 Den store forskjellen
NOU 2023: 8 Fellesskapets sykehus
NOU 2023: 29 Abort i Norge

Justis- og beredskapsdepartementet:

NOU 2023: 17 Nå er det alvor

Klima- og miljødepartementet:

NOU 2023: 18 Genteknologi i en bærekraftig fremtid
NOU 2023: 25 Omstilling til lavutslipp

Kommunal- og distriktsdepartementet:

NOU 2023: 9 Generalistkommunesystemet
NOU 2023: 21 Embetsordningen – i takt med tiden

Kultur- og likestillingsdepartementet:

NOU 2023: 13 På høy tid
NOU 2023: 20 Tegnspråk for livet

Kunnskapsdepartementet:

NOU 2023: 1 Kvalitetsvurdering og kvalitetsutvikling
i skolen
NOU 2023: 19 Læring, hvor ble det av deg i alt
mylderet?
NOU 2023: 27 Et nytt system for kvalitetsutvikling

Nærings- og fiskeridepartementet:

NOU 2023: 10 Leve og oppleve
NOU 2023: 23 Helhetlig forvaltning av
akvakultur for bærekraftig verdiskaping
NOU 2023: 26 Ny lov om offentlige anskaffelser
– Første delutredning
NOU 2023: 28 Investeringskontroll

Olje- og energidepartementet:

NOU 2023: 3 Mer av alt – raskere

Samferdselsdepartementet:

NOU 2023: 22 På vei mot en bedre regulert
drosjenæring

Statsministerens kontor:

NOU 2023: 16 Evaluering av pandemihåndteringen

Bestilling av publikasjoner

Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon
publikasjoner.dep.no
Telefon: 22 24 00 00

Publikasjonene er også tilgjengelige på
www.regjeringen.no

Trykk: Departementenes sikkerhets- og
serviceorganisasjon – 08/2024