

## NOTAT

27. juni 2017

# Handelsgennemsigtighed og muligheder for at fritage og udsætte offentliggørelse af oplysninger

EU ønsker at fremme handelsgennemsigtigheden på de finansielle markeder i Europa. Med en større gennemsigtighed vil investorerne bedre og nemmere kunne vurdere de priser, som de bliver tilbudt i markedet. Det vil bidrage til lavere transaktionsomkostninger og en mere effektiv prisdannelse, hvilket kan tiltrække flere investorer og styrke omsætningen, jf. Finanstilsynets diskussionspapir om handelsgennemsigtighed og det danske marked for realkreditobligationer.<sup>1</sup>

På den baggrund indføres i EU nye fælleseuropæiske krav til både før- og efterhandelsgennemsigtighed for obligationer, strukturerede finansielle produkter, emissionskvoter og derivater, der handles på organiserede handelspladser. Det sker gennem EU-forordningen om markeder for finansielle instrumenter (MiFIR), som træder i kraft den 3. januar 2018.<sup>2</sup>

Samtidig er EU opmærksom på, at høj gennemsigtighed kan få u hensigtsmæssige følger på nogle markeder, særligt fordi det kan mindske likviditeten.

MiFIR åbner derfor op for, at de nationale kompetente myndigheder (i Danmark Finanstilsynet) kan give markedsoperatørerne og værdipapirhandlere af forskellige finansielle instrumenter mulighed for visse fritagelser for kravene om handelsgennemsigtighed på førhandelssiden, dvs. for ordrer. På efterhandelssiden kan Finanstilsynet give mulighed for at udsætte offentliggørelse af handelsoplysninger.

Finanstilsynet har besluttet at bruge nogle af mulighederne i MiFIR for fritagelse og udsættelse. Det er for obligationer og derivater vist i tabel 1. Samtidig bemærker Finanstilsynet, at der er mulighed for at ændre beslutningerne,

### FINANSTILSYNET

Århusgade 110  
2100 København Ø

Tlf. 33 55 82 82  
Fax 33 55 82 00  
CVR-nr. 10 59 81 84  
finansstilsynet@ftnet.dk  
www.finanstilsynet.dk

### ERHVERVSMINISTERIET

<sup>1</sup> For en nærmere beskrivelse af konsekvenserne af handelsgennemsigtighed for det danske realkreditmarked se Finanstilsynet (2017), "Transparens og likviditet – Handelsgennemsigtighed og vel-fungerende marked for realkreditobligationer", Diskussionspapir.

<sup>2</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 om markeder for finansielle instrumenter (MiFIR). Forordningen indeholder bl.a. krav om, at en operatør af en markedsplads skal offentliggøre de aktuelle købs- og salgspriser samt oplysninger om markedsdybden (førhandelsgennemsigtighed). Når en handel er indgået, skal bl.a. pris, mængde og tidspunktet for transaktionen offentliggøres (efterhandelsgennemsigtighed). Det skal ske så hurtigt som teknisk muligt og højst fem minutter efter, at handlen er indgået (i en overgangsperiode indtil januar 2020 er det øvre krav dog 15 minutter).

hvis forudsætningerne ændrer sig. Beslutningerne kan også fraviges, hvis Finanstilsynet vurderer, at der er særlige forhold i en ansøgning, som berettiger det.

For strukturerede finansielle produkter og emissionskvoter vil Finanstilsynet vurdere eventuelle ansøgninger og give fritagelser og udsættelser ud fra samme principper, som ligger til grund for beslutningerne for obligationer og derivater, se nedenfor.

**Tabel 1: Muligheder for at fritage og udsætte offentliggørelse**

|  | Obligationer |               | Derivater |             |
|--|--------------|---------------|-----------|-------------|
|  | Før          | Efter         | Før       | Efter       |
| <i>Order facility management waiver</i>    | ✓            | N.a.          | ✓         | N.a.        |
| <i>Illikviditet</i>                        | ÷            | ÷             | ✓         | ✓<br>(T+2d) |
| <i>Size specific to instrument (SSTI)*</i> | ✓            | ÷/✓<br>(T+2d) | ✓         | ✓<br>(T+4u) |
| <i>Large in scale (LIS)</i>                | ✓            | ✓<br>(T+2d)   | ✓         | ✓<br>(T+4u) |

Note: \* For statsobligationer gives der udsættelse på grund af SSTI, mens der ikke gives SSTI-udsættelse for alle øvrige obligationer. Order facility management waiver er markeret med "N.a." på efterhandelssiden, da den kun er relevant for ordrer (førhandelssiden). Aktivklasserne følger definitionerne i Kommissionens delegerede forordning (EU) af 14. juli 2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 om markeder for finansielle instrumenter, hvad angår reguleringsmæssige tekniske standarder for gennemsigtighedskrav for markedspladser og investeringsselskaber med hensyn til obligationer, strukturerede finansielle produkter, emissionskvoter og derivater. Obligationer omfatter i dette notat ikke Exchange Traded Certificates (ETC) og Exchange Traded Notes (ETN).

Offentliggørelsen af Finanstilsynets beslutninger om fritagelser og udsættelser markerer afslutningen på den debat, som Finanstilsynet for alvor satte i gang i foråret 2017. Det skete ved et seminar om handelsgennemsigtighed og dens betydning for det danske marked for realkreditobligationer. Forud for seminaret udgav Finanstilsynet desuden et diskussionspapir, hvor Finanstilsynet inviterede alle interessenter til at give deres vurdering af handelsgennemsigtighed og dens effekt på markederne, herunder de forskellige muligheder for fritagelser for offentliggørelse.

Debatten og de modtagne vurderinger af handelsgennemsigtighed har styrket Finanstilsynets beslutningsgrundlag for at vurdere, hvilke muligheder for fritagelser og udsættelser Finanstilsynet vil give.

## Fritagelser og udsættelser givet af Finanstilsynet

### 1. Alle finansielle instrumenter

#### Order facility management waiver

Ordre, der bliver opbevaret i et ordrestyringssystem på markedspladsen, kan fritages for offentliggørelsesforpligtelserne.

Finanstilsynet giver denne fritagelse for alle finansielle instrumenter<sup>3</sup>, da det sikrer, at handelssystemerne fortsat automatisk kan håndtere bl.a. stop- og iceberg-ordre i et opbevaringssystem.

På den måde kan markedspladsen facilitere og organisere håndtering af ordre på en ensartet og omkostningseffektiv måde. Alternativt skulle investorerne selv lægge en ny ordre ind, hver gang den tidligere ordre var blevet eksekveret, eller når prisen havde nået et bestemt niveau.

### 2. Obligationer

#### Illikviditet

Finanstilsynet giver ikke mulighed for fritagelse eller udsættelse af offentliggørelse som følge af illikviditet.

Faste kvantitative kriterier i MiFIR definerer, om et instrument er illikvidt.<sup>4</sup> Disse kriterier er givet ved grænseværdier for henholdsvis:

- den gennemsnitlige daglige omsætning angivet i euro
- det gennemsnitlige antal handler pr. dag
- andel af dage, hvor instrumentet er handlet i den betragtede periode.

Finanstilsynet vurderer, at gennemsigthed for ordre og handler i obligationer, der defineres som illikvide ifølge MiFIR, ikke vil have u hensigtsmæssige konsekvenser for markedet, herunder for likviditeten.<sup>5</sup>

Vurderingen afspejler, at Finanstilsynet anser MiFIR-definitionen på illikviditet som værende for bred. Den vil bl.a. omfatte stort set alle erhvervsobligationer

<sup>3</sup> Dvs. obligationer, strukturerede finansielle produkter, emissionskvoter og derivater.

<sup>4</sup> Se grænseværdierne i Annex III i Kommissionens delegerede forordning (EU) af 14. juli 2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 om markeder for finansielle instrumenter, hvad angår reguleringsmæssige tekniske standarder for gennemsigthedskrav for markedspladser og investeringsselskaber med hensyn til obligationer, strukturerede finansielle produkter, emissionskvoter og derivater.

<sup>5</sup> Obligationer omfatter i dette notat ikke Exchange Traded Certificates (ETC) og Exchange Traded Notes (ETN).

og langt de fleste realkreditobligationer – også de obligationer, som generelt opfattes som likvide.

Derfor konstaterer Finanstilsynet, at hvis illikviditet giver mulighed for fritagelse eller udsættelse, vil der kunne ske handel uden gennemsigtighed for langt størstedelen af erhvervs- og realkreditobligationsserierne, og at disse serier omfatter en betydelig del af det samlede udestående.

Samtidig har Finanstilsynet noteret sig, at der er tilfredshed med det nuværende regime for gennemsigtighed på efterhandelssiden. Regimet indebærer, at oplysninger om handler for alle erhvervs- og realkreditobligationsserier (og dermed også serier omfattet af definitionen på illikviditet i MiFIR) offentliggøres senest tre minutter efter transaktionen. For handler på mindst 20 mio. kr. for erhvervsobligationer og mindst 100 mio. kr. for realkreditobligationer kan offentliggørelsen dog udsættes til handelsdagens afslutning.

### **Size specific to instrument (SSTI)**

På førhandelssiden giver Finanstilsynet fritagelse for ordrer, der opfylder kriterierne for SSTI.

Kriterierne for SSTI-fritagelsen er bl.a., at ordren skal være over en størrelse, der er specifik for det finansielle instrument, og at ordren skal være i et request-for-quote-system eller et voicehandelssystem.

At Finanstilsynet giver mulighed for SSTI-fritagelsen skal ses i sammenhæng med, at fritagelsen i MiFIR automatisk er givet til de systematiske internalisatorer.<sup>6</sup> For at sikre lige konkurrencevilkår mellem markedspladser og systematiske internalisatorer giver Finanstilsynet også markedsoperatører og investeringsselskaber, der driver en markedsplads, mulighed for SSTI-fritagelsen.

På efterhandelssiden giver Finanstilsynet mulighed for at udsætte offentliggørelse af handelsoplysninger på grund af SSTI for statsobligationer, men ikke for andre obligationer.<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> En systematisk internalisator er et investeringsselskab, der på et organiseret, hyppigt, systematisk og væsentligt grundlag handler for egen regning ved at udføre kundeordrer udenfor et reguleret marked, jf. definitionen i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU om markeder for finansielle instrumenter (MiFID II).

<sup>7</sup> Det bemærkes, at SSTI- udsættelse af handelsoplysninger på efterhandelssiden i MiFIR ikke forudsætter, at handlen skal foregå i specifikke handelssystemer.

Finanstilsynets beslutning har betydning for markedsoperatører og investeringselskaber, der driver en markedsplads, samt systematiske internalisatorer. Sidstnævnte har ikke i MiFIR automatisk udsættelse på grund af SSTI, sådan som det er tilfældet for SSTI-fritagelsen på førhandelssiden.

Finanstilsynet giver mulighed for udsættelse på grund af SSTI ved handel med statsobligationer. Det afspejler, at de forventede værdier for SSTI- og LIS-grænserne begge kommer til at ligge meget højt – og betydeligt højere end for andre obligationstyper.

Finanstilsynet giver ikke SSTI-udsættelse for andre obligationer end statsobligationer, fordi Finanstilsynet vurderer, at gennemsigthed for handler i disse obligationer, når handlen er over SSTI-grænsen og under grænsen for Large in scale (LIS), jf. nedenfor, ikke giver likviditetsudbyderne uhensigtsmæssige risici.

Det skal bl.a. ses i lyset af, at der med de nuværende regler ikke er mulighed for at udsætte offentliggørelse af handler i erhvervs- og realkreditobligationer under henholdsvis 20 og 100 mio. kr. Det omfatter også handelsstørrelser mellem de forventede SSTI- og LIS-grænser. Finanstilsynet vurderer, at denne gennemsigthed fungerer godt.

### **Large in scale (LIS)**

LIS omfatter ordrer eller transaktioner, som er store i forhold til den normale handelsvolumen.

På førhandelssiden giver Finanstilsynet fritagelse for ordreoplysninger som følge af LIS.

Det bemærkes, at LIS i forvejen gælder for ordrer, der opfylder kriterierne for SSTI-fritagelsen. Det skyldes, at grænsen for SSTI altid er lavere end for LIS.

Visse ordrer over SSTI-grænsen er dog ikke omfattet af SSTI-fritagelsen. Det er f.eks. tilfældet, hvis ordren ikke er i et request-for-quote-system eller et voicehandelssystem.

På den baggrund indgår det i Finanstilsynets beslutning, at der på efterhandelssiden gives mulighed for udsættelse på grund af LIS, se nedenfor. Hvis der ikke er givet fritagelse, kan markedsdeltagerne se ordreoplysninger, herunder størrelse. De kan også se, om en ordre forsvinder. I disse tilfælde ved de, at ordren enten er blevet annulleret eller handlet. Markedsdeltagerne ved dermed med en vis sandsynlighed, at der er sket en handel, og hvor stor denne handel er. De kan dermed ved hjælp af førhandelsinformation opnå en eventuel efterhandelsinformation, som mindsker værdien af at give udsættelse på grund af LIS.

På efterhandelsiden giver Finanstilsynet mulighed for at udsætte offentliggørelse af handler over LIS-grænsen.

Flere aktører i branchen har både direkte og indirekte gennem Børsmæglerforeningen og Finans Danmark udtrykt, at de vil søge at facilitere indgåelsen af en civilretlig brancheaftale. Brancheaftalen skal sikre, at det nuværende efterhandelsregime kan fortsætte. Det vil sige, at oplysninger om alle handler bliver offentliggjort hurtigst muligt – og højst tre minutter – efter, at handlen er indgået. Dog offentliggøres oplysninger om handler på mindst 20 mio. kr. for erhvervsobligationer og mindst 100 mio. kr. for realkreditobligationer senest ved handelsdagens afslutning.

Hvis brancheaftalen bliver gennemført i den ovenfor skitserede form, vil ingen markedsdeltagere få mindre gennemsigtighed, end de har i dag.

Finanstilsynet vurderer, at en sådan aftale sikrer en fornuftig balance mellem en vis mængde gennemsigtighed, som markedsdeltagerne kan bruge til at fastsætte priserne, og det, at det ikke har u hensigtsmæssige virkninger for likviditeten.

Vurderingen afspejler, at der hurtigst muligt efter handlen vil ske offentliggørelse af langt de fleste handler, da de ligger under grænserne på henholdsvis 20 og 100 mio. kr. Sammenlignet med aktier gælder det desuden for obligationer, at handelsfrekvensen er lav, og prisen relativt stabil. Oplysninger om store handler indeholder derfor stadig relevant information for markedsdeltagerne, når oplysningerne offentliggøres ved handelsdagens afslutning.

De få og store handler står for over halvdelen af omsætningen i både erhvervs- og realkreditobligationer. Få, store handler medfører en lav sandsynlighed for at matche en køber og en sælger på et givet tidspunkt. Market makerne fungerer her som mellemlid ved at købe obligationerne og holde dem på balancen, indtil der er fundet en køber.

Ved store køb vil det ofte tage nogle timer for en market maker at få solgt obligationerne videre. Hvis de andre markedsdeltagere ved, at der netop er blevet solgt en stor mængde obligationer, kan de udnytte denne viden til straks at sætte prisen ned. Det gør det mindre attraktivt for market makeren at indgå store handler og medfører risiko for, at market makerne ikke længere – eller kun i begrænset omfang – vil agere i markedet. Det kan svække likviditeten, særligt fordi market makerne står for langt den største del af omsætningen på obligationsmarkederne.

Hvis det bliver sværere og derfor dyrere at foretage store handler, vil det få betydning for, hvor godt markederne fungerer. En konsekvens vil være, at låntagerne skal betale højere renter.

På den baggrund ønsker Finanstilsynet at understøtte muligheden for, at branchen kan indgå en aftale, som viderefører det nuværende gennemsigthedsregime.

Finanstilsynet giver derfor mulighed for en standardudsættelse, som indebærer, at offentliggørelse af alle handlens oplysninger kan udsættes til senest kl. 19.00 den anden handelsdag efter transaktionen. Det er den kortest mulige udsættelsesperiode, som Finanstilsynet kan give.

Udsættelsen er givet ud fra den forudsætning, at branchen indgår en aftale, der viderefører de nuværende regler for gennemsigthed. Hvis det ikke er tilfældet, vil Finanstilsynet genoverveje beslutningen.

### 3. Derivater

På førhandelssiden giver Finanstilsynet mulighed for alle de mulige fritagelser for derivater, jf. tabel 1.

På efterhandelssiden giver Finanstilsynet mulighed for udsættelse i alle de mulige tilfælde, sådan at offentliggørelse af handelsoplysningerne skal ske senest kl. 19 den anden handelsdag efter transaktionen, jf. tabel 1. For handler, som opfylder kriterierne for SSTI eller LIS, gives der dog mulighed for udvidet udsættelse. Det vil sige, at oplysninger om volumen skal offentliggøres senest fire uger efter, at transaktionen har fundet sted.

Handlen med derivater adskiller sig fra handlen med obligationer på en række punkter. Det drejer sig bl.a. om følgende:

- Der er p.t. ikke gennemsigthed for derivater. Udgangspunktet for gennemsigthed er dermed et andet end for obligationer.
- Der er meget få markedsdeltagere på derivatmarkedet. Dermed er det relativt let at vurdere, hvem der har indgået en derivathandel.
- Markedsdeltagerne oplyser, at det ofte tager et stykke tid at få risikoen arbejdet af bøgerne, når de har købt derivater. For store handler kan det ifølge markedsdeltagerne tage flere uger. Det kan medføre risiko for, at markedet flytter sig imod market makeren. Dermed bliver det dyrere for market makeren at arbejde sig ud af positionen og den tilhørende risiko. I givet fald kan det blive mindre attraktivt for market makerne at indgå derivathandel, og det kan svække likviditeten.
- Finanstilsynet har p.t. et ringere datagrundlag for handel med derivater end for obligationer. Det gør det vanskeligere for Finanstilsynet at vurdere eventuelle konsekvenser, hvis der bliver en meget høj grad

af gennemsigtighed på før- og efterhandelssiden. På længere sigt forventer Finanstilsynet, at datakvaliteten vil forbedres.<sup>8</sup> Det kan give anledning til at genoverveje de givne fritagelser og udsættelser.

På baggrund af disse forskelle vælger Finanstilsynet at give mulighed for en lavere grad af gennemsigtighed for handel med derivater end for obligationer.

## Proces for fritagelser og udsættelser

### Fritagelse for førhandelsgennemsigtighed

En operatør af en markedsplads skal sende en dispensationsansøgning til Finanstilsynet, hvis den ønsker at blive fritaget for offentliggørelsesforpligtelserne på førhandelssiden. En skabelon for ansøgning om dispensation ligger på Finanstilsynets hjemmeside.

Finanstilsynet vurderer ansøgningerne individuelt. Hvis Finanstilsynet kan imødekomme en ansøgning, skal Finanstilsynet underrette Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) og de andre kompetente myndigheder i EU om den påtænkte anvendelse af hver enkelt dispensation og redegøre for, hvordan den vil finde anvendelse. Det skal ske senest fire måneder før, at dispensationen påtænkes at have virkning.<sup>9</sup>

ESMA kontrollerer, at de formelle krav er opfyldt i Finanstilsynets redegørelse. Senest to måneder efter at have modtaget underretningen skal ESMA afgive en ikke-bindende udtalelse (non-binding opinion).

De kompetente myndigheder i de andre EU-lande har mulighed for at gøre indsigelse mod en dispensation. I givet fald kan Finanstilsynet indbringe sagen for ESMA, som vurderer indsigelsen.

Finanstilsynet har mulighed for på eget initiativ eller efter anmodning fra andre kompetente myndigheder at inddrage en givet dispensation. Det kan ske, hvis dispensationen bliver anvendt på en måde, der afviger fra det oprindelige formål, eller med henblik på at omgå kravene for dispensationen.<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> Blandt andet vil flere derivater formentligt blive handlet på en markedsplads. Dermed vil handlerne blive omfattet af pligten til transaktionsrapportering under MiFIR. Desuden arbejdes der på europæisk plan på at forbedre anvendelsen af derivatdata indrapporteret som følge af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) Nr. 648/2012 af 4. juli om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre (EMIR).

<sup>9</sup> MiFIR art. 9, stk. 2.

<sup>10</sup> MiFIR art. 9, stk. 3.



## Udsat offentliggørelse af handelsoplysninger

På efterhandelssiden kan Finanstilsynet tillade operatører af en markedsplads at udsætte offentliggørelsen af handelsoplysninger på grundlag af handlens størrelse eller type. Det samme gør sig gældende for systematiske internalisatorer.<sup>11</sup>

Operatører af en markedsplads skal indhente en forhåndsgodkendelse (tilladelse) fra Finanstilsynet, før de udsætter offentliggørelsen af handelsoplysningerne. Systematiske internalisatorer har de samme fritagelser som operatører af en markedsplads, men behøver ikke en forhåndsgodkendelse.

På efterhandelssiden skal ESMA alene overvåge anvendelsen af Finanstilsynets forhåndsgodkendelser. MiFIR regulerer med andre ord ikke processen for Finanstilsynets forhåndsgodkendelser på efterhandelssiden. Dermed er der videre rammer for den nationale regulering for Finanstilsynets forhåndsgodkendelser på efterhandelssiden. De almindelige forvaltningsretlige regler skal dog til hver en tid iagttages.

På den baggrund vurderer Finanstilsynet, at operatører af en markedsplads eller andre investeringsselskaber ikke skal ansøge om forhåndsgodkendelse til at udsætte offentliggørelse af handelsoplysninger, når ordningerne lever op til kriterierne for de mulige udsættelser, som Finanstilsynet vil tillade, jf. ovenfor. Finanstilsynet kan nøjes med at offentliggøre, hvilke udsættelser der gives, og hvilke kriterier der skal være opfyldt.

Operatører af en markedsplads og investeringsselskaberne skal dog orientere Finanstilsynet om, hvilke udsættelser de benytter. Det giver Finanstilsynet mulighed for at føre tilsyn med, hvordan aktørerne anvender udsættelserne. Finanstilsynet kan dermed også give ESMA de oplysninger, som ESMA sandsynligvis vil efterspørge i forbindelse med deres overvågning af Finanstilsynets forhåndsgodkendelser.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> MiFIR, art. 21, stk. 4.

<sup>12</sup> ESMA skal årligt forelægge Kommissionen en rapport om, hvordan udsættelserne anvendes i praksis.