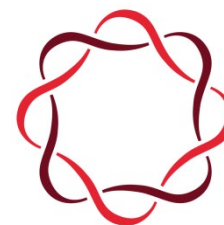


Finanstilsynet  
Århusgade 110  
2100 København Ø

Att.: Vicki Erfurt Larsen ([vel@ftnet.dk](mailto:vel@ftnet.dk)) samt Helene Isabella Larsen ([hellar@em.dk](mailto:hellar@em.dk))  
Kopi til Finanstilsynets EU-mail ([EU.mail@ftnet.dk](mailto:EU.mail@ftnet.dk))



---

**FINANS  
DANMARK**

15. december 2021  
FIDA-1569526380-40

## Finans Danmarks svar til specialudvalgs- høring om EU-Kommissionens forslag til revision af MiFID/MiFIR

Finans Danmark har modtaget EU-Kommissionens forslag om revision af MiFID II/ MiFIR fra Finanstilsynet med anmodning om bemærkninger senest 15. december 2021. Finans Danmark takker for muligheden for at kommentere forslaget. Vi finder dog tidsfristen meget kort, og vi vil derfor tillade os at tage forbehold for yderligere bemærkninger.

Nedenfor vil vi indledningsvis præsentere generelle bemærkninger efterfulgt af mere konkrete input.

### Generelle bemærkninger

1. EU-Kommissionen har udarbejdet et forslag til revideret MiFID II/MiFIR, hvor Consolidated Tape (CT) er omdrejningspunktet for de øvrige ændringer i MiFIDII/MiFIR. Formålet med reviewet er ifølge EU-Kommissionen en måde at øge gennemsigtigheden og mitigere de fragmenterede markeder som følge af MiFID I og MiFID II/MiFIR ved at skabe et konsolideret prisbillede.
2. Finans Danmark er først og fremmest bekymret for, at den konkurrence på værdipapirmarkederne, som blev introduceret ved MiFID I, er ved at blive kompromitteret med rækken af forslag fra EU-Kommissionen. Der synes at være et ønske om at få mest mulig handel ind over de regulerede markeder på bekostning af øvrige execution venues. Dermed bevæger de europæiske værdipapirmarkeder sig i retning af en form for børspligt, som vi så før MiFID I og diverse børsreformer. Forskellen er imidlertid, at hvor regulerede markeder før i tiden var enten offentlige utilities eller medlemsejede og "not-for-profit", er regulerede markeder i dag profitmaksimerende, og i stigende grad globalt orienterede, amerikansk forankrede virksomheder. Ydermere er der en hastig vertikal og horisontal konsolidering, som indebærer, at regulerede markeder, og i særlig grad

de traditionelle børser, både har kritisk infrastruktur inden for handel, clearing, afvikling, markedsdata og øvrig informationsvirksomhed (vendors, indeksproviders) i flere lande inden for samme koncern. Der er således i stigende grad få, men dominerende spillere på de europæiske/globale værdipapirmarkeder. Det er bekymrende for konkurrencen og bør give anledning til grundige overvejelser i EU-Kommissionen. På markedsdataområdet er der tale om deciderede monopoler. Det er ikke bare et problem for markedsaktørerne, herunder investorer og virksomheder, men også for nye spillere inden for fintech, som har vanskeligt ved at udfordre de etablerede spillere på værdipapirmarkederne, da markedsdata er uundværligt, men omkostningerne hertil er prohibitive.

15. december 2021  
FIDA-1569526380-40

3. Det er desuden Finans Danmarks opfattelse, at forslaget er mangelfuldt og uklart skrevet og flere steder er afhængig af kommende niveau 2-lovgivning, som er ukendt i skrivende stund. Det gør det endnu vanskeligere at analysere omfanget af forslaget og dets konsekvenser. Det er eksempelvis tilfældet for gennemsigtighedsregimet for non-equities, herunder likviditetskalibreringer for eksempelvis stats-, realkredit- og virksomhedsobligationer. Ligeledes er forslag om reviderede prisstillers-forpligtelser for systematiske internalisatorer (SI) – både for equities og non-equities, fastsættelse af omkostninger til markedsdata, scopet for CT'et m.v. afhængig af niveau 2-regler.
4. Derfor er det af yderste vigtighed med høj prioritering af såvel niveau 1- som niveau 2-arbejdet blandt andet for at sikre et gennemsigtighedsregime, som ikke kompromitterer den sårbare balance mellem gennemsigtighed og likviditet i handlen med finansielle instrumenter. Det kan eksempelvis også få negative konsekvenser for det danske realkreditmarked, hvis prisstillere (SI'ere) udsættes for yderligere risici, da det skaber dårligere likviditet og dermed højere renter for realkreditlån, hvilket skader boligejere og virksomheder med obligationslån. Det hænger ikke sammen med ønsket om at skabe en mere kapitalmarkedsbaseret økonomi i Europa.
5. Derudover er det Finans Danmarks vurdering, at et CT kan være et brugbart instrument, så længe en række forudsætninger er opfyldt, herunder frivillighed i brug. Den frivillighed er der imidlertid usikkerhed om i EU-Kommissionens forslag, hvilket bliver uddybet nedenfor.



6. Finans Danmark vil i tillæg hertil gerne understrege, at et CT på ingen måde løser problemerne med markedsdataomkostningerne (hvilket også ESMA har anført<sup>1</sup>), da markedsdeltagerne – uanset om der er et CT eller ej, fortsat er tvunget til at købe adgang til handelspladsernes (og i særlig grad regulerede markeders) unikke proprietærdata for at kunne drive deres forretning og leve op til regulatoriske forpligtelser. Derfor er det også yderst beklageligt, at EU-Kommissionen har valgt ikke at inkludere alle ESMA's anbefalinger til håndtering af markedsdataproblemerne og de traditionelle børsers markedsdatamonopol. Det rammer såvel investorer som virksomheder og giver lavere afkast til investorerne og højere kapitalomkostninger for virksomhederne. Alle anbefalinger fra ESMA bør således implementeres, da det er et stort og vigtigt skridt fremad i skabelsen af en kapitalmarkedsunion<sup>2</sup>.

15. december 2021  
FIDA-1569526380-40

7. Finans Danmark finder desuden, at EU-Kommissionen i for høj grad baserer sine beslutninger på problematiske data: En af de store udfordringer er netop datakvaliteten i EU-systemet, hvilket er bredt anerkendt – også af EU-Kommissionen. Eksempelvis bliver der stillet spørgsmålstejn ved validiteten af ESMA's rapport fra 2020<sup>3</sup> fra flere kilder<sup>4</sup>. Derfor forekommer det også paradoksalt og bekymrende, at flere af EU-Kommissionens forslag er baseret på tilsyneladende ikke-kvalitetsdata. Eksempelvis introducerer EU-Kommissionen forslag, der hæmmer konkurrencen mellem execution venues ved at dirigere flow over på især regulerede markeder på bekostning af ikke mindst SI-handel ved at skærpe handelsforpligtelsen i MiFIR, art. 23, skærpe tilgangen til multilateralt system og øge SI-kvoteringsforpligtelsen.

8. Finans Danmark kan desuden konstatere uenighed mellem ESMA og EU-Kommissionen om processen i relation til MiFID II/MiFIR Reviewet, hvilket forslaget bærer præg af: ESMA har løbende, og som foreskrevet i MiFID II/MiFIR's Review Clauses<sup>5</sup>, foretaget konsultationer og udarbejdet review-rapporter om de relevante emner. EU-Kommissionen valgte i februar 2020 også at udsende egen og overlappende konsultation, ligesom EU-Kommissionen eksempelvis har afholdt minimum en workshop om CT for udvalgte stakeholders<sup>6</sup>. EU-Kommissionen har kørt en uklar proces og i stor grad valgt at overhøre anbefalingerne fra ESMA på en række

---

<sup>1</sup> [ESMA Final Report, page 10, point 2](#)

<sup>2</sup> [ESMA Final Report, page 26-27, point 58-65](#)

<sup>3</sup> [ESMA statistical report 2020](#)

<sup>4</sup> Eksempelvis [Oxera report \(2021\)](#)

<sup>5</sup> MiFID II, art. 90 samt MiFIR, art. 52

<sup>6</sup> Der var ikke tale om en åben høring



områder, hvilket blandt andet indebærer, at flere af forslagene enten bliver meget vidtgående eller uklare/meningsløse. Det bliver præciseret under afsnittet med "specifikke bemærkninger".

9. Derudover er vi bekymrede for de arbitragemuligheder, som tilsyneladende bliver åbnet med UK's forventede review af UK-rammebetingelser for værdipapirområdet. Det er forventningen, at blandt andet Double Volume Cap (DVC) og Share Trading Obligation (STO) forsvinder i UK<sup>7</sup>. Finanstilsynet har siden den 15. oktober 2020 meddelt en række kreditinstitutter og investeringsselskaber fra Storbritannien betingede og midlertidige tilladelser til grænseoverskridende at yde eller udføre investerings-service og -aktiviteter i Danmark til danske godkendte modparter og professionelle kunder i overensstemmelse med § 33 i lov om finansiel virksomhed. I lyset heraf samt det, at UK investment firms kan handle på alle execution venues i og uden for UK, så længe Best Execution opfyldes, er der basis for, at UK investment firms kan tilbyde deres kunder, herunder danske kunder, bedre vilkår end EU-baserede investment firms har mulighed for. Det skaber i sagens natur basis for et unlevel playing field, som vi beder om at få adresseret. Vi er i den kontekst opmærksomme på EU-Kommissionens "Banking Package"<sup>8</sup>, hvori der er forslag om regulering af tredjelands udbydere af finansiel service, som muligvis kan håndtere udfordringen, men det synes ikke entydigt.
10. Rent sprogligt bærer forslaget i usædvanlig grad præg af inkonsistent og "ikke-MiFID-compliant" sprogbrug. Eksempelvis benyttes begreber som "exchanges" fremfor "regulerede markeder", "investment banks" i stedet for "investment firms", hvilket kan få betydelige konsekvenser.
11. Slutteligt er det centralt, at der arbejdes for en klar og transparent procesplan, inklusive rimelig implementeringstid. Erfaringerne fra både MiFID I og MiFID II/MiFIR viser, at der minimum bør være mindst 12 måneder fra, at både niveau 1 og niveau 2 er publiceret i "Official Journal of the European Union", til de finder anvendelse.

15. december 2021  
FIDA-1569526380-40

## Specifikke bemærkninger

*Consolidated Tape (CT)/Provider (CTP)*

---

<sup>7</sup> [Speech by John Glen MP, Economic Secretary to the Treasury, to the UK Finance Annual Dinner - GOV.UK \(www.gov.uk\)](#)

<sup>8</sup> [EU Commission - Banking Package](#)



1. Som indledningsvis nævnt kan et CT være et brugbart instrument, hvis en række forudsætninger er opfyldt. Det er Finans Danmarks vurdering, at såvel konstruktion som indhold, form, governance mv. er uklart beskrevet og bør præciseres yderligere: I det forklarende memorandum fremgår det, at de foretrukne modeller er option 1.2 (konkurrerende CT'er) og 1.4. (en uafhængig udbyder). Det fremgår af forslaget til art. 27da samt af recital 20, at der tilsyneladende er valgt en løsning med en enkelt udbyder pr. aktivklasse for en 5-årig periode. Det er imidlertid uklart fra teksten, i hvilket omfang CT'et skal være i stand til at supportere alle aktivklasser, eller om der, som en konsekvens af art. 27da, bliver etableret et CT for hver aktiv klasse. Sidstnævnte vurderes at være uhensigtsmæssigt i lyset af omkostningerne ved at drive et CT, og fordi der dermed ikke tages hensyn til afhængigheder mellem aktivklasser, såsom aktier og aktie-derivater og for de enkelte institutters (og generelt for market data providers) implementering af anvendelsen af CT'erne.
2. Scopet for CTP'erne er angivet i MiFIR revised, art. 1(2) samt art. 27da, til at være aktier, ETF'er, obligationer og derivater. Det er imidlertid uklart og bør præciseres, hvorvidt der startes med alle instrumenter, aktier, obligationer eller en kombination heraf. Ordlyden af art. 27da, stk. 3, samt recital 20 indikerer, at der startes med et post-trade tape for aktier, og det efter en periode undersøges, hvorvidt der er behov for et pre-trade tape samt dybden af det tape. Processen for de øvrige aktivklasser står hen i det uvisse og bør beskrives med samme tydelighed, herunder om der er tale om processer, som er uafhængige af aktiedelen. Opstart af processen for hver enkelt aktivklasse bør først indføres efter en grundig evaluering af den foregående proces og vurdering af behovet for en eventuel udvidelse, som angivet i forslag til art. 27da, stk. 3.
3. Finans Danmark støtter umiddelbart kravet om "mandatory contribution", jf. art. 1(10), og vi har noteret os, at det i art. 1(10)(3) fremgår, at transaktioner, der er foretaget uden for en handelsplads, kan sendes til CT'et enten direkte af investment firm **eller** via brug af APA (og ikke begge dele). Vi har desuden noteret os, at EU-Kommissionen har valgt en CT-model med "revenue sharing". Finans Danmark havde foretrukket en "not-for-profit" utility model, og vi vurderer, at den valgte "revenue sharing" fordyrer løsningen for databrugere i ganske betydelig grad. Vi undrer os ligeledes over, at EU-Kommissionen har valgt en revenue sharing model, hvor bidragsydere ikke behandles lige, da det alene er regulerede markeder, som får andel heri, jf. recital 21-24 og artikel 27da. Det er uhensigtsmæssigt og bør ændres. Vi kan konstatere, at de regulerede

15. december 2021  
FIDA-1569526380-40



markeder hævder, at de mister omsætning ved at bidrage til CT'et, hvorfor de skal kompenseres. Det er imidlertid ikke korrekt. Da markedsaktører, uanset om der eksisterer et CT eller ej, er tvunget til at købe adgang til handelspladsernes proprietærdata for at kunne eksistere som virksomhed og leve op til regulatoriske forpligtelser, får de regulerede markeder et yderligere revenue – dels deres sædvanlige (og stigende) revenue fra proprietærdata, dels fra CT-revenue. Det gælder både store og små regulerede markeder.

Finans Danmark har også noteret sig med tilfredshed, at der i henhold til MiFIR-forslaget recital 14 ikke er krav om "mandatory consumption". Imidlertid fremgår det af MiFID II-forslaget, recital 7, at man kan benytte CT til at dokumentere Best Execution. Det kan indebære en form for indirekte krav om at benytte CT. Det er helt centralt, at der ikke er hverken direkte eller indirekte krav om brug af CT. Ligeledes vurderer Finans Danmark, at mulighed for at benytte CT til at dokumentere Best Execution fordrer en revision af MiFID II, art. 27, idet der dels er en række nødvendige faktorer, der skal inkluderes i vurderingen af Best Execution i forhold til art. 27(1). Best Execution defineres ikke ved det resultat, der leveres til kunden, men ved om banken har taget alle tilstrækkelige skridt for at sikre det bedst mulige resultat. Derfor kan Best Execution ikke defineres ud fra, om et CT viser, at banken kunne have opnået en bedre pris ved at udføre ordren anderledes. Et CT vil indeholde data fra alle execution venues, men investment firms er ikke forpligtede til at benytte alle execution venues. Investment firms er berettigede til kun at bruge en delmængde af de execution venues, der vil indgå i et CT, til at levere Best Execution. Vi påpeger det, så der ikke utilsigtet opstår en ny forståelse af, hvad Best Execution er.

15. december 2021  
FIDA-1569526380-40

4. I forhold til Governance er det kritisk at ESMA har den overordnede styring med Consolidated Tape Provider (CTP) og benytter sig af et uafhængigt organ, som består af valgte personer, der repræsenterer forskellige synspunkter, og som har den nødvendige og dokumenterede ekspertise. Valgperioden bør maksimalt være 5 år, og det bør fremgå eksplicit, at ingen handelsplads kan få mulighed for (hverken nu eller på et senere tidspunkt) at erhverve et CT eller at hjælpe CTP'en med at administrere politikker, licenser, rapportering, håndtering af fees etc.
5. I forhold til brug af CT-data er det centralt, at det kontraktuelt er muligt at benytte CT-data i alle applikationer og uden nogen begrænsninger/restriktioner.



6. Finans Danmark finder det beklageligt, at CTP'ere, som anført i recital 27, ikke er forpligtet til leve op til forpligtelsen om at stille markedsdata gratis til rådighed efter 15 minutter. Det vil medvirke til at gøre CT'et væsentligt dyrere og dermed mindre attraktivt. Det taler også for, at CTP bør organiseres som en "not-for-profit"-utility.
7. I forhold til datakvalitet støtter vi, at data skal leveres ved brug af Market Model Typologi (MMT).

#### Omkostninger til markedsdata

1. Finans Danmark har ved en række lejligheder og i en længere årrække – både selvstændigt og i samarbejde med en række forskellige aktører på nordisk<sup>9</sup>, europæisk<sup>10</sup> og globalt<sup>11</sup> plan dokumenteret problemerne med stigende markedsdataomkostninger. Omkostningerne indebærer mindre gennemsigtighed og dårligere adgang til at handle værdipapirer på tværs af Europa, hvilket skaber mindre likviditet og højere omkostninger for såvel investorer som selskaber. ESMA anerkender problematikken og har i sine anbefalinger til EU-Kommissionen foreslået en række ændringer, som i stor grad kan imødegå problematikken<sup>12</sup>. EU-Kommissionen har desværre kun valgt at tage enkelte af anbefalingerne med: Det fremgår af recital 10, at ESMA's market data guidelines skal konverteres til lovgivning, og at ESMA skal have mandat til at styrke anvendelsen af MiFIR, art. 13. Det er inkluderet i forslaget art. 1(7).
2. Imidlertid er de øvrige af ESMA's centrale anbefalinger ikke er med i EU-Kommissionens udspil (pkt. b-d nedenfor, idet pkt. a er medtaget i forslaget), hvilket de skal, hvis vi skal forvente en positiv effekt i relation til markedsdataomkostninger:

- a) *add a mandate in the Level 1 text empowering ESMA to develop draft Technical Standards specifying the content, format and terminology of the RCB information that trading venues, APAs, CTPs and SIs have to provide according to Article 13 of MiFIR. Such an empowerment would allow to transform the supervisory guidance outlined*

15. december 2021  
FIDA-1569526380-40

---

<sup>9</sup> [Rapporter mv om problemer og konsekvenser ved stigende markedsdataomkostninger](#)

<sup>10</sup> [EFSA og EFAMA Joint Statements om problemer med stigende markedsdataomkostninger](#)

<sup>11</sup> [Global memo on market data costs](#) og [ICSA svar til IOSCO høring om markedsdataomkostninger](#)

<sup>12</sup> [ESMA Final Report, page 26-27, point 58-65](#)



above into binding Union law, thereby further strengthening the harmonised and consistent application of the RCB-provisions;

- b) *move the provision to provide market data on the basis of costs (Article 85 of CDR 2017/565 and Article 7 of CDR 2017/567) to the Level 1 text. Such a move would allow to further specify this general principle via Level 2-measures;*
- c) *add a requirement in the Level 1-text for trading venues, APAs, SIs and CTPs to share information on the actual costs for producing and disseminating market data as well as on the margins included with CAs and ESMA combined with an empowerment to develop L2 measures specifying the frequency, content and format of such information. Such a requirement should not be perceived as a measure to introduce price controls, but aims at enabling CAs (including ESMA in its future role as CA for APAs and CTPs) to better understand the pricing of market data and to assess whether market data is provided on an RCB;*
- d) *delete Article 86(2) of CDR 2017/565 and Article 8(2) of CDR 2017/567 allowing trading venues, APAs, CTPs and SIs to charge for market data proportionate to the value the market data represents to users. While ESMA considers that trading venues, APAs, CTPs and SIs may establish different categories of users as per Article 86(1) of CDR 2017/565 and Article 8(1) of CDR 2017/567, it appears that the second paragraph of these Articles undermines the main principle that market data should be priced-based on the costs for producing and disseminating the information. This is without prejudice to firms setting prices depending on the type of clients as long as this complies with the general principle of providing the data based on the costs for producing and disseminating the information.*

15. december 2021  
FIDA-1569526380-40

#### Gennemsigtighed for non-equities

1. EU-Kommissionens forslag om gennemsigtighed for non-equities forekommer vanskeligt forståeligt og meget vidtgående. Ligesom indledningsvis beskrevet vil en række af elementerne først blive fastlagt på niveau 2, hvilket komplicerer analysen yderligere. Når det er sagt, finder Finans Danmark det dog positivt med harmonisering af gennemsigtighedsregimet på europæisk plan, hvilket kan fremme et level playing field.





2. I forhold til gennemsigthedsforslaget anfører Kommissionen i art. 1 (6)(a) og (c), at de kompetente myndigheder har mulighed for at autorisere ...*...to defer the publication of price of transactions until end of day, or the volume of transactions for a maximum of two weeks*". I art. 1 (6)(c) er der i tillæg en specifik henvisning til investment grade og high yield obligationer, hvilket typisk er en henvisning til stats- og virksomhedsobligationer, og ikke til øvrige obligationskategorier. Vi anbefaler en justering af ordlyden, sådan at referencerne fremstår som eksempler og ikke en udtømmende liste. Vi foreslår derfor en ordlyd i retning af: "for bonds, the classification of bonds such as investment grade or high yield". På den måde vil man også kunne anvende andre anerkendte kategoriseringsmetoder – eksempelvis i forhold til realkreditobligationer.

15. december 2021  
FIDA-1569526380-40

3. Udskydelsesmulighederne vedrører transaktioner, der er Large in Scale (LIS) eller illikvide, jf. art 1(6)(c), hvor begge niveauer vil blive fastlagt på niveau 2 og er dermed ukendte på nuværende tidspunkt. Der vil ligeledes heller ikke længere være mulighed for udskydelse af transaktioner, der er større end Size Specific To the Instrument (SSTI), da den grænse fjernes både som waiver og deferral (art. 1 (5)).
4. Dermed gives der alene mulighed for enten udskydelse af pris indtil slutningen af dagen **eller** udskydelse af volume i op til to uger for transaktioner i non-equity instrumenter, der enten er LIS eller i illikvide instrumenter<sup>13</sup>. Vi mener, at der her er tale om en fejl, da det naturligvis må forholde sig sådan, at "or" erstattes med "and". Vi anmoder om, at det bliver præciseret.
5. Som vi har nævnt i vores svar til diverse ESMA-konsultationer og som input til høringer i Finanstilsynet<sup>14</sup>, er der en skrøbelig balance mellem gennemsigthed og likviditet. EU-Kommissionens forslag til gennemsigthedsregime skubber balancen til den forkerte side, og Finans Danmark finder forslaget yderst problematisk for SI'ers mulighed for at agere buffer og stille likviditet til rådighed i obligationsmarkedet.
6. Et harmoniseret regime, der kan favne alle typer af non-equities og dermed være levedygtigt, indbefatter mulighed for at udskyde pris i T+2 og

---

<sup>13</sup> undtagen statsobligationer, som foreslås underlagt et diskretionært og liberalt regime, jf. art. 1 (6)(b)

<sup>14</sup> [Høringssvar fra Finans Danmark](#)



volume i 2 uger for transaktioner, der enten er LIS eller i illikvide instrumenter. Ved et sådant regime er der fortsat mulighed for at bevare brancheaftalen for realkreditobligationer, hvorved det nuværende gennemsigthedsregime for realkreditobligationer kan fastholdes. Ligeledes vil det kunne favne handel med derivater, som fordrer en større grad af fleksibilitet inden for gennemsigthed end handel med andre typer af instrumenter: Der er meget få store aktører på DKK-derivatmarkedet (2-3 stk.), og en væsentlig del af handler med kunder overstiger markant den daglige likviditet i både interbank-markedet og markedet mod kunder. Kundehandler stilles jævnlige op i størrelsesordenen 100-200k EUR pr. bp og op til 500k. Typisk interbank-size er 25k, og der handles i gennemsnit 1-2 gange om dagen. Det tager derfor mange handelsdage at komme ud af en position via interbank-markedet. Hvis size og pris offentliggøres for hurtigt, vil markedet umiddelbart bevæge sig hen mod handelsprisen, og modsatrettede handler vil ske med et eventuelt tab. Konsekvensen vil blive markant bredere priser til kunder og formindsket risikoappetit.

15. december 2021  
FIDA-1569526380-40

#### *SI-forpligtelsen for non-equities*

1. Vi har også noteret os, at EU-Kommissionen foreslår at fjerne både pre- og post-SSTI, jf. art. 1(5). Der udestår imidlertid en konsekvensrettelse af MiFIR, art. 18, idet justeringen alene vil fjerne referencen til SSTI i art. 18(2), mens SSTI fortsat fremgår af art. 18.6 og 18.10. Som nævnt indledningsvis er niveauet for LIS ukendt, ligesom ESMA's forslag om, at SI-forpligtelsen skal baseres på en andel af LIS fremfor SSTI, ligeledes ikke fremgår nogen steder af forslaget. Vi vil i den forbindelse kraftigt opfordre til, at der bliver tale om en fast grænse fremfor en percentil, da det øger den operationelle usikkerhed i kraft af uforudsigeligheden.
2. Ligeledes har EU-Kommissionen desværre ikke medtaget ESMA's gode forslag om at justere SI-forpligtelsen til et rimeligt niveau ved at fjerne henholdsvis simplificere MiFIR art. 18(3), fjerne art. 18(2), 18(5), 18(6) og 18(7)<sup>15</sup>. De justeringer vil adressere u hensigtsmæssige risici for SI'ere i de nuværende bestemmelser:

*“ESMA proposes to:*

*1) Allow SIs to withdraw quotes at any time (and not only under “exceptional market conditions”), by amending Article 18(3) of MiFIR.*

---

<sup>15</sup> [ESMA Final Report for SI in non-equities](#)



2) Simplify the requirements applicable to quotes in liquid non-equity instruments, by deleting in MiFIR: Article 18(5), the first paragraph of Article 18(6) and Article 18(7);

3) Set out at Level 2 the requirements for SIs in non-equity instruments for publishing their quotes, via an amendment to Commission Delegated Regulation (EU) No 2017/567, which would extend to non-equity instruments the requirements currently applicable to equity instrument (Article 13 of Commission Delegated Regulation (EU) No 2017/567);

4) Simplify the requirements applicable to quotes in illiquid non-equity instruments, by deleting Article 18(2) of MiFIR.

15. december 2021  
FIDA-1569526380-40

3. Manglen på implementering af ESMA's forslag og at der ikke er givet en indikation af niveauet for LIS, som tilsyneladende skal ligge til grund for SI-forpligtelsen, vil øge presset massivt på SI'ere og vil udsætte dem for en markant forøgelse af deres risici.
4. Finans Danmark finder forslaget uholdbart, og vi formoder, at der er tale om en fejl fra EU-Kommissionens side. I modsat fald kan det med stor sandsynlighed få vidtgående konsekvenser for SI'ers mulighed og villighed til at stille likviditet til rådighed, hvilket i sidste ende vil ramme såvel husholdninger som virksomheder. Vi anmoder derfor om, at det kommende niveau for SI-kvoteringsforpligtelse ikke afviger fra det nuværende niveau af pre-SSTI.

#### Gennemsigthed for aktier og aktielignende produkter

1. EU-Kommissionen har også her alene taget elementer fra ESMA's anbefalinger og foreslår i art. 1(3), at Reference Price Waiver (RPW) ændres fra at kunne benyttes på alle ordrestørrelser, nu skal underlægges en grænse på 2\*Standard Market Size (SMS). Finans Danmark henviser igen til, at niveauet for SMS formentlig skal justeres på niveau 2, såfremt man følger ESMA's anbefalinger, hvorfor den præcise konsekvens også her er uklar.
2. Principielt er vi ikke uenige i, at enten bør RPW fjernes, eller også bør den underlægges en minimum size. Vi finder det imidlertid uhensigtsmæssigt, at niveauet for grænsen er ukendt. Man skal også være opmærksom på, at det kan gøre det vanskeligere for visse execution venues at drive



en forretning, hvilket er til fordel for de regulerede markeder på bekostning af øvrige execution venues.

3. I tillæg vil EU-Kommissionen i art. 1 (4) følge ESMA's forslag om et single volume cap på 7 pct. fremfor det nuværende DVC på henholdsvis 4 pct. og 8 pct. Finans Danmark finder, at med forslaget om en minimum size på RPW er et volume cap overflødigt.
4. I forhold til Negotiated Trade Waiveren (NTW) anbefaler vi, at volume cap fjernes, da denne waiver rent faktisk er med til at øge andelen af "on-venue" trading, eftersom ordrer, der er forhandlet under denne waiver og rapporteret til en handelsplads under dens regelsæt, er en såkaldt "on-venue" transaktion. Det er typisk en waiver, der kan benyttes ved større transaktioner mellem interne kunder, som ikke er egnede til at lægge i ordrebogen grundet risiko for betydelig market impact.

15. december 2021  
FIDA-1569526380-40

#### *SI-forpligtelsen for aktier- og aktielignende produkter*

1. SI'ere vil med Kommissionens forslag i art. 1 (8) blive underlagt krav om en SI-forpligtelse på 2\*SMS. Det er væsentligt mere vidtgående end ESMA's forslag om 100 pct. af SMS og i tillæg ubegrundet i Kommissionens forslag.
2. Finans Danmark finder forslaget for vidtgående, ikke mindst i lyset af, at de kommende niveauer for SMS er ukendt, da det bliver fastlagt på niveau 2.

#### *Handelsforpligtelsen, multilaterale systemer og Brexit*

1. En anden bekymring er ændring af MiFID, art. 23, som fremgår af forslaget art. 1 (11), hvor EU-Kommissionen fjerner art. 23a), hvorved man ikke længere kan fravige handelsforpligtelsen, såfremt transaktionen er "*non-systematic, ad hoc, irregular and infrequent*". Den justering sammen med definitionen af multilaterale systemer, som flyttes fra MiFID II til MiFIR i forslaget art. 1 (2), forslaget til justering af RWP samt volume cap på både NTW og RPW, vil ligeledes øge presset i retning af mere handel på regulerede markeder på bekostning af øvrige execution venues, da de får vanskeligere ved at agere i markedet. Der er i den kontekst et stort behov for, at SI'ere fortsat kan udføre brokerhandel på ikke-systematisk vis for at facilitere typisk større handel mellem interne kunder. Alternativt er det kritisk, at volume cap på NTW fjernes.



2. Finans Danmark henleder desuden opmærksomheden på det igangværende Wholesale Review i UK, jf. de generelle bemærkninger, hvor MiFID II/MiFIR forventes at blive rullet tilbage, hvorved EU-baserede investment firms stilles dårligere end UK-investment firms.

#### *Synchronisation of business clocks*

1. I art. 1(10) foreslås der indsat en række bestemmelser, herunder krav om synchronisation of business clocks, som kommer til at omfatte handelspladser og deres deltagere/medlemmer, SI'ere, CTP'er og APA'ere. Formålet er at sikre nøjagtighed i tidsstempler på ordrer og handler, der skal indgå i CT'et.
2. Finans Danmark skal understrege, at det krav ikke er trivielt, men en betydelig og ressourcekrævende it-opgave, hvilket vil være en meget byrdefuld opgave for mindre investment firms og mindre SI'ere, hvis sykroniseringskravet overstiger de nuværende krav i RTS 25.

15. december 2021  
FIDA-1569526380-40

#### *RTS 27*

1. EU-Kommissionen foreslår i revideret MiFID II, art. 1(4), at art. 27(3) og 27.10(a) fjernes, hvorved den nugældende RTS 27-rapport fjernes.
2. Finans Danmark støtter forslaget, da informationerne i rapporten ikke bibringer værdi, hvilket der er bred enighed om, og hvilket også kan aflæses i interessen for rapporten, som er ikke-eksisterende.
3. I forbindelse med MiFID Quick Fix blev RTS 27 suspenderet indtil 28. februar 2023. Imidlertid har ESMA i skrivende stund en konsultation om både RTS 27 og RTS 28 med frist 23. december 2021, hvor der foreslås en række signifikante ændringer i rapporterne.
4. Såfremt der opnås enighed om EU-Kommissionens forslag om at fjerne RTS 27, opfordrer Finans Danmark til, at der ikke stilles krav om en opdateret version af RTS 27, indtil den nye lovgivning finder anvendelse, da det vil give anledning til et betydeligt, men spildt, arbejde i sektoren. Finans Danmark foreslår desuden, at det i samme ombæring overvejes, hvorvidt der er basis for at fjerne RTS 28 også i lighed med UK<sup>16</sup>.

---

<sup>16</sup><https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps21-20-changes-uk-mifids-conduct-and-organisational-requirements>



### *Payment for Order Flow*

1. I Kommissionens forslag art. 1(27) anbefales et forbud mod Payment For Order Flow, hvorved det forbydes, at investment firms må modtage "any fee or commission or non-monetary benefits from any third party for forwarding client orders to such third party for their execution".
2. Finans Danmark har ikke kendskab til, at en sådan praksis er udbredt i Danmark og har derfor ikke umiddelbare indvendinger mod et forbud.

--O--

15. december 2021  
FIDA-1569526380-40

I er meget velkomne til at kontakte os, hvis I har spørgsmål, og vi ser frem til at blive tæt involveret i det kommende arbejde om MiFID II/MiFIR-revisionen.

Med venlig hilsen

#### **Helle Søby Thygesen**

Direkte: 30161092

Mail: [hst@fida.dk](mailto:hst@fida.dk)

