EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 25.11.2021
COM(2021) 727 final

2021/0385 (COD)

Forslag til

EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS FORORDNING

om ændring af forordning (EU) nr. 600/2014 for så vidt angår forbedring af gennemsigtigheden af markedsdata, fjernelse af hindringer for konsolideret løbende handelsinformation, optimering af handelsforpligtelserne og forbud mod at modtage betalinger for videresendelse af kundeordrer

(EØS-relevant tekst)

{SEC(2021) 573 final} - {SWD(2021) 346 final} - {SWD(2021) 347 final}

BEGRUNDELSE

1. BAGGRUND FOR FORSLAGET

• Forslagets begrundelse og formål

Dette initiativ er et blandt en række foranstaltninger, der gennemfører kapitalmarkedsunionen. Det har til formål at styrke investorer, navnlig mindre investorer og detailinvestorer[1], ved at sætte dem i stand til lettere at få adgang til de markedsdata, der er nødvendige for nemmere at investere i aktier eller obligationer, og ved at gøre EU's markedsinfrastrukturer mere robuste. Dette vil også bidrage til at øge markedslikviditeten og dermed gøre det lettere for virksomhederne at få finansiering fra kapitalmarkederne. For at opfylde sin målsætning om at fremme et ægte og effektivt indre marked for værdipapirhandel har Kommissionen udpeget tre prioriterede områder for ændringen: forbedring af gennemsigtigheden og tilgængeligheden af markedsdata, forbedring af lige vilkår mellem handelsstederne og sikring af, at EU's markedsinfrastrukturer kan forblive konkurrencedygtige på internationalt plan. Dette initiativ ledsages af et forslag om ændring af direktiv 2014/65/EU om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) og indgår i Kommissionens arbejdsprogram for 2020.

I sin meddelelse "EU's økonomiske og finansielle system: fremme af åbenhed, styrke og modstandsdygtighed" af 19. januar 2021[2] bekræftede Kommissionen sin hensigt om at foreslå at forbedre, forenkle og yderligere harmonisere kapitalmarkedernes gennemsigtighed som led i revisionen af MiFID II og MiFIR-rammen (MiFID/R). I en bredere sammenhæng som led i bestræbelserne på at styrke euroens internationale rolle meddelte Kommissionen, at en sådan reform ville omfatte udformning og gennemførelse af konsolideret løbende handelsinformation, navnlig ved udstedelsen af erhvervsobligationer, med henblik på at øge likviditeten af sekundær handel[3] med eurodenominerede gældsinstrumenter.

Med hensyn til etablering af konsolideret løbende handelsinformation meddelte Kommissionen i handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen fra 2020[4], at den inden udgangen af 2021 ville fremsætte et lovgivningsforslag om *oprettelse af en central database*, der skal give et samlet overblik over markedsdata, navnlig om kurser på og volumen af værdipapirer, der handles i hele Unionen på tværs af en lang række markedspladser, for egenkapital og egenkapitallignende finansielle instrumenter. Denne centraliserede database, også kaldet "konsolideret løbende handelsinformation"[5], ville have til formål at "forbedre den generelle prisgennemsigtighed på tværs af markedspladser".

• Problemer, som forslaget tilsigter at løse

Formålet med dette forslag er at imødegå likviditets- og handelsgennemførelsesrisici. Førstnævnte vedrører risikoen for, at der ikke er tilstrækkelig markedsdybde (dvs. købere og sælgere, der ønsker at handle), mens sidstnævnte vedrører manglende evne til at udføre til en

---

1 Detailinvestorer omfatter en bred vifte af investorer, der ikke er professionelle investorer.

2 https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52021DC0032&qid=1611728656387.

3 Sekundær handel betegner kapitalmarkedsaktiviteter, der finder sted efter udstedelsen af et finansielt instrument. Udstedelsen kan f.eks. ske ved børsintroduktion (IPO).

4 https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/?uri=COM:2020:590:FIN.

5 Begrebet konsolideret løbende handelsinformation stammer fra aktiemarkederne i USA og går tilbage til slutningen af 1970'erne. Der anvendes magnetbånd som lagringsmedium til lagring af data. Mens magnetbånd stadig anvendes til langtidslagring af data (backup og arkivering), var dette i 1970'erne det vigtigste lagringsmedium.

nærmere specificeret kurs eller inden for et givet tidsrum. Begge skyldes mangel på korrekte og rettidige oplysninger om kurser og tilgængelige handelsvolumener for handlede værdipapirer samt risikoen for, at utilstrækkelig gennemsigtighed påvirker aktiehandelslandskabet og EU's konkurrenceevne som et finansielt knudepunkt.

Som påpeget i markedsstrukturpartnerundersøgelsen om oprettelse af konsolideret løbende handelsinformation[6] i Unionen er likviditetsrisikoen en konsekvens af behovet for at navigere på de fragmenterede udførelsesmarkeder i Unionen for at identificere købs- og salgsinteresser med henblik på at gennemføre en transaktion i sin helhed. Hvis der ikke foreligger et samlet billede af alle tilgængelige likviditetspuljer, er visse investorer måske ikke i stand til at gennemføre alle transaktioner, eller de kan måske kun gennemføre transaktioner delvist eller til en mindre attraktiv kurs. De økonomiske omkostninger ved ufuldkommen markedsgennemsigtighed kan måles både i form af "mangler i gennemførelsen" (dvs. handler gennemføres til kurser, der ikke afspejler det bedste tilgængelige salgstilbud eller købstilbud) og i form af manglende handels- og investeringsmuligheder. Sådanne omkostninger er i modstrid med målene for kapitalmarkedsunionen, som er at skabe velfungerende, likvide og integrerede kapitalmarkeder.

Virkningen af markedsfragmenteringen, navnlig på tværs af lande, er særlig alvorlig for mindre kapitalforvaltere og mindre banker. Disse markedsdeltagere har ikke de samme muligheder for at få adgang til oplysninger om markedsdata på tværs af flere markedspladser som sofistikerede markedsdeltagere, f.eks. store investeringsbanker på "sælgersiden" eller elektroniske prisstillere. Manglende markedsoplysninger medfører en risiko for uovervejede investeringsbeslutninger, som kunne undgås, hvis der forelå et fuldstændigt billede af markedet.

På **aktiemarkederne** anslår kapitalforvaltere, der blev interviewet som led i MSP-undersøgelsen, at de årlige omkostninger ved ikke at have et fuldstændigt og nøjagtigt billede af markedsdata (kaldet "slippage") ligger på mellem 0 og 1,0 basispoint af deres årlige handelsværdi. Nogle af de interviewede vurderede de årlige omkostninger endnu højere, nemlig over 5,0 basispoint. Respondenterne i MSP-undersøgelsen har forskellige skøn over omkostningerne ved at have et mangelfuldt billede af markedet. Jo større virksomheden er, og jo flere ressourcer, der er til rådighed til at indsamle og rense dataene, desto lavere kan skønnet være. Ved at anvende disse skøn på den årlige handlede værdi af europæiske aktier kan de samlede omkostninger ved ikke at have et nøjagtigt billede af aktiemarkederne være så høje som 10,6 mia. EUR om året, mens næsten en tredjedel af respondenterne angiver, at omkostningerne udgør mellem 0,5 og 1 mia. EUR om året[7].

På **obligationsmarkederne** anslår kapitalforvalterne omkostningerne i basispoint til deres årlige handelsstrategier som følge af manglende konsoliderede og nøjagtige markedsdata på mellem 0 og 5 basispoint[8].

Likviditets- og handelsgennemførelsesrisici er også fremherskende på markeder for derivater, der ikke handles på markedspladser (også kaldet "over-the-counter"-handler eller "OTC"). OTC-derivatmarkeder er fondshandlermarkeder, hvor større internationale banker tilbyder

---

6 MSP (2020), The study on the creation of an EU consolidated tape, bestilt af Europa-Kommissionen (foreligger ikke på dansk). https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/82763219-1cbe-11eb-b57e-01aa75ed71a1/language-en/format-PDF/source-169654830.

7 MSP-undersøgelsen, figur 14, s. 42.

8 MSP-undersøgelsen, figur 15, s. 43.

specialkonstruerede kontrakter til deres kunder, f.eks. en position for at beskytte sig mod fremtidige kursudsving (afdækning). Der er meget lidt efterhandelsgennemsigtighed på OTC-markederne. ESMA's årlige statistiske rapport for 2020[9] viser, at OTC-derivater stadig tegner sig for 85 % af den nominelle værdi af derivater, der handles i Unionen (de resterende 15 % handles på børser). Da der i øjeblikket ikke er noget konsolideret offentligt overblik over kurserne på OTC-derivater, bidrager den høje procentdel af OTC-handel til uigennemsigtighed i prisfastsættelsen for disse derivater og dermed til informationsasymmetri, der primært skader mindre markedsdeltagere.

Manglen på konsoliderede markedsdata forhindrer også præcise porteføljeværdiansættelser og reducerer indeksenes nøjagtighed på tværs af alle aktivklasser (benchmarks for europæiske aktier, obligationer og derivater er mindre pålidelige). De fleste investorer foretrækker large cap-aktier, hvilket fremgår af det store antal investeringsindekser, der fokuserer på børsnoterede selskabers large cap-univers (f.eks. DJ 100, S&P 500, STOXX 600). Informationsineffektivitet resulterer i færre indeks, der omfatter mindre kapitaliseringsselskaber, og dermed færre indeksdrevne midler, der kanaliserer kapital til small cap-udstedere (f.eks. i kraft af børshandlede fonde, der følger et small cap- eller midcap-indeks).

Ubalance i aktiehandelslandskabet: En anden drivkraft bag den foreslåede reform er behovet for at sikre, at handelen med aktier på (førhandels-)gennemsigtige handelssteder i EU er nogenlunde på linje med de andele, der kan observeres hos andre internationale finanscentre. Børserne hævder, at faldet i deres markedsandel inden for aktiehandel er til skade for udviklingen af Unionens kapitalmarkeder, da kun børser og multilaterale handelsfaciliteter (MHF'er) tilbyder fuld gennemsigtighed med hensyn til tilbud og udbud (førhandelsdata) og afsluttede transaktioner (efterhandelsdata) og bidrager til prisdannelsen. Banker og investeringsselskaber hævder på den anden side, at gennemsigtige handelsplatforme har bevaret og endda øget deres markedsandel i EU. Betydningen af at opretholde balancen mellem traditionelle børser, alternative handelsplatforme, investeringsbanker og andre aktører, der udbyder handelssystemer, er velkendt. Revisionen vil derfor omfatte ændringer, der har til formål at opretholde denne balance.

EU's finansielle markeders konkurrenceevne: Visse bestemmelser i det nuværende regelsæt har skabt retsusikkerhed for markedsdeltagerne. Bestemmelserne om fri adgang for børshandlede derivater er blevet suspenderet flere gange af medlovgiverne af forskellige årsager. Kommissionen finder det nødvendigt at fjerne disse bestemmelser for på den ene side at fremme konkurrence, innovation og udvikling af børshandlede derivater i EU og opbygge yderligere clearingkapacitet i EU. Det vil også afspejle den mangeårige internationale tendens til vertikal integration mellem handel og clearing for disse typer derivater. Begrundelsen for denne tendens er, at innovation inden for børshandlede derivater ikke er omfattet af forpligtelsen om "fri adgang", da denne regel fjerner incitamentet til at lancere nye børshandlede derivatkontrakter, hvis konkurrenterne ikke behøver at foretage den forudgående investering. På samme måde vil børserne ikke længere være forpligtet til at acceptere, at ikke-tilknyttede clearingcentraler sikrer deres efterhandelsaktiviteter. Dette forslag vil også præcisere rækkevidden af aktiehandelsforpligtelsen med henblik på klart at begrænse den til kun at omfatte EU-ISIN-koder. Desuden vil forslaget give mulighed for at suspendere handelsforpligtelsen for derivater for visse investeringsselskaber, der ville være

[9] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1355_mifid_asr.pdf.

underlagt overlappende forpligtelser, når de interagerer med modparter uden for EU på platforme uden for EU.

- **Sammenhæng med de gældende regler på samme område**

Initiativet bygger på og forbedrer de eksisterende regler for deltagelse på Den Europæiske Unions kapitalmarkeder. I 2007 blev der med **MiFID I**[10] indført konkurrence på markedet for handel med aktier. I forbindelse med senere udgaver af MiFID blev konkurrencen udvidet til også at omfatte handel med andre aktivklasser end aktieinstrumenter, f.eks. obligationer og derivater. Følgen heraf er, at en mægler eller investor, der ønsker at udføre en ordre om køb eller salg af et aktiv, kan vælge mellem forskellige markedspladser, f.eks. regulerede markeder, multilaterale handelsfaciliteter (MHF'er), dark pools[11] og systematiske internalisatorer.

Siden MiFID I trådte i kraft, er det samlede antal multilaterale handelssystemer og systematiske internalisatorer på tværs af alle aktivklasser i EØS steget med 344 til i alt 476[12]. Alle markedspladser offentliggør særskilte markedsdatarapporter. Kort tid efter gennemførelsen af MiFID I opstod problematikken vedrørende fragmentation af markedsdata og markedsdatamonopoler[13], primært på aktiemarkederne.

Ved **MiFIR**[14], der har fundet anvendelse siden den 3. januar 2018, anerkendes fordelene ved gennemsigtighed og konsolidering af markedsdata for investeringsverdenen.

For at opretholde et afbalanceret handelslandskab vil de gennemsigtighedsregler, der gælder for handel på børser såvel som på alternative platforme eller gennem systematiske internalisatorer (investeringsbanker og prisstillere) kunne få gavn af visse justeringer. Anvendelsen af visse undtagelser fra gennemsigtighedsreglerne (såkaldte "dispensationer") anses for at være ansvarlig for den relativt lave procentdel af aktiehandler, der udføres på prisgennemsigtige handelssystemer. Den eksisterende forordning indeholder i forvejen regler for at begrænse anvendelsen af de mest almindeligt anvendte dispensationer vedrørende gennemsigtighed. Regler som "dobbelt volumenbegrænsning" har til formål at fastsætte en øvre grænse (cap) for den mængde aktier, som markedsdeltagere kan handle i henhold til en dispensation vedrørende gennemsigtighed. Sådanne bestemmelser har, ud over at de er ressourcekrævende at forvalte for tilsynsmyndighederne, vist sig at være ufleksible og påfører tilsammen aktiemarkederne unødvendig kompleksitet. Med revisionen planlægges det derfor at strømline det komplekse samspil mellem dispensationer vedrørende gennemsigtighed og den dobbelte volumenbegrænsning.

Hvad angår datakonsolidering omfatter MiFIR desuden i forvejen begrebet "udbyder af konsolideret løbende handelsinformation" ("CTP")[15]. Tanken bag en CTP er, at børser og

---

10 Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF (EUT L 145 af 30.4.2004, s. 1).

11 Dark pools er (dedikerede dele af) MHF'er eller regulerede markeder, der ikke anvender førhandelsgennemsigtighed som følge af brug af dispensationer fra førhandelsgennemsigtighed.

12 Dataene er baseret på tallene for 2021 fra ESMA's register over MiFID-enheder. Se bilag 4 for et billede af markedet for de vigtigste aktivklasser.

13 Copenhagen Economics (2018), Pricing of market data.

14 Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 84).

alternative markedspladser skulle sende datastrømme i realtid til en godkendt CTP. Denne CTP skulle stille nøjagtig de samme oplysninger til rådighed for offentligheden til såkaldte rimelige omkostninger ved hjælp af identiske datatags og -formater.

De nuværende regler om konsolideret løbende handelsinformation afhænger af, at private aktører (konkurrerende konsolidatorer) konsoliderer markedsdata fra forskellige handelssteder. På grundlag af MiFIR-bestemmelserne kan der være flere konkurrerende CTP'er, men det er også muligt at have én enkelt CTP, hvis flere udbydere ikke viser sig. Dette er af forskellige årsager hidtil ikke sket.

Den foreslåede reform af MiFIR tager fat på årsagerne til, at ingen CTP har givet sig til kende. Den ændrer bestemmelserne i MiFIR om konsolideret løbende handelsinformation for at lette fremkomsten af én CTP for hver aktivklasse (aktier, ETF'er, obligationer og derivater).

- **Sammenhæng med Unionens politik på andre områder**

EU's politik for finansielle tjenesteydelser fremmer gennemsigtighed og konkurrence. Disse politikmål omfatter også centrale markedsdata. Som led i handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen sigter Unionen mod at skabe et integreret billede af EU's handelsmarkeder. En konsolideret løbende handelsinformation vil give konsoliderede data om kurser og mængden af handlede værdipapirer i EU og dermed forbedre den generelle prisgennemsigtighed på tværs af markedspladser. Det vil også give investorerne adgang til betydeligt forbedrede markedsoplysninger på paneuropæisk plan.

2. RETSGRUNDLAG, NÆRHEDSPRINCIPPET OG PROPORTIONALITETSPRINCIPPET

- **Retsgrundlag**

MiFID/R-rammen er regelsættet for deltagelse på de europæiske kapitalmarkeder. Den består af direktiv 2014/65/EU (MiFID II) og forordning (EU) nr. 600/2014 (MiFIR). Retsgrundlaget for vedtagelsen af MiFIR er artikel 114 i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde (TEUF). Forslaget har til formål at forbedre markedsdatakvaliteten og konsolideringen af markedsdata gennem ændringer af de eksisterende regler om markedsdata i MiFIR. Derfor bør den foreslåede reform også have det samme retsgrundlag.

Artikel 114 i TEUF giver Europa-Parlamentet og Rådet beføjelser til at vedtage foranstaltninger med henblik på indbyrdes tilnærmelse af medlemsstaternes love og administrative bestemmelser, der vedrører det indre markeds oprettelse og funktion. I henhold til artikel 114 i TEUF kan EU vedtage foranstaltninger ikke blot for at fjerne hindringer for udøvelsen af de grundlæggende frihedsrettigheder, men også for at forhindre fremkosten af nye hindringer, hvis de i tilstrækkelig grad kan forudses, herunder hindringer, der gør det vanskeligt for økonomiske aktører, også investorer, at udnytte det indre markeds fordele fuldt ud. Artikel 114 i TEUF er således det rette retsgrundlag til at imødegå hindringer for datakonsolidering, der skyldes 1) fragmenterede markedsdatakilder, 2) uklare standarder for indberetning af markedsdata og 3) komplekse licensordninger for markedsdata. Det er de vigtigste drivkræfter, der forhindrer et konsolideret billede af handelslikviditeten i hele Unionen.

---

[15] Bestemmelser vedrørende CTP blev oprindeligt indført i MiFID II, men er blevet flytter over i MiFIR, som træder i kraft den 1. januar 2022.

Mere specifikt vil den fortsatte mangel på en centraliseret database med markedsdata for værdipapirer, der handles på EU's markedspladser, forhindre andre EU-investorer end de meget sofistikerede i at få et konsolideret overblik over, hvor de bedste investeringsmuligheder kan findes. Dette vil fastholde de nuværende informationsasymmetrier, der forhindrer investorerne i at drage fuld fordel af det indre marked. Anvendelse af artikel 114 i TEUF virker derfor som det mest hensigtsmæssige retsgrundlag for at håndtere disse problemer på en omfattende og ensartet måde og for at undgå markedsfragmentering.

- **Nærhedsprincippet (for områder, der ikke er omfattet af enekompetence)**

I henhold til artikel 5, stk. 3, i TEU om nærhedsprincippet skal der kun handles på EU-niveau, hvis målene ikke i tilstrækkelig grad kan opfyldes af medlemsstaterne alene og derfor bedre kan nås på EU-plan på grund af omfanget eller virkningerne af den foreslåede handling.

Handelsmarkederne for forskellige klasser af finansielle instrumenter er spredt over hele Unionen. Konsolidering af markedsdata, der offentliggøres af disse markedspladser, kræver et regelsæt, der gælder i hele Unionen. De foranstaltninger, der træffes af de enkelte medlemsstater, vil ikke effektivt imødekomme behovet for konsolidering af markedsdata i hele Unionen. Medlemsstaterne kunne forsøge at harmonisere standarderne for indberetning af markedsdata og licensbetingelserne for en markedsdatakonsolidator ved hjælp af national lovgivning. Nationale initiativer kan ikke løse problemer, der skyldes fragmentering af markedsdata i hele Unionen.

Forskellige medlemsstater ville måske vedtage forskellige standarder eller vælge forskellige licensordninger, der gælder for en markedsdatakonsolidator. Nogle medlemsstater vil måske slet ikke foretage sig noget. Da konsolidering af markedsdata skal fungere i hele Unionen, er det både mere effektivt og virkningsfuldt at håndtere indberetningsstandarder og datalicensbetingelser, der er nødvendige for at udarbejde et konsolideret billede af alle handelsmarkeder på EU-plan. Standardisering af datarapporter og licensbetingelser vil kun gælde for indberetning til udbyderen af konsolideret løbende handelsinformation om markedsdata. F.eks. vil markedsdatalicenser, der ikke vedrører produktion af konsolideret løbende handelsinformation, ikke være omfattet af de foreslåede regler.

- **Proportionalitetsprincippet**

Den foreslåede harmonisering af markedsdatastandarder og licensbetingelser for levering af markedsdata til udbydere af konsolideret løbende handelsinformation går ikke ud over, hvad der er nødvendigt for at nå de erklærede mål. Et kludetæppe af nationale regler vedrørende en eller flere af foranstaltningerne i dette forslag ville ikke opfylde de erklærede mål om konsolidering af markedsdata med henblik på at gøre disse oplysninger tilgængelige for en bredere gruppe af markedsdeltagere. For at løse problemerne vedrørende markedsdatakvalitet og kompleksiteten i forbindelse med markedsdatatilladelser er det nødvendigt med den foreslåede harmonisering af markedsdatarapporterne og obligatorisk anvendelse af disse indberetningsstandarder til at levere markedsdata til udbyderen af konsolideret løbende handelsinformation.

- **Valg af retsakt**

En ændring af MiFIR-forordningen er det mest hensigtsmæssige retlige instrument til at løse problemer, der opstår som følge af manglen på et konsolideret overblik over de centrale markedsdata på tværs af EU's markeder, da det gør det muligt at ændre visse bestemmelser i MiFIR og tilføje nye specifikke krav. Anvendelsen af en forordning, som finder direkte

anvendelse uden krav om national lovgivning, vil begrænse muligheden for, at kompetente myndigheder træffer forskellige foranstaltninger på nationalt plan, og vil sikre en konsekvent tilgang og større retssikkerhed i hele EU (f.eks. med hensyn til det obligatoriske bidrag bestående af centrale markedsdata fra børser i forskellige medlemsstater).

3. RESULTATER AF EFTERFØLGENDE EVALUERINGER, HØRINGER AF INTERESSEREDE PARTER OG KONSEKVENSANALYSER

- **Efterfølgende evalueringer/kvalitetskontrol af gældende lovgivning**

Den første høring af interessenter, som Kommissionen gennemførte efter ikrafttrædelsen af MiFID/R-reglerne i januar 2018, blev gennemført fra februar til maj 2020 (se nedenfor). Den viste, at de fleste investorer ikke har et fuldstændigt overblik over kurser og tilgængelige volumener (dvs. likviditet), når de beslutter at investere på Unionens kapitalmarkeder.

Høringen viste, at de børsspecifikke (ejendomsretligt beskyttede) markedsdataprodukter, der er fremkommet under MiFID I og MiFID/R, ikke skaber et konsolideret billede af alle handelsmarkeder. Likviditet på alternative markeder (MHF'er/OHF'er) og via investeringsbanker, der handler med finansielle instrumenter op imod deres egenbeholdning (systematiske internalisatorer), er ikke repræsenteret i disse ejendomsretligt beskyttede datastrømme. Dette skaber betydelige informationshindringer, da mængderne på denne alternative platform kan udgøre op til 50 % af handelsvolumen på en given handelsdag.

Værdipapirmæglere og børsmæglere er ansvarlige for den bedste udførelse ("best execution"), hvilket betyder, at der opnås den mest fordelagtige transaktion med hensyn til kurs og de laveste samlede eksplicitte og implicitte omkostninger[16] for investorerne. "Best execution" betyder, at mæglere skal vise deres kunder de kurser, de købte og solgte til, sammenlignet med de kurser og volumener, der var på forskellige børser og alternative markedspladser på det tidspunkt, hvor handelen blev udført. Manglen på en konsolideret oversigt over alle handelsmarkeder er et problem, når et finansielt instrument udbydes til handel ikke blot på en enkelt noteringsplads, men på tværs af flere konkurrerende markedspladser. En investor har og bør fortsat have valget mellem konkurrerende markedspladser, men skal for øjeblikket forlade sig på markedsdata, der kun dækker individuelle markedspladser. Som følge heraf har investorerne utilstrækkelig adgang til konsoliderede og sammenlignelige markedsdata og kan ikke sammenligne, om de ville have opnået bedre udførelsesbetingelser på en alternativ platform. Dette forhindrer dem i at holde deres **værdipapirmæglere og børsmæglere ansvarlige** for, om de har opnået "best execution" for en given handelsordre.

Høringen har også vist betydelige problemer vedrørende omkostningerne ved at indkøbe markedsdata fra flere forskellige datakilder. Omkostningerne ved at indhente markedsdata fra leverandører (tilslutning og opnåelse af licens) tegner sig for øjeblikket for ca. to tredjedele af de samlede omkostninger ved at samle markedsdata. Derfor er der en tendens til, at dataudbydere, som stiller disse data til rådighed for brugere, indsnævrer udvalget af kilder, hvorfra de indsamler og tilbyder data. Som følge heraf mangler investorerne et samlet overblik over likviditeten på alle handelsmarkeder, og de fleste investorer har ikke råd til omkostningerne ved at få et mere samlet billede.

[16] Eksplicitte omkostninger vedrører handelens gennemførelsesomkostninger (navnlig mæglerprovisionssatser og markedspladsgebyrer), mens implicitte omkostninger vedrører handelens indvirkning på likviditeten.

Mellem udgangen af 2019 og 2021 gennemførte ESMA dybdegående analyser af MiFID/R-rammen, primært med fokus på de emner, der er omhandlet i revisionsklausulerne i artikel 90 i MiFID og artikel 52 i MiFIR, og offentliggjorde revisionsrapporter med anbefalinger til ændringer af den retlige ramme[17]. Disse revisionsrapporter byggede på bredtfavnende offentlige høringer og indeholdt detaljerede anbefalinger vedrørende markedsstrukturspørgsmål, navnlig den nuværende gennemsigtighedsordning.

ESMA fandt navnlig i sin "MiFID II/MiFIR Review Report No. 1"[18], at opsplitningen af markedsdatakilder øger afhængigheden af flere, markedspladsspecifikke, ejendomsretligt beskyttede datastrømme, som kun giver et delvist overblik over tilgængelig handelslikviditet. Det er vanskeligt at verificere, om alle markedsdatakilder giver adgang til deres markedsdata på en rimelig, retfærdig og rettidig måde, på grund af kompleksiteten af, hvordan der gives licens til data, der er omfattet af ejendomsrettigheder, og hvordan overholdelsen af brugsrestriktioner administreres. Det forhold, at handelsdata fra individuelle markedspladser er unikke og ikke-substituerbare, har gjort datalicensaftaler mere og mere detaljerede og besværlige. Virksomheder, der modtager markedsdata, står derfor over for en betydelig kompleksitet med hensyn til at håndtere de løbende variationer i deres licensaftaler, og de pådrager sig dermed driftsomkostninger og risici; de afholder også ofte omkostningerne ved komplekse revisioner af deres licenser, som pålægges af dataleverandører, gennem efterfølgende gebyrer.

I lyset af de heterogene prissætningspolitikker for markedsdata i hele det indre marked er det vanskeligt for en konsolidator af markedsdata at få adgang til ejendomsretligt beskyttede markedsdatastrømme på rimelige, retfærdige og rettidige vilkår. ESMA var i sin rapport om konsolideret løbende handelsinformation af den opfattelse, at de nuværende MiFID II-regler ikke forpligter markedspladser og APA'er til at indsende markedsdata til en konsolideret løbende handelsinformation på fair og rimelige vilkår. ESMA foreslår derfor, at markedspladser og APA'er bør forpligtes til at levere data til konsolideret løbende handelsinformation enten ved i) at anmode markedspladser og APA'er om at levere data til konsolideret løbende handelsinformation eller ii) fastsætte kriterier for fastsættelse af prisen (og anvendelsesbetingelser) for bidrag til konsolideret løbende handelsinformation.

Ifølge ESMA opfyldte MiFID/R ikke sin målsætning om at skabe større klarhed om licenser og prisfastsættelse af markedsdata, der er omfattet af ejendomsrettigheder. Priserne på

---

17 ESMA offentliggjorde følgende revisionsrapporter:
- MiFID II/MiFIR Review Report No. 1 On the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments: mifid_ii_mifir_review_report_no_1_on_prices_for_market_data_and_the_equity_ct.pdf (europa.eu).
- MiFID II/MiFIR Review Report on the transparency regime for equity and equity-like instruments, the double volume cap mechanism and the trading obligations for shares: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-2682_mifidii_mifir_report_on_transparency_equity_dvc_tos.pdf.
- MiFIR report on systematic internalisers in non-equity instruments: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-2756_mifidii_mifir_report_on_systematic_internalisers.pdf.
- MiFID II/MiFIR Review Report on the transparency regime for non-equity instruments and the trading obligation for derivatives: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-3329_mifid_ii_mifir_review_report_on_the_transparency_regime_for_non-equity_instruments.pdf.

18 ESMA MiFID II/MiFIR Review Report No. 1 on the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments.

markedsdata, navnlig data, som der er stor efterspørgsel efter, f.eks. data, der ikke vises, er steget siden 2017. En brancheorganisation skønner, at de samlede dataomkostninger for en hypotetisk lille hovedhandelsvirksomhed med adgang til forskellige markedspladser er steget med 27 % fra 917 000 EUR i 2016 til 1,16 mio. EUR i 2019[19]. ESMA anbefaler endvidere, at en konsolideret løbende handelsinformation bør dele sine indtægter med de bidragende enheder og bør levere løbende handelsinformation så tæt på realtid som teknisk muligt.

I revisionsrapporten om MiFID II/MiFIR vedrørende gennemsigtighedsordningen for aktieinstrumenter og aktielignende instrumenter, den dobbelte volumenbegrænsningsmekanisme og handelsforpligtelserne for aktier har ESMA gennemgået MiFIR's gennemsigtighedsordning for aktieinstrumenter og fremsat forslag til målrettede ændringer. Den indeholder også anbefalinger om andre centrale gennemsigtighedsbestemmelser, navnlig handelsforpligtelsen for aktier og gennemsigtighedsbestemmelserne for systematiske internalisatorer i aktieinstrumenter.

ESMA konkluderede i sin rapport MiFIR Review Report on transparency for non-equity[20], at den nuværende ordning var for kompliceret og ikke altid effektiv med hensyn til at sikre gennemsigtighed for markedsdeltagerne, og fremsatte en række forslag til forbedring heraf:

- afskaffelse af den specifikke ordning med dispensation og udsættelse vedrørende henholdsvis ordrer og transaktioner over tærskelværdien "størrelse, der er specifik for det finansielle instrument"
- strømlining af udsættelsesordningen med både et forenklet system baseret på volumensløring og fuld offentliggørelse efter to uger samt fjernelse af de supplerende udsættelsesmuligheder, som de nationale kompetente myndigheder har i henhold til den nuværende MiFIR-formulering
- ændring af den mulighed, som de nationale kompetente myndigheder har for midlertidigt at suspendere MiFIR-gennemsigtighedsbestemmelserne, til en mekanisme, der koordineres på EU-plan
- indførelse af muligheden for med kort varsel at suspendere anvendelsen af handelsforpligtelsen i forbindelse med derivater i lighed med den mekanisme, der findes i EMIR, og
- supplering af de kriterier, der anvendes til at indrømme tredjelandsmarkedspladser ækvivalens vedrørende derivathandelsforpligtelsen, med betingelser vedrørende gennemsigtighed og ikke-diskriminerende adgang.
- **Hvem påvirkes af den mangelfulde ramme for gennemsigtighed?**

Markedsdeltagerne forventes at overholde meget komplekse gennemsigtighedsregler, herunder med hensyn til anvendelsen af dispensationer, udsættelser og dobbelt volumenbegrænsning. Dette resulterer i bekostelige administrationsomkostninger, der påvirker EU-platformenes generelle konkurrenceevne og lægger en urimelig byrde på EU's markedsdeltagere. Strømlining af gennemsigtighedsreglerne vil gavne hele investeringsverdenen ved at øge tilgængeligheden af handelsdata og mindske gennemførelsesomkostningerne. Det vil også føre til mere prisfastsættelse i Unionen.

[19] ESMA MiFID II/MiFIR Review Report No. 1 on the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments, s. 17.

[20] ESMA MiFID II/MiFIR Review Report on the transparency regime for non-equity instruments and the trading obligation for derivatives.

Dataudbydere tilbyder allerede ejendomsretligt beskyttede konsoliderede udgaver af data fra flere kilder. Der er imidlertid ikke nogen dataudbyder, der har været i stand til at give et fuldstændigt billede af EU's handel i nogen aktivklasse. Da dataudbydere fortolker datafelterne og vælger, hvilke markedspladser de omfatter, er de desuden ikke kun forskellige med hensyn til markedsdækning, men også med hensyn til detaljeringsgrad og datatags, og de giver forskellige resultater for de samme værdipapirer.

Omkostningerne ved at producere og normalisere data af dårlig kvalitet har ført til yderligere udgifter, og **aktiv- og porteføljeforvaltere** klager over, at dataleverandørerne opkræver høje gebyrer for deres datafeeds[21]. Det er derfor meget dyrt for **alle investorer** og deres formidlere at styre deres likviditets- og handelsrisiko gennem hele handelsdagen. Investorerne er heller ikke i stand til at holde deres mæglere ansvarlige for, om de opnåede "best execution" for deres handler, da verifikation af den bedste pris i øjeblikket kræver et abonnement på et ejendomsretligt beskyttet markedsdataprodukt produceret af en **dataudbyder** eller det ejendomsretligt beskyttede datafeed, som hver **børs** tilbyder til sin markedsplads.

- **Høringer af interesserede parter**

Den 28. juni 2019 afholdt Kommissionen en workshop med henblik på at indgå i dialog med interessenterne om oprettelsen af en konsolideret løbende handelsinformation i EU, der samlede omkring 80 markedsdeltagere for at drøfte fordelene og de tekniske karakteristika ved en EU-CTP samt hindringerne for dens oprettelse. Deltagerne var eksperter i handels- eller markedsdata fra købssiden, dataudbydere, markedspladser og fra lovgivningssiden ESMA og flere nationale kompetente myndigheder. Generelt var deltagerne af alle typer enige om, at et sådant værktøj kunne være nyttigt, selv om der var forskellige opfattelser af de optimale karakteristika ved løbende handelsinformation.

Den 17. februar 2020 offentliggjorde GD FISMA en offentlig høring om revisionen af MiFID/R med henblik på at indsamle dokumentation fra interessenter og mere generelt fra EU-borgere om ordningens overordnede funktion efter to års anvendelse. Interessenterne havde indtil den 18. maj 2020 til at fremsætte bemærkninger via onlineportalen EUSurvey. 458 interessenter svarede på den åbne høring vedrørende en række emner, herunder den måde, hvorpå rammerne for gennemsigtighed, konsolideret løbende handelsinformation, handelsforpligtelserne vedrørende aktier og derivater fungerer, idet svarene kom fra salgssiden, købssiden, markedspladser, dataleverandører, slutbrugere og lovgivere.

Ud over ovenstående har Kommissionen aktivt undersøgt de foreliggende problemstillinger og givet mandat til en omfattende undersøgelse med henblik på at vurdere og afgrænse dem på forhånd med det endelige mål at understøtte en informeret beslutningsproces.

Endelig har Kommissionens tjenestegrene haft mange bilaterale kontakter med en bred vifte af interessenter, navnlig virksomheder, der specialiserer sig i aggregering af markedsdata, og har forbedret sin analyse og sin politiktilgang yderligere.

- **Indhentning og brug af ekspertbistand**

Forslaget bygger på ekspertisen hos de kompetente myndigheder i EU, der fører tilsyn med markedspladser, og på markedsaktørernes ekspertise. Desuden overvåger Kommissionen nøje

[21] EFAMA (2021), Joint statement by EFAMA and EFSA on Consolidated Tape and market data costs, https://www.efama.org/newsroom/news/joint-statement-efama-and-efsa-consolidated-tape-and-market-data-costs.

udviklingen i andre jurisdiktioner (navnlig USA og Canada), som allerede tidligere har udviklet deres konsoliderede løbende handelsinformation, og de mulige ændringer, som disse jurisdiktioner overvejer for deres respektive løbende handelsinformation. Kommissionen har set nærmere på de forskellige alternativer og har taget stilling til, om disse alternativer kan anvendes på situationen i EU.

- **Konsekvensanalyse**

Udvalget for Forskriftskontrol gennemgik konsekvensanalysen, der fokuserede på udviklingen af en ramme for konsolidering af markedsdata[22]. Andre emner i forslaget var allerede blevet behandlet indgående i de forskellige ESMA-rapporter om, hvordan MiFIR-rammen fungerer, hvilket forklarer, hvorfor konsekvensanalysen ikke fokuserede på dem.

Konsekvensanalysen indeholder fem løsningsmodeller for at opnå konsolidering af markedsdata:

Løsningsmodel 1 — selvaggregering. Selvaggregatorer af markedsdata defineres som markedsdeltagere, der indsamler og konsoliderer markedsdata til deres interne brug. Elektroniske prisstillere (højfrekvenshandelsselskaber) eller store investeringsbanker har kapacitet til at blive selvaggregatorer. Selvaggregatorer indsamler markedsdata fra handelsmarkederne og konsoliderer disse data direkte i deres egen virksomhed (**decentral konsolidering**). Efter registrering hos ESMA som "selvaggregatorer" får markedsdeltagerne lov til at indsamle alle centrale (harmoniserede) markedsdata og konsolidere oplysningerne udelukkende til intern brug (harmonisering af indberetningsstandarder mindsker omkostningerne ved datakonsolidering). Selvaggregatorer offentliggør ikke konsolideret løbende handelsinformation. For at undgå komplekse individuelle licensordninger for markedsdata med ofte hundredvis af udførelsesplatforme eller deres APA'er, der fungerer som dataleverandører, skal alle markedsdatakilder gøre standardiserede centrale markedsdata tilgængelige for selvaggregatorer (obligatoriske bidrag).

Løsningsmodel 2 — konkurrerende konsolidatorer. Modellen med konkurrerende konsolidatorer har også en decentraliseret tilgang til konsolidering af centrale markedsdata. Efter registrering hos ESMA vil konkurrerende konsolidatorer få lov til at indsamle harmoniserede markedsdata fra de individuelle datakilder (markedspladser, APA'er) og derefter konsolidere disse markedsdata i det datacenter, hvor deres abonnenter befinder sig (og derved undgå konsolidering i et centralt knudepunkt). En decentraliseret model for datakonsolidering har til formål at adressere geografisk spredning og latenstid ved at vise hver enkelt markedsdataabonnent sin lokale virkelighed. Som følge heraf vil hver enkelt abonnent være i stand til at konstatere den bedste kurs, der er tilgængelig fra vedkommendes geografiske placering. Den decentraliserede model har til formål at neutralisere en almindelig kritik af konsolideret løbende handelsinformation: det forhold, at "best execution" er en lokal realitet, der gælder på ét tidspunkt for ét bestemt sted, hvor den eksekverende mægler befinder sig.

Løsningsmodel 3 — børsdrevne konsolidatorer. Den børsdrevne konsolidator driver et centraliseret knudepunkt ("nav-og-eger-model") Med denne fremgangsmåde bliver hver børs den eneste datakonsolidator med hensyn til aktier eller andre instrumenter, der er noteret på børsen. Resultatet ville være, at børser bliver konsolidatorer ("hub") for alle markedsdata, der involverer deres noteringer (de "indberetningspligtige værdipapirer"). I praksis ville

[22] Udvalgets oversigt og udtalelse findes på: [Indsæt link]

løsningsmodel 3 f.eks. medføre særskilt løbende handelsinformation for hver europæisk noteret børs (f.eks. Euronext, Deutsche Börse, NASDAQ OMX, BME, Wiens børs, Warszawas børs).

Løsningsmodel 4 — en enkelt uafhængig konsolidator for hver aktivklasse. En sådan enkelt konsolidator ville drive en centraliseret "nav-og-eger-model" for hver aktivklasse (aktier, ETF'er, obligationer og derivater). Med denne tilgang vil de eksklusive datakonsolidatorer indsamle data vedrørende specifikke værdipapirer fra geografisk adskilte markedspladser, konsolidere dataene i ét centralt datacenter og derefter formidle dem fra et sådant centralt sted til abonnenter, der befinder sig andre steder. Sammenlignet med en decentraliseret driftsmodel ville en centraliseret model derfor være en smule mindre nøjagtig med hensyn til rettidigheden af de førhandelskurser, der leveres i konsolideret løbende handelsinformation, men den ville sikre mere dataintegration og en mere effektiv ordning for indtægtsdeltagelse.

Løsningsmodel 5 — koncentrationsreglen. Al handel med noterede aktier er koncentreret på den børs, der foretager noteringen (for ikke-aktier på det eksisterende primære likviditetscenter), og der er ikke behov for konsolidering af centrale markedsdata med en eksklusiv eller ikke-eksklusiv datakonsolidator for værdipapirmarkedet. Denne løsningsmodel indebærer ikke oprettelse af konsolideret løbende handelsinformation. Denne løsningsmodel ville snarere have til formål at konsolidere strømmen af markedsdata (indirekte) ved at koncentrere handelen med visse aktivklasser på udpegede udførelsesplatforme.

De foretrukne løsningsmodeller for konsolidering af markedsdata:

Løsningsmodel 1.2 (konkurrerende konsolidatorer) og 1.4 (en enkelt uafhængig konsolidator) udgør de to foretrukne løsningsmodeller. Med hensyn til at opnå optimal markedsdatakvalitet og rettidig levering har den decentrale konsolideringsmodel i løsningsmodel 1.2 en lille fordel i forhold til den centraliserede konsolidering (løsningsmodel 1.4). På den anden side giver det konkurrencebaserede udbud under løsningsmodel 1.4 ESMA større råderum til at tildele konsolidatorrollen til en helt ny markedsdeltager. Dette vil gøre det muligt at vælge en konsolidator, der er fuldstændig uafhængig af både markedsdataleverandører og markedsdatavirksomheder, og som anvender en mere effektiv ordning for indtægtsdeltagelse.

Løsningsmodel 1.2 ville på den anden side sandsynligvis give eksisterende markedsdatavirksomheder mulighed for at udnytte deres ekspertise inden for aggregering af data til det nye marked for konsoliderede data. Det ville ganske vist gøre det lettere at komme ind på markedet og muliggøre potentielt lavere etablerings- og driftsomkostninger, men det ville indebære en risiko for, at mange af de nye konsolidatorer ville være en del af etablerede finansielle koncerner og derfor ikke være frie for potentielle interessekonflikter.

Med hensyn til at sikre rimeligt vederlag til markedsdataleverandører blev der i konsekvensanalysen overvejet tre løsningsmodeller:

Løsningsmodel 2.1 — Obligatoriske bidrag med "minimumsindtægtsmål", der påhviler konsolidatorer af markedsdata. Alle markedsdatakilder ville skulle stille standardiserede centrale markedsdata til rådighed for aggregatorer af markedsdata (obligatorisk bidrag). For at skabe yderligere indtægter til tildeling til markedsdataleverandører skulle der være "minimumsindtægtsmål", som indgår i udvælgelsesprocessen for en eksklusiv konsolidator (løsningsmodel 1.4) eller en del af registreringsprocessen for konkurrerende konsolidatorer (løsningsmodel 1.2). Minimumsindtægtsmålene skulle fastsættes og revideres regelmæssigt af et uafhængigt operativt udvalg. I indtægtsmålene ville der blive taget hensyn til de forskellige anvendelser, som abonnenterne gør af konsolideret løbende handelsinformation, og taget hensyn til relevante parametre som f.eks. kommerciel omfordeling, referencekurser,

indeksering, syndikering og salg af markedsdata til medieforetagender. Indtægtsmålene for professionelle brugere kunne fastsættes på et niveau, der er tilstrækkeligt til i vid udstrækning at understøtte omkostningerne ved at give adgang til detailmarkedet til minimale priser eller gratis.

Løsningsmodel 2.2 — Obligatoriske bidrag med fastsatte abonnementsgebyrer. Løsningsmodel 2.2 ville omfatte fastsatte minimumsgebyrer for abonnementer på konsoliderede markedsdatafeeds. At gøre obligatoriske bidrag betinget af en "model for indtægtsdeltagelse" har til formål at skabe et interessefællesskab mellem markedsdataleverandører og markedsdatakonsolidatorer. Ved at fastsætte minimumsgebyrer for anvendelsen af centrale markedsdata bidrager markedsdataleverandører til, at konsoliderede markedsdatastrømme bliver en kommerciel succes, og de deler muligheden for, at det konsoliderede markedsdataprodukt bliver en succes, med markedsdatakonsolidatorerne. Abonnementsgebyret skulle fastlægges og revideres regelmæssigt af et uafhængigt operativt udvalg.

Løsningsmodel 2.3 — Obligatoriske bidrag med kompensation i form af et "gebyr for brug af referencekurser". Løsningsmodel 2.3 går ud på at sikre kompensation til markedsdataleverandører ved hjælp af et brugsgebyr for alle handelssteder, der ikke bidrager til kursdannelsen på aktiemarkederne ("dark trading"). Teknisk set defineres "dark trading" som en form for handel, der ikke er førhandelsgennemsigtig — der offentliggøres ingen prisstillelser, og handler udføres til den referencekurs, der er fastsat på udførselsplatformene på det primære marked, der matcher handler ved hjælp af en referencekurs, der "importeres" fra den børs, der foretager noteringen. Brugerne af referencekursdispensationen vil skulle "købe" referencekursen ved hjælp af et månedligt "ad valorem"-gebyr, der skal betales (for tilbageførsel til den børs, der foretager noteringen) til operatøren af den konsoliderede løbende handelsinformation.

I sidste ende er **den foretrukne løsningsmodel for betaling af markedsdata** løsningsmodel 2.1, der er mindst indgribende i konsolidatorens forretningsmodel, samtidig med at der sikres en indtægtsstrøm, der svarer til den, der kan genereres med løsningsmodel 2.2 eller 2.3. Sammenlignet med kompleksiteten ved at fastsætte individuelle abonnementsgebyrer centralt giver løsningsmodel 2.1 større kommerciel frihed til at fastsætte og revidere abonnementsgebyrer.

Overordnet politikvalg med hensyn til konsolidering og rimeligt vederlag

Med hensyn til at opnå optimal kombination, der sikrer høj markedsdatakvalitet og rettidig levering, er den konkurrencebaserede udbudsprocedure i løsningsmodel 1.4 den mest hensigtsmæssige metode til at sikre konkurrence på det nye marked for etablering af den nødvendige infrastruktur til konsolidering af markedsdata. På den anden side kan mange af de positive elementer i løsningsmodel 1.2 opretholdes, eventuelt på et senere tidspunkt, ved at skabe et nyt "downstream-marked" for offentliggørelse af markedsdata og avanceret analyse af data, et marked, der er åbent for konkurrence. Indtægtsdeltagelse for markedsdataleverandører sikres bedst med løsningsmodel 2.1 (model for indtægtsdeltagelse).

- **Den foretrukne løsnings forventede virkninger**

De positive virkninger af at fjerne hindringerne for konsolidering af markedsdata vil tilfalde investorerne, købersiden, på kapitalmarkederne. Købersiden (dvs. investorer på kapitalmarkederne) vil være dem, der får størst gavn af konsolidering af markedsdata, da konsolideret løbende handelsinformation vil sikre, at investorerne og deres investeringsforvaltere får et fuldstændigt overblik over hele likviditeten i et givet finansielt

instrument, hvilket i sidste ende vil gøre det muligt for dem fuldt ud at få gavn af fordelene ved det indre marked.

Ved at fjerne hindringerne for oprettelse af konsolideret løbende handelsinformation vil porteføljeforvaltere blive tilskyndet til at medtage den mest optimale (kombination af) instrumenter, der er til rådighed i Unionen, i de porteføljer, de forvalter, og ikke kun det instrument, der er tilgængeligt på de (få) markedspladser, hvis markedsdata de i øjeblikket abonnerer på. De ville råde over de oplysninger, der sætter dem i stand til at beslutte, om de skal være medlem af (andre) markedspladser, hvis disse markedspladser leverer de optimale produkter til deres formål. Det vil fungere som en vigtig rettesnor for handleren på købersiden i forbindelse med vurdering og beslutningstagning af deres handelsbeslutninger og fastlæggelse af deres algoritmeparametre.

Den vigtigste fordel for hovedinvestoren (købersideforvalteren) ved konsolideret løbende handelsinformation er undgåelse af likviditetsrisiko og slippage. For aktiers vedkommende identificerede 56 % af de kapitalforvaltere, der deltog i en undersøgelse foretaget af MSP[23], en afvigelse på mellem 0-0,5 basispoint i den årlige handlede værdi som den vigtigste følge af manglende gennemsigtighed med hensyn til likviditeten på markedet. Hvis man undgår en sådan slippage, vil det medføre gevinster for investorerne på op til 1,06 mia. EUR.

For obligationers vedkommende ville de potentielle gevinster ved et konsolideret billede af markederne være endnu større. Dette skyldes, at de anslåede tab som følge af slippage langt overstiger ovennævnte skøn vedrørende aktier. 60 % af de obligationskapitalforvaltere, der blev interviewet i forbindelse med MSP-undersøgelsen, skønnede, at der var tale om slippage-omkostninger på op til 5 basispoint, og 25 % anslog slippage-omkostningerne til op til 10 basispoint, mens 11 % skønnede slippage til op til 50 basispoint. Manglen på pålidelige data om den handlede værdi af obligationer gør det umuligt at kvantificere slippage i absolutte tal.

Der kan også forventes potentielle fordele for regulerede markeder, da den løbende handelsinformation vil øge synligheden af aktier, navnlig fra små og mellemstore virksomheder, der er noteret på sådanne markedspladser, hvilket vil få større synlighed end deres egne lokale markeder og dermed øge likviditeten. Denne øgede synlighed øger investeringernes tiltrækningskraft og mulighederne for, at aktierne indgår i investeringsfonde eller investeringsporteføljer. Som følge af SMV-aktiers øgede tiltrækningskraft kan den konsoliderede løbende handelsinformation derfor også øge effektiviteten af at rejse kapital til SMV'er.

- **Grundlæggende rettigheder**

Dette forslag overholder de grundlæggende rettigheder og de principper, som anerkendes i Den Europæiske Unions charter om grundlæggende rettigheder, særlig princippet om at sikre et højt forbrugerbeskyttelsesniveau for alle EU-borgere (artikel 38). Uden at skabe vilkår, hvor der kan skabes konsolideret løbende handelsinformation i EU, vil detailkunder potentielt forblive uden et værktøj til at vurdere deres mægleres overholdelse af reglen om "best execution" og give dem et større udvalg af investeringsmuligheder, navnlig i visse medlemsstater, hvor markedspladserne er mindre og tilbyder færre investeringsmuligheder.

[23] MSP (2019), The Study on the Creation of an EU Consolidated Tape, figur 14.

4. VIRKNINGER FOR BUDGETTET

Tiltaget har ingen virkninger for EU's budget. Den konsoliderede løbende handelsinformation leveres af den private sektor under tilsyn af ESMA. De øvrige elementer, som forslaget omhandler, har heller ingen virkninger for EU's budget.

5. ANDRE FORHOLD

Ud over bestemmelserne om konsolidering af markedsdata og driften af udbydere af konsolideret løbende handelsinformation for de vigtigste aktivklasser, aktier, ETF'er, obligationer og derivater omhandlet i MiFIR indeholder forslaget en række ledsageforanstaltninger, der har til formål at styrke gennemskuelighed og konkurrenceevne på EU's kapitalmarkeder.

- **Planer for gennemførelsen og foranstaltninger til overvågning, evaluering og rapportering**

Forslaget omfatter overvågning og evaluering af udviklingen af et integreret EU-marked for konsoliderede markedsdata. Overvågningen vil omfatte både udviklingen af driftsmodeller for konsolideret løbende handelsinformation, der anvendes, og fremskridtene med hensyn til at lette universel adgang til konsoliderede markedsdata for de bredere investorkredse. Overvågningen vil især fokusere på de aktivklasser, for hvilke der er fremkommet konsolideret løbende handelsinformation, rettidighed og leveringskvalitet i forbindelse med konsolidering af markedsdata, den rolle, som konsolidering af markedsdata spiller med hensyn til at mindske mangler i gennemførelsen pr. aktivklasse, antallet af abonnenter på konsoliderede markedsdata pr. aktivklasse, fremskridt med hensyn til indtægtsfordelingsmodeller for regulerede markeder vedrørende deres markedsdatabidrag med hensyn til aktier, virkningen af konsolidering af markedsdata på afhjælpning af informationsasymmetrier mellem forskellige kapitalmarkedsdeltagere og virkningerne af en mere demokratisk adgang til de konsoliderede markedsdata om investeringer i SMV'er.

- **Nærmere redegørelse for de enkelte bestemmelser i forslaget**

Artikel 1, nr. 1), ændrer visse aspekter af forordningens genstand og anvendelsesområde, navnlig med hensyn til multilaterale systemers forpligtelse til at operere med en markedspladslicens.

Artikel 1, nr. 2), litra a), flytter bestemmelser om afgrænsning mellem multilaterale og bilaterale systemer fra MiFID II til MiFIR for at opnå en højere grad af harmonisering, der har til formål at øge gennemsigtigheden som følge heraf.

Artikel 1, nr. 2), litra b), c), d), indeholder nye definitioner, navnlig dem, der er væsentlige for konsolidering af markedsdata, f.eks. definitionen af centrale markedsdata.

I artikel 1, nr. 3), foreslås det at indføre en minimumsgrænse for handelsstørrelse for så vidt angår referencekursdispensationen (RPW), der forhindrer alternative markedspladser i at udføre små handelsstørrelser i henhold til referencekursdispensationen i overensstemmelse med ESMA's anbefalinger.

Artikel 1, nr. 4), erstatter den dobbelte volumenbegrænsning med en enkelt volumenbegrænsning fastsat til 7 % af de handler, der udføres i henhold til referencekursdispensationen eller dispensationen fra den forhandlede kurs.

Artikel 1, nr. 6), forkorter og harmoniserer udsættelser af offentliggørelse for efterhandelsindberetninger, der ikke vedrører aktier. Den fjerner også de nationale kompetente myndigheders skønsbeføjelse til at tillade, at efterhandelsindberetninger, der ikke vedrører aktier, udskydes i fire uger ved at erstatte den med EU-dækkende tærskler. Kun med hensyn til statslig gæld har de nationale kompetente myndigheder fortsat en skønsbeføjelse.

Artikel 1, nr. 7), giver ESMA beføjelse til at præcisere indholdet og formatet af samt terminologien for begrebet rimelige handelsmæssige vilkår, som er blevet fortolket meget forskelligt.

Artikel 1, nr. 8) og 9), styrker de forpligtelser til offentlig prisstillelse, der påhviler en systematisk internalisator (SI). Denne nye bestemmelse øger en SI's forpligtelse til førhandelsprisstillelse i forbindelse med aktier for at omfatte prisstillelser for handelsstørrelser op til et minimum, der er to gange større end den normale markedsstørrelse. Det foreslås også at kopiere RPW-gulvet til handler, der udføres af en SI uden førhandelsgennemsigtighed. I tråd med RPW-gulvet vil SI'er ikke få lov til at matche små handler til middelkursen.

Artikel 1, nr. 10), indfører en forpligtelse for markedspladser til at bidrage med harmoniserede markedsdata direkte og udelukkende til de enheder, som ESMA har udpeget som CTP'er for hver aktivklasse (obligatoriske bidrag). Artikel 1, nr. 10), bringer desuden indberetningsformaterne og indberetningsforpligtelserne for SI'er på linje med dem, der gælder for børser og alternative handelssystemer (MHF'er/OHF'er). Dette opnås ved hjælp af en delegeret retsakt, der gør det aktuelle indberetningsformat, der anvendes af børserne (modelmarkedstypologien eller "MMT"), obligatorisk for alle SI-markedsdataindberetninger. Derudover udvider artikel 1, nr. 10), mandatet for synkronisering af forretningsure ud over markedspladser og deres medlemmer til at omfatte systematiske internalisatorer, APA'er og CTP'er (artikel 22c).

Artikel 1, stk. 11), kodificerer rækkevidden af aktiehandelsforpligtelsen (STO). I overensstemmelse med ESMA's forslag i dens endelige rapport om gennemsigtighedsordningen for aktieinstrumenter defineres i denne artikel i overensstemmelse med tilgangen i erklæringen STO'ens rækkevidde som aktier, der er optaget til handel på et reguleret EØS-marked, og der fastlægges en officiel EU-liste over aktier, der er underlagt STO, for at undgå de nuværende uklarheder i forbindelse med rækkevidden af anvendelsen af STO'en.

Artikel 1, nr. 12), 13) og 14), indfører nogle tekniske ændringer i forbindelse med transaktionsindberetning og referencedata.

Artikel 1, nr. 15), indfører en udvælgelsesprocedure for udpegelse af en udbyder af konsolideret løbende handelsinformation for hver aktivklasse (aktier, ETF'er, obligationer og derivater).

Artikel 1, nr. 16), indfører en bestemmelse om de organisatoriske krav og kvalitetsstandarder for tjenester, der finder anvendelse på alle CTP'er, der er udvalgt og udpeget af ESMA (artikel 27h). Kravene til CTP'en omfatter bl.a.: a) indsamling af konsoliderede centrale markedsdata, b) opkrævning af licensgebyrer hos abonnenter og c) for aktier en ordning for indtægtsdeltagelse for regulerede markeder vedrørende deres markedsdatabidrag.

Artikel 1, stk. 17), indfører en ny artikel 27ha, som indeholder en række offentlige indberetningsforpligtelser for CTP'erne. Disse indberetningsforpligtelser vedrører

kvalitetskrav til serviceniveauet, f.eks. med hensyn til leveringshastighed, og indberetninger om operationel modstandsdygtighed.

Artikel 1, nr. 18), 19) og 20), tilpasser forpligtelserne vedrørende handel med derivater i overensstemmelse med anbefalingerne fra ESMA. Modparters handelsforpligtelse til at handle med derivater, der er omfattet af clearingforpligtelsen på markedspladser, udløses, når en derivatklasse erklæres omfattet af clearingforpligtelsen. I lyset af denne tætte sammenhæng tilpasser ændringen derivathandelsforpligtelsen i henhold til MiFIR til clearingforpligtelsen for derivater i henhold til "EMIR Refit"[24] for at sikre retssikkerhed mellem de to forpligtelser, navnlig med hensyn til omfanget af de enheder, der er omfattet af clearing- og handelsforpligtelsen, og den mulige suspension af sådanne forpligtelser. Artikel 1, nr. 20), indfører en ny artikel 32a, der indeholder en selvstændig suspensionsmekanisme, så Kommissionen kan suspendere handelsforpligtelsen for visse investeringsselskaber, der fungerer som prisstillere over for modparter uden for EØS, når visse betingelser er opfyldt. Mekanismen kan aktiveres efter anmodning fra en medlemsstats kompetente myndighed og har form af en gennemførelsesretsakt vedtaget af Kommissionen. Suspensionen skal ledsages af dokumentation for, at mindst en af betingelserne for suspension er opfyldt.

Artikel 1, nr. 21), 22) og 23), fjerner forpligtelsen vedrørende "fri adgang" for børshandlede derivater. Clearinginfrastrukturer i Unionen vil ikke længere være forpligtet til at cleare derivathandler, der ikke udføres på deres vertikalt integrerede handelsplatform. På samme måde behøver markedspladser i Unionen ikke længere at acceptere, at ikke-tilsluttede clearinginfrastrukturer clearer handler, der udføres på deres platform.

Artikel 1, nr. 24) og 25), sikrer, at ESMA har tilstrækkelige tilsynsbeføjelser for udbydere af konsolideret løbende handelsinformation.

Artikel 1, nr. 26), forbyder SI'er at tilbyde betaling for (detail-)ordreflow (PFOF). Dette forslag vil sætte en stopper for den kontroversielle praksis, at visse højfrekvenshandlere, der er organiseret som SI'er på grund af deres store transaktionsvolumen, betaler detailmæglere, til gengæld for at sidstnævnte kanaliserer deres detailordrer til den højfrekvenshandlende med henblik på udførelse. Forventningen er, at detailhandelsordrer i mangel af PFOF vil blive sendt til et gennemsigtigt førhandelsmarked (reguleret marked eller MHF) med henblik på udførelse. Sammen med SI's øgede forpligtelse til førhandelsprisstillelse vil sådanne enheder skulle "tjene" detailflowet ved at offentliggøre konkurrencedygtige førhandelsprisstillelser. Ud fra den antagelse, at detailordreflowet tegner sig for alt mellem 7 og 10 % af den samlede daglige volumen og den forventede stigning i onlinemæglervirksomhed, forventes forbuddet mod PFOF at øge ordreudførelseskvaliteten for detailinvestorer og øge førhandelsgennemsigtigheden for alle udførelsesplatforme, der udfører detailordrer.

Artikel 1, nr. 27), giver Kommissionen beføjelse til at vedtage delegerede retsakter, der supplerer forordningen.

Artikel 1, nr. 28), litra a), pålægger ESMA en forpligtelse til at foretage overvågningsrapportering.

[24] Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/834 af 20. maj 2019 om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår clearingforpligtelsen, suspension af clearingforpligtelsen, indberetningskrav, risikoreduktionsteknikker for OTC-derivataftaler, der ikke cleares af en central modpart, registrering af og tilsyn med transaktionsregistre samt krav til transaktionsregistre.

Artikel 1, nr. 28), litra b), og nr. 29), fjerner en overgangsforanstaltning og Kommissionens beføjelse til at vedtage delegerede retsakter på grundlag af den erstattede CTP-ramme.

Artikel 2 bestemmer, at ikrafttrædelsen sker på og anvendelsen finder sted fra tyvendedagen efter offentliggørelsen.

2021/0385 (COD)

Forslag til

EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS FORORDNING

om ændring af forordning (EU) nr. 600/2014 for så vidt angår forbedring af gennemsigtigheden af markedsdata, fjernelse af hindringer for konsolideret løbende handelsinformation, optimering af handelsforpligtelserne og forbud mod at modtage betalinger for videresendelse af kundeordrer

(EØS-relevant tekst)

EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET FOR DEN EUROPÆISKE UNION HAR —

under henvisning til traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, særlig artikel 114,

under henvisning til forslag fra Europa-Kommissionen,

efter fremsendelse af udkast til lovgivningsmæssig retsakt til de nationale parlamenter,

under henvisning til udtalelse fra Den Europæiske Centralbank[25],

under henvisning til udtalelse fra Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg[26],

efter den almindelige lovgivningsprocedure, og

ud fra følgende betragtninger:

(1) I sin handlingsplan for kapitalmarkedsunionen[27] fra 2020 meddelte Kommissionen, at den havde til hensigt at fremsætte et lovgivningsforslag om oprettelse af en centraliseret database, som skulle give et samlet overblik over priserne på og mængden af egenkapital og egenkapitallignende finansielle instrumenter, der handles i hele Unionen på tværs af en lang række markedspladser ("konsolideret løbende handelsinformation"). Den 2. december 2020 opfordrede Rådet i sin konklusion om Kommissionens handlingsplan for kapitalmarkedsunionen[28] Kommissionen til at stimulere øget investeringsaktivitet i Unionen ved at forbedre datatilgængeligheden og -gennemsigtigheden ved yderligere at vurdere, hvordan hindringerne for etablering af konsolideret løbende handelsinformation i Unionen kan fjernes.

(2) I sin meddelelse "EU's økonomiske og finansielle system: fremme af åbenhed, styrke og modstandsdygtighed" af 19. januar 2021[29] bekræftede Kommissionen sin hensigt om at forbedre, forenkle og yderligere harmonisere kapitalmarkedernes gennemsigtighed som led i revisionen af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv

25 EUT C […] af […], s. […].
26 EUT C […] af […], s. […].
27 COM(2020) 590 final.
28 Rådets konklusioner om Kommissionens handlingsplan for kapitalmarkedsunionen, 12898/1 of/20 REV 1 EF 286 ECOFIN 1023: https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-12898-2020-REV-1/da/pdf.
29 KOM(2021) 32 final.

2014/65/EU[30] og Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr.600/2014[31]. Som led i bestræbelserne på at styrke euroens internationale rolle meddelte Kommissionen endvidere, at en sådan reform ville omfatte udformning og gennemførelse af konsolideret løbende handelsinformation, navnlig ved udstedelsen af erhvervsobligationer, for at øge likviditeten af sekundær handel med eurodenominerede gældsinstrumenter.

(3) Ved Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014[32] fastsættes der en lovgivningsmæssig ramme for "udbydere af konsolideret løbende handelsinformation" eller "CTP'er", både for aktier og ikkeaktier. Sådanne CTP'er er i øjeblikket ansvarlige for at indsamle markedsdata om finansielle instrumenter fra markedspladser og godkendte offentliggørelsesordninger ("APA'er") og konsolidere disse data i en kontinuerlig elektronisk live-datastrøm, som leverer markedsdata for hvert finansielt instrument. Idéen bag indførelsen af en CTP var, at markedsdata fra markedspladser og APA'er ville blive gjort tilgængelige for offentligheden på en konsolideret måde, herunder alle EU's handelsmarkeder, ved hjælp af identiske datatags, formater og brugergrænseflader.

(4) Indtil videre har ingen tilsynsbelagt enhed imidlertid ansøgt om tilladelse til at fungere som en CTP. ESMA har identificeret tre hovedhindringer, der har forhindret tilsynsbelagte enheder i at ansøge om registrering som en CTP[33]. For det første manglende klarhed med hensyn til, hvordan CTP'en skal tilvejebringe markedsdata fra de forskellige handelssteder eller fra de pågældende udbydere af dataindberetningstjenester. For det andet utilstrækkelig kvalitet med hensyn til harmonisering af de data, der indberettes af disse handelssteder, til at muliggøre en omkostningseffektiv konsolidering. For det tredje manglende kommercielle incitamenter til at ansøge om tilladelse som CTP. Derfor er det nødvendigt at fjerne disse hindringer. En sådan fjernelse kræver for det første, at alle markedspladser og systematiske internalisatorer ("SI'er") leverer markedsdata til CTP'er (leveringsregel). For det andet kræver det en forbedring af datakvaliteten ved at harmonisere de datarapporter, som markedspladserne og SI'erne bør indsende til CTP'en.

(5) I henhold til artikel 1, stk. 7, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU[34] skal operatører af systemer, hvor flere tredjeparters købs- og salgsinteresser i finansielle instrumenter kan interagere ("multilaterale systemer"), anvendes i overensstemmelse med kravene vedrørende regulerede markeder, multilaterale handelsfaciliteter (MHF'er) eller organiserede handelsfaciliteter (OHF'er). At dette krav er placeret i direktiv 2014/65/EU har givet mulighed for forskellige fortolkninger af dette krav, hvilket har ført til ulige vilkår mellem multilaterale systemer, der er

---

30 Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 349).

31 Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 84).

32 Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 84).

33 ESMA MiFID II/MiFIR Review Report No. 1 on the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments.

34 Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 349).

godkendt som reguleret marked, MHF eller OHF, og multilaterale systemer, der ikke er godkendt som sådanne. For at sikre en ensartet anvendelse af dette krav bør det indføres i forordning (EU) nr. 600/2014.

(6) I henhold til artikel 4 i forordning (EU) nr. 600/2014 kan de kompetente myndigheder dispensere fra kravene om førhandelsgennemsigtighed for markedsoperatører og investeringsselskaber, der driver en markedsplads, og som fastsætter deres priser på grundlag af middelkursen på det primære marked eller det mest relevante marked med hensyn til likviditet. Da der ikke er nogen begrundelse for at udelukke de mindste ordrer fra en gennemsigtig ordrebog og for at øge førhandelsgennemsigtigheden og dermed styrke prisdannelsesprocessen, bør denne dispensation gælde for ordrer med en størrelse, der er større end eller lig med det dobbelte af den normale markedsstørrelse. Hvis den konsoliderede løbende handelsinformation for aktier og ETF'er vil give købs- og salgskurser, hvorfra der kan udledes en middelkurs, bør referencekursdispensationen også være til rådighed for systemer, der udleder middelkursen af den konsoliderede løbende handelsinformation.

(7) Dark trading er handel uden førhandelsgennemsigtighed, der anvender den referencekursdispensation, der er fastsat i artikel 4, stk. 1, litra a), i forordning (EU) nr. 600/2014, og dispensationen fra den forhandlede kurs, der er fastsat i artikel 4, stk. 1, litra a), nr. i), i nævnte forordning. For begge dispensationer gælder det, at de er omfattet af dobbelt volumenbegrænsning. Dobbelt volumenbegrænsning er en mekanisme, der begrænser omfanget af dark trading til en vis andel af den samlede handel med et aktieinstrument. Mængden af dark trading med et aktieinstrument på en enkelt markedsplads må ikke overstige 4 % af den samlede handel med det pågældende instrument i Unionen. Hvis denne tærskel overskrides, suspenderes dark trading med det pågældende instrument på den pågældende markedsplads. Mængden af dark trading med et aktieinstrument i Unionen må desuden ikke overstige 8 % af den samlede handel med det pågældende instrument i Unionen. Hvis denne tærskel overskrides, suspenderes al dark trading med det pågældende instrument. Den markedspladsspecifikke tærskel giver mulighed for fortsat anvendelse af disse dispensationer på andre platforme, hvor handelen med det pågældende aktieinstrument endnu ikke er suspenderet, indtil tærsklen på EU-plan er overskredet. Dette skaber kompleksitet med hensyn til overvågning af omfanget af dark trading og håndhævelse af suspensionen. For at forenkle den dobbelte volumenbegrænsning og samtidig bevare dens effektivitet bør det nye loft med enkelt volumenbegrænsning udelukkende baseres på den EU-dækkende tærskel. Denne tærskel bør sænkes til 7 % for at kompensere for en potentiel stigning i handelen omfattet af disse dispensationer som følge af afskaffelsen af den markedspladsspecifikke tærskel.

(8) Artikel 10 i forordning (EU) nr. 600/2014 indeholder krav om, at markedspladser skal offentliggøre oplysninger om transaktioner med andre instrumenter end aktieinstrumenter, herunder pris og volumen. Artikel 11 i nævnte forordning indeholder grundene til, at de nationale kompetente myndigheder kan tillade en udskudt offentliggørelse af disse oplysninger. Udskudt offentliggørelse af disse oplysninger er tilladt, hvis en transaktion ligger over tærsklen for at kunne betegnes som stor og er i et instrument, for hvilket der ikke findes et likvidt marked, eller hvis transaktionen overstiger den størrelse, der er specifik for instrumenttærsklen, hvis transaktionen involverer likviditetsudbydere. De kompetente nationale myndigheder har skønsbeføjelser med hensyn til varigheden af udskydelsen og de nærmere oplysninger om de transaktioner, der kan udskydes. Denne skønsbeføjelse har ført til forskellig praksis blandt medlemsstaterne og til ineffektiv offentliggørelse med hensyn

til efterhandelsgennemsigtighed. For at sikre gennemsigtighed over for alle typer investorer er det nødvendigt at harmonisere udskydelsesordningen på EU-plan, fjerne skønsbeføjelser på nationalt plan og lette konsolideringen af markedsdata. Kravene om efterhandelsgennemsigtighed bør derfor skærpes ved at fjerne de kompetente myndigheders skønsbeføjelse.

(9) For at sikre en passende grad af gennemsigtighed bør prisen på en transaktion i andet end aktier offentliggøres så tæt på realtid som muligt og kun udskydes højst indtil handelsdagens afslutning. For ikke at udsætte likviditetsudbydere af andre instrumenter end aktieinstrumenter for unødig risiko bør det dog være muligt at sløre transaktionsvolumener i en kort periode, som ikke bør være længere end to uger. Den nøjagtige kalibrering af de forskellige undergrupper, der svarer til forskellige tidsudskydelser, bør overlades til ESMA på grund af den tekniske ekspertise, der er nødvendig for at specificere kalibreringen, og på grund af behovet for at give mulighed for fleksibilitet til at ændre kalibreringen. Udskydelserne bør baseres på likviditeten af andre instrumenter end aktieinstrumenter, transaktionens størrelse og, for obligationers vedkommende, kreditvurderingen, og det bør ikke længere omfatte den størrelse, der er specifik for det pågældende instrument.

(10) I henhold til artikel 13 i forordning (EU) nr. 600/2014 skal markedsoperatører og investeringsselskaber, som driver en markedsplads, gøre før- og efterhandelsoplysningerne om transaktioner i finansielle instrumenter tilgængelige for offentligheden på rimelige handelsmæssige vilkår og sørge for ikke-diskriminerende adgang til oplysningerne. Denne artikel har imidlertid ikke levet op til sine mål. Oplysningerne fra markedspladser, APA'er og systematiske internalisatorer på rimelige handelsmæssige vilkår sætter ikke brugerne i stand til at forstå markedsdatapolitikker, og hvordan prisen for markedsdata fastsættes. ESMA har udstedt retningslinjer, der forklarer, hvordan begrebet rimelige handelsmæssige vilkår bør anvendes. Disse retningslinjer bør omdannes til retlige forpligtelser. På grund af den høje detaljeringsgrad, der kræves for at specificere rimelige handelsmæssige vilkår, og den nødvendige fleksibilitet med hensyn til at ændre de gældende regler på grundlag af det hurtigt skiftende datalandskab, bør ESMA tillægges beføjelser til at udarbejde udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder, der præciserer, hvordan rimelige handelsmæssige vilkår bør anvendes, og derved yderligere styrke en harmoniseret og konsekvent anvendelse af artikel 13 i forordning (EU) nr. 600/2014.

(11) For at styrke prisdannelsesprocessen og opretholde lige konkurrencevilkår mellem markedspladser og systematiske internalisatorer kræver artikel 14 i forordning (EU) nr. 600/2014, at systematiske internalisatorer offentliggør alle prisstillelser på aktieinstrumenter, som denne systematiske internalisator placerer under den normale markedsstørrelse. Systematiske internalisatorer kan frit bestemme, for hvilke størrelser de vil stille priser, forudsat at de angiver en mindstestørrelse på 10 % af den normale markedsstørrelse. Denne mulighed har imidlertid ført til et meget lavt niveau af førhandelsgennemsigtighed fra systematiske internalisatorer med hensyn til aktieinstrumenter og har hæmmet opnåelsen af lige konkurrencevilkår. Det er derfor nødvendigt at kræve, at systematiske internalisatorer offentliggør bindende prisstillelser, der mindst svarer til to gange den normale markedsstørrelse.

(12) For at skabe lige konkurrencevilkår bør systematiske internalisatorer ud over forpligtelsen til at offentliggøre bindende prisstillelser, der mindst svarer til to gange den normale markedsstørrelse, heller ikke længere have lov til at matche middelkursen under det dobbelte af den normale markedsstørrelse. Det bør endvidere præciseres, at systematiske internalisatorer bør have lov til at matche hinanden midtvejs, for så vidt

som de overholder reglerne for tick size i henhold til artikel 49 i direktiv 2014/65/EU, når de handler over to gange den normale markedsstørrelse, men under tærsklen for store transaktioner. Når systematiske internalisatorer handler over en tærskel for store transaktioner, bør de fortsat have lov til at matche middelkursen uden at overholde tick size-ordningen.

(13) Markedsdeltagerne har brug for centrale markedsdata for at kunne træffe informerede investeringsbeslutninger. I henhold til den nuværende artikel 27h i forordning (EU) nr. 600/2014 kræver tilvejebringelse af centrale markedsdata om visse finansielle instrumenter direkte fra markedspladser og APA'er, at udbydere af konsolideret løbende handelsinformation indgår særskilte licensaftaler med alle disse dataleverandører. Denne proces er besværlig, dyr og tidskrævende. Det har været en af hindringerne for udbydere af konsolideret løbende handelsinformation på tværs af markedet. Denne hindring bør fjernes for at gøre det muligt for udbydere af konsolideret løbende handelsinformation at indhente markedsdata og løse problemer med licenser. Markedspladser og APA'er eller investeringsselskaber og systematiske internalisatorer uden indgriben fra APA'er ("markedsdataleverandører") bør forpligtes til at indsende deres markedsdata til udbydere af konsolideret løbende handelsinformation og anvende harmoniserede skabeloner, der overholder datastandarder af høj kvalitet, til at gøre dette. Kun CTP'er, der er udvalgt og godkendt af ESMA, bør kunne indsamle harmoniserede markedsdata fra de individuelle datakilder i overensstemmelse med reglen om obligatoriske bidrag. For at gøre markedsdataene nyttige for investorer bør markedsdataleverandører forpligtes til at levere markedsdata til CTP'en så tæt på realtid som teknisk muligt.

(14) I henhold til afsnit II og III i forordning (EU) nr. 600/2014 skal markedspladser, APA'er, investeringsselskaber og systematiske internalisatorer ("markedsdataleverandører") offentliggøre førhandelsdata om finansielle instrumenter, herunder købs- og salgskurser og efterhandelsdata om transaktioner, herunder den kurs og volumen, hvortil en transaktion i et specifikt instrument er blevet gennemført. Markedsdeltagerne er ikke forpligtet til at anvende CTP'ens konsoliderede centrale markedsdata. Kravet om offentliggørelse af disse før- og efterhandelsdata bør derfor fortsat gælde for at give markedsdeltagerne adgang til markedsdata. For at undgå en urimelig byrde for markedsdataleverandører er det imidlertid hensigtsmæssigt at tilpasse kravet om, at markedsdataleverandører skal offentliggøre data, så meget som muligt til kravet om at levere data til CTP'en.

(15) På grund af markedsdataenes uensartede kvalitet er det vanskeligt for markedsdeltagerne at sammenligne disse data, hvilket fjerner en stor del af merværdien ved datakonsolideringen. Det er af største betydning for, at gennemsigtighedsordningen i afsnit II og III i forordning (EU) nr. 600/2014 fungerer korrekt, og for at udbydere af konsolideret løbende handelsinformation kan konsolidere data, at markedsdataene er af høj kvalitet. Det bør derfor kræves, at disse markedsdata opfylder høje kvalitetsstandarder med hensyn til både indhold og format. Det bør være muligt at ændre indholdet og formatet af dataene inden for kort tid for at give mulighed for at ændre markedspraksis og -indsigt. Derfor bør kravene til datakvalitet fastsættes af Kommissionen i en delegeret retsakt, og der bør tages hensyn til rådgivningen fra en særlig rådgivende gruppe bestående af eksperter fra erhvervslivet og fra offentlige myndigheder.

(16) For bedre at kunne overvåge indberetningspligtige begivenheder harmoniserede direktiv 2014/65/EU synkroniseringen af forretningsure for markedspladser og deres medlemmer. For at sikre, at tidsstempler, der indberettes af forskellige enheder, i

forbindelse med konsolideringen af markedsdata kan sammenlignes på en meningsfuld måde, bør kravene til harmonisering af synkroniseringen af forretningsure udvides til at omfatte systematiske internalisatorer, APA'er og udbydere af konsolideret løbende handelsinformation. På grund af det niveau for teknisk ekspertise, der kræves for at præcisere kravene til anvendelse af et synkroniseret forretningsur, bør ESMA tillægges beføjelser til at udarbejde udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder med henblik på at præcisere den nøjagtighed, hvormed urene bør synkroniseres.

(17) I henhold til artikel 23 i forordning (EU) nr. 600/2014 skal størstedelen af handelen med aktier finde sted på markedspladser eller hos systematiske internalisatorer ("aktiehandelsforpligtelse"). Dette krav gælder ikke for handler med aktier, som ikke er systematiske, ad hoc eller uregelmæssige og sjældne. Det er ikke klart, hvornår denne undtagelse finder anvendelse. ESMA præciserede derfor dette ved at skelne mellem aktier på grundlag af deres internationale identifikationsnummer for værdipapirer (ISIN). I henhold til denne sondring er kun aktier med et EØS-ISIN-nummer omfattet af aktiehandelsforpligtelsen. Denne tilgang skaber klarhed for markedsdeltagere, der handler med aktier. ESMA's nuværende praksis bør derfor indarbejdes i forordning (EU) nr. 600/2014, og samtidig bør undtagelsen for handler med aktier, som ikke er systematiske, ad hoc eller uregelmæssige og sjældne, udgå. For at give markedsdeltagerne sikkerhed for, hvilke instrumenter der er omfattet af aktiehandelsforpligtelsen, bør ESMA have beføjelse til at offentliggøre og føre en liste over alle de aktier, der er omfattet af denne forpligtelse.

(18) Det er vigtigt at fastsætte datoen for indberetning af transaktioner for at sikre, at både tilsynsmyndighederne og de indberettende enheder er tilstrækkeligt forberedte. Det er også afgørende at bringe fristerne for ændringer af de forskellige indberetningsrammer i overensstemmelse med hinanden. Fastsættelse af denne dato i en delegeret retsakt vil give den nødvendige fleksibilitet og bringe ESMA's beføjelser i overensstemmelse med beføjelserne i forordning (EU) 2019/834. For at øge den overordnede konsekvens i markedsindberetningerne bør ESMA også tage hensyn til den internationale udvikling og de standarder, der er vedtaget på EU-plan eller globalt plan, når ESMA udarbejder relevante udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder.

(19) Indberetning på de finansielle markeder — navnlig transaktionsindberetning — er allerede meget automatiseret, og dataene er mere standardiserede. Visse inkonsekvenser mellem rammerne er allerede blevet løst i forordningen om europæisk markedsinfrastruktur (EMIR), Refit-forordningen og forordningen om værdipapirfinansieringstransaktioner (SFTR). ESMA's beføjelser bør bringes i overensstemmelse med hinanden med henblik på at vedtage tekniske standarder og sikre større konsekvens i transaktionsindberetningen mellem EMIR-, SFTR- og MiFIR-rammerne. Dette vil forbedre transaktionsdatakvaliteten og undgå unødvendige ekstraomkostninger for erhvervslivet.

(20) Konkurrence mellem udbydere af konsolideret løbende handelsinformation sikrer, at konsolideret løbende handelsinformation leveres på den mest effektive måde og på de bedst mulige vilkår for brugerne. Der har imidlertid hidtil ikke været nogen enheder, der har ansøgt om at fungere som udbyder af konsolideret løbende handelsinformation. Det anses derfor for hensigtsmæssigt at give ESMA beføjelse til regelmæssigt at tilrettelægge en konkurrencebaseret udvælgelsesprocedure med henblik på at udvælge en enkelt enhed, der kan levere konsolideret løbende handelsinformation for hver specificeret aktivklasse. I betragtning af at den foreslåede ordning er ny, bør ESMA kun kræve fremlæggelse af efterhandelsgennemsigtighedsdata i forbindelse med den første udvælgelsesprocedure, som den gennemfører i forbindelse med aktier. ESMA

bør mindst 18 måneder inden iværksættelsen af den anden udvælgelsesprocedure forelægge en rapport for Kommissionen med en vurdering af, om der er efterspørgsel på markedet efter at udvide de data, der leveres til den løbende handelsinformation, til at omfatte førhandelsdata. På grundlag af en sådan rapport bør Kommissionen tillægges beføjelse til ved hjælp af en delegeret retsakt at præcisere dybden af førhandelsdata, der leveres til den løbende handelsinformation.

(21) Ifølge de oplysninger, der fremlægges i den konsekvensanalyse, der ledsager forslaget til denne forordning, vil den forventede generering af indtægter i forbindelse med konsolideret løbende handelsinformation variere afhængigt af den løbende handelsinformations præcise karakteristika. CTP'ens forventede indtægter bør i væsentlig grad overstige produktionsomkostningerne og dermed bidrage til at opbygge en solid ordning for indtægtsdeltagelse, hvorved CTP'en og markedsdataleverandørerne deler kommercielle interesser, der er tilpasset hinanden. Dette princip bør ikke forhindre CTP'er i at skabe en margen, der er nødvendig for at opretholde en levedygtig forretningsmodel, og i at anvende de centrale markedsdata til at tilbyde yderligere analyser eller andre tjenester, der har til formål at øge indtægtspuljen.

(22) Der er en objektiv forskel mellem en markedsplads for primær optagelse til handel og andre markedspladser, der fungerer som sekundære handelsmarkeder. En markedsplads for primær optagelse til handel giver virksomheder adgang til det offentlige marked og spiller en afgørende rolle i aktiens levetid og for aktiens likviditet. Dette gælder især aktier, der er noteret på mindre, regulerede markeder, og som typisk fortsat hovedsagelig handles på markedspladsen for primær optagelse til handel. Når den førhandelsgennemsigtige handel med en bestemt aktie udelukkende eller overvejende finder sted på markedspladsen for primær optagelse til handel spiller en sådan mindre markedsplads en vigtigere rolle i prisdannelsen for den pågældende aktie. De centrale markedsdata, som et mindre, reguleret marked leverer til den konsoliderede løbende handelsinformation, spiller derfor en mere afgørende rolle i prisdannelsen for de aktier, som denne markedsplads optager til handel. Det anses derfor for hensigtsmæssigt med en præferencebehandling i ordningen for indtægtsdeltagelse for at give disse mindre børser mulighed for at opretholde deres lokale optagelse til handel og sikre et rigt og dynamisk økosystem i overensstemmelse med målene for kapitalmarkedsunionen.

(23) Små, regulerede markeder er regulerede markeder, som optager aktier til handel fra udstedere, for hvilke handel på det sekundære marked har tendens til at være mindre likvid end handel med aktier, der er optaget til handel på større, regulerede markeder. For at undgå, at mindre handelsvolumener (eller nominelle værdier) straffer mindre børser i ordningen for indtægtsdeltagelse, der er udformet med henblik på konsolideret løbende handelsinformation vedrørende aktier, bør data fra handler med disse mindre likvide aktier medføre et højere vederlag, end deres nominelle handelsværdi kunne indikere. Hvorvidt en aktie er mindre likvid, bør bestemmes på grundlag af den andel af den førhandelsgennemsigtige likviditet, som det regulerede marked, der optager den mindre likvide andel til handel, udgør i forhold til den gennemsnitlige daglige omsætning af den pågældende aktie.

(24) I betragtning af at det vil være nyt med konsolideret løbende handelsinformation i forbindelse med EU's finansielle markeder bør ESMA få til opgave at give Europa-Kommissionen en vurdering af ordningen for indtægtsdeltagelse, der er udformet til regulerede markeder i forbindelse med konsolideret løbende handelsinformation vedrørende aktier. Denne rapport bør udarbejdes på grundlag af mindst 12 måneders

drift af CTP'en og efterfølgende på anmodning af Kommissionen, hvis det skønnes nødvendigt eller hensigtsmæssigt. Vurderingen bør navnlig fokusere på, om små, regulerede markeders deltagelse i CTP'ens indtægter er rimelig og effektiv med hensyn til at beskytte den rolle, som disse markeder spiller i deres lokale finansielle økosystemer. Kommissionen bør have beføjelse til at revidere fordelingsmekanismen ved hjælp af en delegeret retsakt, hvis det er nødvendigt eller hensigtsmæssigt.

(25) Det er nødvendigt at sikre, at udbydere af konsolideret løbende handelsinformation udbedrer informationsasymmetrier på kapitalmarkederne på en holdbar måde, og at sikre, at udbydere af konsolideret løbende handelsinformation leverer konsoliderede data, som er pålidelige. Udbydere af konsolideret løbende handelsinformation bør derfor være forpligtet til at overholde de organisatoriske krav og standarder for tjenestekvalitet, som skal opfyldes til enhver tid, når de er blevet godkendt af ESMA. Kvalitetsstandarder bør omfatte aspekter vedrørende indsamling af konsoliderede centrale markedsdata, nøjagtig tidsstempling af sådanne data på forskellige stadier i leveringskæden, indsamling og forvaltning af markedsdataabonnementsgebyrer og fordeling af indtægter til markedsdataleverandørerne.

(26) For at bevare markedsdeltagernes fortsatte tillid til driften af en udbyder af konsolideret løbende handelsinformation bør sådanne enheder regelmæssigt udarbejde en række offentlige rapporter om overholdelsen af deres forpligtelser i henhold til denne forordning, navnlig om resultatstatistikker og hændelsesrapporter vedrørende datakvalitet og -systemer. På grund af rapportens meget tekniske karakter bør ESMA have beføjelse til at præcisere indhold, format og tidsplan.

(27) Kravet om, at handelsindberetninger skal stilles gratis til rådighed efter 15 minutter, gælder i øjeblikket for alle markedspladser, APA'er og CTP'er. For CTP'er står dette krav i vejen for kommercialiseringen af konsolideringen af de centrale markedsdata og begrænser i betydelig grad en potentiel CTP's kommercielle levedygtighed, eftersom visse potentielle kunder kunne foretrække at vente på de konsoliderede gratis data frem for at abonnere på konsolideret løbende handelsinformation. Dette gælder især obligationer og derivater, der generelt ikke handles hyppigt, og for hvilke dataene ofte har bevaret hovedparten af deres værdi efter 15 minutter. Kravet om gratis levering af data efter 15 minutter bør fortsat gælde for markedspladser og APA'er, men det bør afskaffes for CTP'er for at beskytte deres potentielle forretningsmodel.

(30) I henhold til artikel 28 i forordning (EU) nr. 600/2014 skal OTC-derivater, der er omfattet af clearingforpligtelsen, handles på markedspladser. Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/834[35] ændrede Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012[36] for at begrænse omfanget af enheder, der er omfattet af clearingforpligtelsen. I lyset af den tætte sammenkobling mellem clearingforpligtelsen i henhold til forordning (EU) nr. 648/2012 og handelsforpligtelsen for derivater i henhold til forordning (EU) nr. 600/2014 og for at sikre større retlig sammenhæng og forenkle de retlige rammer er det nødvendigt og hensigtsmæssigt at bringe handelsforpligtelsen for derivater i overensstemmelse med clearingforpligtelsen for

[35] Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/834 af 20. maj 2019 om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår clearingforpligtelsen, suspension af clearingforpligtelsen, indberetningskrav, risikoreduktionsteknikker for OTC-derivataftaler, der ikke cleares af en central modpart, registrering af og tilsyn med transaktionsregistre samt krav til transaktionsregistre (EUT L 141 af 28.5.2019, s. 42).

[36] Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 af 4. juli 2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre (EUT L 201 af 27.7.2012, s. 1).

derivater. Uden en sådan overensstemmelse ville visse mindre finansielle modparter og ikke-finansielle modparter ikke længere være omfattet af clearingforpligtelsen, men fortsat være omfattet af handelsforpligtelsen.

(31) Artikel 6a i forordning (EU) nr. 648/2012 indeholder bestemmelser om en mekanisme til midlertidig suspension af clearingforpligtelsen, hvis de kriterier, på grundlag af hvilke bestemte OTC-derivatklasser er blevet gjort til genstand for clearingforpligtelsen, ikke længere er opfyldt, eller hvis en sådan suspension anses for nødvendig for at undgå en alvorlig trussel mod den finansielle stabilitet i Unionen. En sådan suspension kan imidlertid forhindre modparterne i at opfylde deres handelsforpligtelse i henhold til forordning (EU) nr. 600/2014, fordi clearingforpligtelsen er en forudsætning for handelsforpligtelsen. Det er derfor nødvendigt at fastsætte, at hvis suspensionen af clearingforpligtelsen vil føre til en væsentlig ændring af kriterierne for handelsforpligtelsen, bør det samtidig være muligt at suspendere handelsforpligtelsen for den eller de samme OTC-derivatklasser, der er omfattet af suspensionen af clearingforpligtelsen.

(32) En ad hoc-suspensionsmekanisme er nødvendig for at sikre, at Kommissionen hurtigt kan reagere på væsentlige ændringer i markedsvilkårene, der kan have en væsentlig indvirkning på handelen med derivater og deres modparter. Hvis sådanne markedsvilkår er til stede, bør Kommissionen efter anmodning fra en medlemsstats kompetente myndighed kunne suspendere handelsforpligtelsen uafhængigt af en eventuel suspension af clearingforpligtelsen. En sådan suspension af handelsforpligtelsen bør være mulig, hvis et EU-investeringsselskabs aktiviteter med en ikke-EØS-modpart i urimelig grad berøres af anvendelsesområdet for EU's handelsforpligtelse for derivater, og hvis investeringsselskabet fungerer som prisstiller i den kategori af derivater, der er omfattet af handelsforpligtelsen. Problemet med overlappende handelsforpligtelser for derivater er særlig akut, når der handles med modparter, der er hjemmehørende i en tredjelandsjurisdiktion, der anvender sin egen handelsforpligtelse for derivater. Suspensionen vil også hjælpe EU's modparter med at forblive konkurrencedygtige på de globale markeder. Når Kommissionen træffer afgørelse om suspension af handelsforpligtelsen, bør den tage hensyn til virkningen af en sådan suspension for clearingforpligtelsen i forordning (EU) nr. 648/2012.

(33) Bestemmelser om fri adgang for børshandlede derivater gør det mindre attraktivt at investere i nye produkter, da konkurrenter kan være i stand til at få adgang uden forudgående investering. Anvendelsen af ordningen med fri adgang for børshandlede derivater, der er fastsat i artikel 35 og 36 i forordning (EU) nr. 600/2014, kan således begrænse konkurrenceevnen for disse produkter ved at fjerne incitamentet for regulerede markeder til at skabe nye børshandlede derivater. Det bør derfor fastsættes, at denne ordning ikke bør finde anvendelse på den pågældende CCP eller markedsplads for så vidt angår børshandlede derivater, hvilket vil fremme innovation og udvikling af børshandlede derivater i Unionen.

(34) Finansielle formidlere bør bestræbe sig på at opnå den bedst mulige pris og den størst mulige sandsynlighed for udførelse af handler, som de udfører på vegne af deres kunder. Med henblik herpå bør finansielle formidlere udvælge markedspladsen eller modparten til at udføre deres kundehandler udelukkende på grundlag af best execution for deres kunder. Det bør være uforeneligt med princippet om best execution, at en finansiel formidler modtager en betaling fra en modpart til gengæld for at sikre udførelsen af kundehandler. Det bør derfor forbydes, at investeringsselskaber modtager en sådan betaling.

(35) Kommissionen bør vedtage udkastet til reguleringsmæssige tekniske standarder udarbejdet af ESMA vedrørende de præcise karakteristika ved udskydelsesordningen for transaktioner i andet end aktier, vedrørende tilvejebringelse af oplysninger på rimelige handelsmæssige vilkår, vedrørende markedspladsers, systematiske internalisatorers, APA'ers og CTP'ers anvendelse af synkroniserede forretningsure og vedrørende karakteristika for CTP'ens forpligtelse til offentlig indberetning. Kommissionen bør vedtage disse udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder ved hjælp af delegerede retsakter i overensstemmelse med artikel 290 i TEUF, og i overensstemmelse med artikel 10-14 i forordning (EU) nr. 1093/2010.

(36) Målene for denne forordning, nemlig at lette fremkomsten af en udbyder af konsolideret løbende handelsinformation for hver aktivklasse og at ændre visse aspekter af den eksisterende lovgivning med henblik på at forbedre gennemsigtigheden på markederne for finansielle instrumenter, men også yderligere at fremme lige vilkår mellem regulerede markeder og systematiske internalisatorer, kan ikke i tilstrækkelig grad opfyldes af medlemsstaterne, men kan på grund af deres omfang og virkninger bedre nås på EU-plan; foranstaltningen bør derfor vedtages på EU-plan i overensstemmelse med nærhedsprincippet, jf. artikel 5 i traktaten om Den Europæiske Union. I overensstemmelse med proportionalitetsprincippet, jf. nævnte artikel, går denne forordning ikke videre, end hvad der er nødvendigt for at nå disse mål. I denne forordning overholdes desuden de grundlæggende rettigheder og principper, som anerkendes i chartret, navnlig friheden til at oprette og drive egen virksomhed og forbrugerbeskyttelsen —

VEDTAGET DENNE FORORDNING:

Artikel 1

Ændringer af forordning (EU) nr. 600/2014

1) I artikel 1 foretages følgende ændringer:

a) I stk. 1 tilføjes følgende som litra i):

"h) omfanget af multilateral handel."

b) Stk. 3 affattes således:

"3. Afsnit V i denne forordning finder også anvendelse på finansielle modparter som omhandlet i artikel 4a, stk. 1, andet afsnit, i forordning (EU) nr. 648/2012 og på alle ikke-finansielle modparter, der er omfattet af artikel 10, stk. 1, litra b), i samme forordning."

c) Følgende indsættes som stk. 7a:

"7a. Alle multilaterale systemer skal anvendes i overensstemmelse med bestemmelserne i enten afsnit II i direktiv 2014/65/EU for så vidt angår MHF'er eller OHF'er eller bestemmelserne i nævnte direktivs afsnit III for så vidt angår regulerede markeder.

Alle investeringsselskaber, som på organiseret, hyppigt, systematisk og væsentligt grundlag handler for egen regning ved udførelse af kundeordrer uden for et reguleret marked, en MHF eller en OHF, skal handle i overensstemmelse med afsnit III i denne forordning.

Alle investeringsselskaber, der indgår transaktioner med finansielle instrumenter, som ikke er indgået på multilaterale systemer eller systematiske

internalisatorer, skal overholde denne forordnings artikel 20, 21, 22, 22a, 22b og 22c, jf. dog artikel 23 og 28."

2) I artikel 2, stk. 1 foretages følgende ændringer:

a) Nr. 11) affattes således:

"11) "multilateralt system": ethvert system eller enhver facilitet, hvor forskellige tredjemænds købs- og salgsinteresse i finansielle instrumenter kan interagere i systemet".

b) Følgende indsættes som nr. 34a):

"34a) "markedsdataleverandør": en markedsplads, et investeringsselskab, herunder systematiske internalisatorer, eller en APA".

c) Nr. 35) affattes således:

"35) "udbyder af konsolideret løbende handelsinformation" eller "CTP": en person, der er godkendt efter denne forordnings afsnit IVa, kapitel 1, til at udbyde tjenester, der består i at indsamle markedsdata om aktier, ETF'er, obligationer eller derivater fra markedsdataleverandører og at konsolidere disse data i form af en kontinuerlig elektronisk live-datastrøm med centrale markedsdata pr. aktie, ETF, obligationer eller derivater og at udbyde dem til brugeren af markedsdata".

d) Følgende indsættes som nr. 36b) og 36c):

36b) "centrale markedsdata":

a) alle følgende data om aktier:

i) de bedste tilbud og udbud med tilsvarende volumen

ii) transaktionspris og -volumen udført til den angivne pris

iii) oplysningerne om intradagauktionen

iv) oplysningerne om end-of-day-auktionen

v) markedsidentifikatorkoden til identifikation af handelsstedet

vi) den standardiserede instrumentidentifikator, der gælder på tværs af markedspladser

vii) tidsstempeloplysningerne for alle følgende:

— tidspunktet for gennemførelsen af handelen

— tidspunktet for offentliggørelsen af handelen

— modtagelsen af markedsdata fra markedsdataleverandører

— modtagelsen af markedsdata hos udbyderen af konsolideret løbende handelsinformation

— formidling af konsoliderede markedsdata til abonnenter

viii) handelsprotokollerne og de gældende dispensationer eller udsættelser

b) alle følgende data om andre instrumenter end aktieinstrumenter:

i) transaktionspris og -mængde/-størrelse udført til den angivne pris

ii) markedsidentifikatorkoden til identifikation af handelsstedet

iii) standardiseret instrumentidentifikator, der gælder på tværs af markedspladser

iv) tidsstempeloplysningerne for alle følgende:

— tidspunktet for gennemførelsen af handelen

— tidspunktet for offentliggørelsen af handelen

— modtagelsen af markedsdata fra markedsdataleverandører

— modtagelse af markedsdata i konsolidatorens aggregerings-/konsolideringsmekanisme

— formidling af konsoliderede markedsdata til abonnenter

v) handelsprotokollerne og de gældende dispensationer eller udsættelser

36c) "reguleringsmæssige data": data vedrørende status for systemer, der matcher ordrer i finansielle instrumenter, herunder oplysninger om circuit breakers, handelsstop og åbningskurser og slutkurser for disse finansielle instrumenter".

3) I artikel 4 foretages følgende ændringer:

a) Stk. 1 ændres således:

i) Litra a) affattes således:

"a) systemer, der matcher ordrer, der er mere end to gange større end den normale markedsstørrelse, og som er baseret på en handelsmetode, hvorefter kursen på de finansielle instrumenter, der er omhandlet i artikel 3, stk. 1, udledes af et af følgende:

i) kursen på disse finansielle instrumenter på de markedspladser, hvor disse finansielle instrumenter første gang blev optaget til handel

ii) kursen på disse finansielle instrumenter på det mest relevante marked med hensyn til likviditet, hvis denne kurs er bredt tilgængelig og af markedsdeltagerne betragtes som en pålidelig referencekurs

iii) den konsoliderede løbende handelsinformation vedrørende aktier eller ETF'er."

ii) Følgende afsnit tilføjes:

"Med henblik på litra a) er fortsat anvendelse af denne dispensation omfattet af betingelserne i artikel 5."

b) Stk. 2, første afsnit, affattes således:

"Referencekursen i stk. 1, litra a), fastsættes ud fra en af følgende:

a) middelkursen for de aktuelle købs- og salgskurser på følgende:

i) den markedsplads, hvor disse finansielle instrumenter første gang blev optaget til handel

ii) det mest relevante marked med hensyn til likviditet

iii) den konsoliderede løbende handelsinformation vedrørende aktier eller ETF'er

b) når kursen i litra a) ikke foreligger, åbnings- eller lukkekursen for den relevante handelsperiode."

4) I artikel 5 foretages følgende ændringer:

a) Overskriften affattes således:

"*Artikel 5*
Volumenbegrænsning".

b) Stk. 1 affattes således:

"1. Markedspladserne skal suspendere deres anvendelse af de dispensationer, der er omhandlet i artikel 4, stk. 1, litra a), og artikel 4 stk. 1, litra b), nr. i), hvis den procentdel af volumen, der handles i Unionen i et finansielt instrument, der er gennemført i henhold til disse dispensationer, overstiger 7 % af den samlede volumen, der handles med i det pågældende finansielle instrument i Unionen. Markedspladserne skal basere deres beslutning om at suspendere anvendelsen af disse dispensationer på de data, som ESMA har offentliggjort i overensstemmelse med stk. 4, og træffer en sådan beslutning senest to arbejdsdage efter offentliggørelsen af disse oplysninger og i en periode på seks måneder."

c) Stk. 2 og 3 udgår.

ci) Stk. 4 affattes således:

"4. ESMA offentliggør senest fem arbejdsdage efter udgangen af hver kalendermåned alle følgende data:

a) den samlede volumen af EU-handel pr. finansielt instrument i de foregående 12 måneder

b) procentdelen af handel med et finansielt instrument, der er gennemført i hele Unionen i henhold til de dispensationer, der er omhandlet i artikel 4, stk. 1, litra a), og artikel 4, stk. 1, litra b), nr. i)

c) den metode, der anvendes til at beregne den procentdel, der er omhandlet i litra b)."

e) Stk. 5 udgår.

f) Stk. 7 affattes således:

"7. For at sikre et pålideligt grundlag for overvågning af den handel, der foregår under de dispensationer, der er omhandlet i artikel 4, stk. 1, litra a), og artikel 4, stk. 1, litra b), nr. i), og for at fastslå, om de i stk. 1 omhandlede grænser er blevet overskredet, skal operatører af markedspladser have indført systemer og procedurer, der gør det muligt at identificere alle handler, der har fundet sted på deres markedsplads under disse dispensationer."

5) I artikel 9 foretages følgende ændringer:

a) Stk. 1, litra b), udgår.

b) Stk. 5, litra d), udgår.

6) I artikel 11 foretages følgende ændringer:

a) Stk. 1 ændres således:

i) Første afsnit affattes således:

"På grundlag af udsættelsesordningen i stk. 4 tillader de kompetente myndigheder markedsoperatører og investeringsselskaber, der driver en markedsplads, at udsætte offentliggørelsen af transaktionsprisen indtil handelsdagens afslutning eller transaktionsvolumen i højst to uger."

ii) Andet afsnit, litra c), udgår.

b) Stk. 3 affattes således:

"3. De kompetente myndigheder kan, når de giver tilladelse til udsættelse af offentliggørelse som omhandlet i stk. 1 med hensyn til transaktioner i statslig gæld, tillade markedsoperatører og investeringsselskaber, der driver en markedsplads:

a) undlade at offentliggøre omfanget af en enkelt transaktion i en udvidet udsættelsesperiode eller

b) i aggregeret form at offentliggøre flere transaktioner i statslig gæld i en ubegrænset periode."

c) Stk. 4 ændres således:

i) I første afsnit foretages følgende ændringer:

Litra c) affattes således:

"c) de transaktioner, der kan være omfattet af pris- eller mængdeudsættelse, og de transaktioner, for hvilke de kompetente myndigheder tillader markedsoperatører og investeringsselskaber, der driver en markedsplads, at fastsætte bestemmelser om udskudt offentliggørelse af volumen eller pris i et af følgende tidsrum:

i) 15 minutter

ii) handelsdagens afslutning

iii) to uger."

ii) Efter første afsnit indsættes følgende afsnit:

"Med henblik på første afsnit, litra c), præciserer ESMA de undergrupper, for hvilke udsættelsesperioden finder anvendelse i hele Unionen, ved at anvende følgende kriterier:

a) fastlæggelsen af likviditet

b) transaktionens størrelse, navnlig transaktioner på illikvide markeder eller transaktioner, der er store

c) for obligationers vedkommende klassificeringen af obligationen som "investment grade" eller "højt afkast"."

7) I artikel 13 tilføjes følgende som stk. 3:

"3. ESMA udarbejder udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder med henblik på at præcisere indholdet, formatet og terminologien for oplysningerne på rimelige handelsmæssige vilkår, som markedspladser, APA'er, CTP'er og systematiske internalisatorer skal stille til rådighed for offentligheden.

ESMA forelægger disse udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder for Kommissionen senest den [*OP, Indsæt datoen 9 måneder efter ikrafttrædelsesdatoen*].

Kommissionen tillægges beføjelser til at vedtage de reguleringsmæssige tekniske standarder, der er omhandlet i første afsnit i overensstemmelse med artikel 10-14 i forordning (EU) nr. 1095/2010.

8) I artikel 14 foretages følgende ændringer:

a) Stk. 2 og 3 affattes således:

"2. Denne artikel og artikel 15, 16 og 17 finder anvendelse på systematiske internalisatorer, når de handler i størrelser op til to gange større end den normale markedsstørrelse. Systematiske internalisatorer er ikke omfattet af denne artikel og artikel 15, 16 og 17, når de handler i størrelser over to gange større end den normale markedsstørrelse.

3. Systematiske internalisatorer kan prisstille en hvilken som helst størrelse. Den mindste prisstillelse skal svare til mindst to gange den normale markedsstørrelse af en aktie, et depotbevis, en ETF, et certifikat eller et andet finansielt instrument, der ligner disse finansielle instrumenter, og som handles på en markedsplads. For de enkelte aktier, depotbeviser, ETF'er, certifikater eller andre finansielle instrumenter, der ligner disse finansielle instrumenter, og som handles på en markedsplads, skal hver prisstillelse indeholde bindende købs- og salgskurser eller bindende købs- og salgskurser for en eller flere størrelser op til to gange den normale markedsstørrelse for den klasse af aktier, depotbeviser, ETF'er, certifikater eller andre finansielle instrumenter, der ligner disse finansielle instrumenter, og som det finansielle instrument tilhører. Prisen eller priserne skal afspejle de gældende markedsvilkår for de pågældende aktier, depotbeviser, ETF'er, certifikater eller finansielle instrumenter, der ligner disse finansielle instrumenter.

b) Følgende indsættes som stk. 6a:

"6a. Systematiske internalisatorer må ikke matche ordrer til middelkursen for de aktuelle købs- og salgskurser."

9) Artikel 17a affattes således:

"Artikel 17a

Minimumskursændringer (tick sizes)

1. Systematiske internalisatorers prisstillelser, prisforbedringer af disse prisstillelser og udførelsespriser skal være i overensstemmelse med de tick sizes, der er fastsat i overensstemmelse med artikel 49 i direktiv 2014/65/EU.

2. Anvendelse af tick sizes, der er fastsat i overensstemmelse med artikel 49 i direktiv 2014/65/EU, må ikke forhindre systematiske internalisatorer i at matche ordrer, der er store, til middelkursen for de aktuelle købs- og salgskurser. Det er tilladt at matche ordrer, der ikke kan betegnes som store, men som er større end to gange den normale markedsstørrelse, til middelkursen for de aktuelle købs- og salgskurser, så længe de pågældende tick sizes overholdes."

10) Følgende indsættes som artikel 22a, 22b og 22c:

"Artikel 22a

Levering af markedsdata til CTP'en

1. Markedsdataleverandører skal med hensyn til aktier, ETF'er og obligationer, der handles på en markedsplads, og med hensyn til OTC-derivater som defineret i artikel 2, nr. 7), i forordning (EU) nr. 648/2012, som er omfattet af clearingforpligtelsen som omhandlet i artikel 4 i nævnte forordning, give CTP'en alle de markedsdata, der er fastsat i artikel 22b, stk. 2, i det omfang det er nødvendigt, for at CTP'en kan være operationel. De pågældende markedsdata skal leveres i et harmoniseret format gennem en transmissionsprotokol af høj kvalitet og så tæt på realtid som teknisk muligt.

2. Hver CTP kan frit vælge blandt de typer forbindelser, som markedsdataleverandører tilbyder andre brugere, hvilken forbindelse de ønsker at benytte til leveringen af disse data. Markedsdataleverandører må ikke modtage anden betaling for levering af konnektivitet end indtægtsdeling for aktier som specificeret i betingelserne for udpegelse af CTP'en i den udvælgelsesproces, der er fastsat i 27da.

3. Markedsdataleverandører skal, for så vidt angår transaktioner i instrumenterne omhandlet i stk. 1, som indgås af investeringsselskaber uden for en markedsplads, give CTP'en markedsdata vedrørende disse transaktioner enten direkte eller gennem en APA.

4. Markedsdataleverandører må ikke modtage vederlag for de leverede markedsdata ud over den indtægtsdeling, der er omhandlet i artikel 27da, stk. 2, litra c).

5. Markedsdataleverandører skal give oplysninger om dispensationer og udsættelser som fastsat i artikel 4, 7, 11, 14, 20 og 21.

Artikel 22b

Markedsdatas kvalitet

1. Kommissionen nedsætter senest den [*OP, indsæt datoen 3 måneder fra ikrafttrædelsen*] en ekspertinteressentgruppe, der skal rådgive om kvaliteten og indholdet af markedsdata, den fælles fortolkning af markedsdata og kvaliteten af den transmissionsprotokol, der er omhandlet i artikel 22a, stk. 1. Ekspertinteressentgruppen afgiver rådgivning årligt. Rådgivningen offentliggøres.

2. Kommissionen tillægges beføjelse til at vedtage delegerede retsakter i overensstemmelse med artikel 50 med henblik på at præcisere kvaliteten og indholdet af markedsdataene og kvaliteten af transmissionsprotokollen.

   Disse delegerede retsakter skal navnlig specificere følgende:

   a) de markedsdata, leverandører skal levere til CTP'en med henblik på udarbejdelse af de centrale markedsdata, der er nødvendige, for at CTP'en kan være operationel, herunder disse markedsdatas indhold og format

   b) hvad der udgør centrale markedsdata som omhandlet i artikel 2, stk. 1, nr. 36b), og de reguleringsmæssige data som omhandlet i artikel 2, stk. 1, nr. 36c).

   Med henblik på første afsnit tager Kommissionen hensyn til rådgivningen fra ESMA og fra den tekniske ekspertinteressentgruppe, der er nedsat i henhold til stk. 2, den internationale udvikling og standarder, der er vedtaget på EU-plan eller internationalt plan. Kommissionen sikrer, at de delegerede retsakter, der vedtages, tager hensyn til indberetningskravene i artikel 3, 6, 8, 10, 14, 18, 20, 21 og 27g.

Artikel 22c

Synkronisering af forretningsure

1. Markedspladser og deres medlemmer eller deltagere, systematiske internalisatorer, APA'er og CTP'er skal synkronisere deres forretningsure for at registrere dato og klokkeslæt for alle indberetningspligtige begivenheder.

2. ESMA udarbejder i henhold til internationale standarder udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder med henblik på at angive den nøjagtighedsgrad, hvormed urene skal synkroniseres.

ESMA forelægger disse udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder for Kommissionen senest den [*OP, Indsæt datoen 6 måneder efter ikrafttrædelsesdatoen*].

Kommissionen tillægges beføjelser til at vedtage de reguleringsmæssige tekniske standarder, der er omhandlet i første afsnit i overensstemmelse med artikel 10-14 i forordning (EU) nr. 1095/2010.

11) Artikel 23, stk. 1, affattes således:

"1. Et investeringsselskab skal sikre, at de handler, det foretager med aktier med et internationalt identifikationsnummer for værdipapirer (ISIN) fra EØS, foregår på et reguleret marked, i en MHF, hos en systematisk internalisator eller på en markedsplads i et tredjeland, der vurderes som ækvivalent i henhold til artikel 25, stk. 4, litra a), i direktiv 2014/65/EU, alt efter omstændighederne, medmindre:

a) de pågældende aktier handles på en markedsplads i et tredjeland i den lokale valuta, eller

b) de pågældende handler gennemføres mellem godkendte modparter, mellem professionelle modparter eller mellem godkendte og professionelle modparter og ikke bidrager til prisfastsættelsesprocessen.

ESMA offentliggør på sit websted en liste over de aktier med et EØS-ISIN-nummer, der er omfattet af aktiehandelsforpligtelsen, og ajourfører regelmæssigt denne liste."

12) I artikel 26, stk. 9, foretages følgende ændringer:

a) Følgende tilføjes som litra j):

"j) den dato, hvor transaktioner senest skal indberettes."

b) Efter første afsnit indsættes følgende afsnit:

Ved udarbejdelsen af disse reguleringsmæssige tekniske standarder skal ESMA tage hensyn til den internationale udvikling og standarder, der er blevet vedtaget på EU-plan eller globalt plan samt deres overensstemmelse med indberetningskravene i forordning (EU) 2019/834 og forordning (EU) 2015/2365."

13) I artikel 26 tilføjes følgende som stk. 11:

"11. Senest den [OP indsæt datoen 2 år efter offentliggørelsen] forelægger ESMA Kommissionen en rapport, hvori det vurderes, om det er muligt i højere grad at integrere transaktionsindberetning og strømlining af datastrømme i henhold til denne forordnings artikel 26 i med henblik på at:

a) reducere overlappende eller inkonsekvente krav til indberetning af transaktionsdata, navnlig overlappende eller inkonsekvente krav, der er fastsat i nærværende forordning og Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/834[*1] og forordning (EU) 2015/2365

b) forbedre datastandardiseringen og en effektiv deling og anvendelse af data, der er indberettet inden for en EU-indberetningsramme fra enhver relevant kompetent myndighed, både på EU-plan og nationalt plan.

I forbindelse med udarbejdelsen af rapporten arbejder ESMA, hvor det er relevant, tæt sammen med de andre organer i Det Europæiske Finanstilsynssystem og Den Europæiske Centralbank.

[*1] Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/834 af 20. maj 2019 om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår clearingforpligtelsen, suspension af clearingforpligtelsen, indberetningskrav, risikoreduktionsteknikker for OTC-derivataftaler, der ikke cleares af en central modpart, registrering af og tilsyn med transaktionsregistre samt krav til transaktionsregistre (EUT L 141 af 28.5.2019, s. 42)."

14) I artikel 27, stk. 3, foretages følgende ændringer:

a) Følgende tilføjes som litra c):

"c) den dato, hvor referencedata senest skal indberettes."

b) Efter første afsnit indsættes følgende afsnit:

Ved udarbejdelsen af disse udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder skal ESMA tage hensyn til den internationale udvikling og standarder, der er blevet vedtaget på EU-plan eller globalt plan samt disse udkast til reguleringsmæssige tekniske standarders overensstemmelse med indberetningskravene i forordning (EU) 2019/834 og forordning (EU) 2015/2365."

15) Følgende indsættes som artikel 27da:

"Artikel 27da

Udvælgelsesprocedure for godkendelse af én udbyder af konsolideret løbende handelsinformation for hver aktivklasse

1. ESMA tilrettelægger senest den [OP, indsæt datoen 3 måneder fra ikrafttrædelsen] en udvælgelsesprocedure med henblik på udnævnelse af CTP'en for en femårig periode. ESMA tilrettelægger en særskilt udvælgelsesprocedure for hver af følgende aktivklasser: aktier, børshandlede fonde, obligationer og derivater (eller relevante underklasser af derivater).

2. For hver af de aktivklasser, der er omhandlet i stk. 1, vurderer ESMA ansøgningerne på grundlag af følgende kriterier:

a) ansøgernes tekniske evne til at levere robust konsolideret løbende handelsinformation i hele Unionen

b) ansøgernes evne til at opfylde de organisatoriske krav i artikel 27h

c) ansøgernes ledelsesstruktur

d) den hastighed, hvormed ansøgerne kan formidle centrale markedsdata

e) ansøgernes evne til at formidle data af god kvalitet

f) de samlede udgifter, som ansøgerne har brug for til løbende at udvikle konsolideret løbende handelsinformation, og omkostningerne ved løbende drift af konsolideret løbende handelsinformation

g) størrelsen af de gebyrer, som ansøgeren agter at opkræve af de forskellige typer brugere af de centrale markedsdata

h) ansøgernes mulighed for at anvende moderne grænsefladeteknologier til levering af centrale markedsdata og konnektivitet

i) det lagringsmedium, som ansøgerne vil anvende til lagring af historiske data

j) de protokoller, som ansøgerne vil anvende til at forebygge og håndtere udfald.

3. Ved den første udvælgelsesprocedure, der tilrettelægges vedrørende aktier, indkaldes der kun bud om levering af konsolideret løbende handelsinformation, der indeholder efterhandelsdata. Forud for efterfølgende udvælgelsesprocedurer vurderer ESMA markedsefterspørgslen og indtægtseffekten på regulerede markeder og rapporterer på grundlag af denne vurdering til Kommissionen om muligheden for at tilføje de bedste tilbud og udbud og tilsvarende volumener til den løbende handelsinformation. På grundlag af denne rapport og de erfaringer, der er indhøstet efter den første udvælgelsesprocedure, tillægges Kommissionen beføjelser til at vedtage en delegeret retsakt, der præciserer, hvilket niveau af førhandelsdata der skal leveres til CTP'en.

4. Ved udvælgelsen af CTP'en vedrørende aktier skal der ud over kriterierne i stk. 2 tages hensyn til ordningen for indtægtsdeltagelse, navnlig formlen, der gælder for regulerede markeder, som er markedsdataleverandører. ESMA udvælger, når den overvejer de konkurrerende tilbud, den CTP vedrørende aktier, der tilbyder den ordning for indtægtsdeltagelse, som giver regulerede markeder, navnlig mindre regulerede markeder, den højeste indtægt, der resterer til distribution, når først driftsomkostningerne og en rimelig margen er fratrukket. Den indtægt fordeles i overensstemmelse med artikel 27h, stk. 1, litra c), og på en måde, der svarer til de markedsdata, der leveres i henhold til artikel 22a.

5. ESMA vedtager en fuldt begrundet afgørelse om udvælgelse og godkendelse af de enheder, der driver de konsoliderede handelsinformationer, senest 3 måneder efter indledningen af den udvælgelsesprocedure, der er omhandlet i stk. 2. En sådan begrundet afgørelse skal præcisere, på hvilke betingelser CTP'erne skal operere, og navnlig gebyrernes størrelse som omhandlet i stk. 2, litra g), og for aktiers vedkommende størrelsen af den i stk. 3 omhandlede deltagelse, navnlig for mindre regulerede markeder.

6. De udvalgte CTP'er skal til enhver tid opfylde de organisatoriske krav, der er fastsat i artikel 27h, og de betingelser, der er fastsat i ESMA's afgørelse om godkendelse af CTP'en, jf. stk. 3. En CTP, der ikke længere er i stand til at opfylde disse krav og betingelser, herunder kravene og betingelserne vedrørende systemforstyrrelser og indtrængen, underretter ESMA herom uden unødigt ophold.

7. Inddragelse af tilladelsen omhandlet i artikel 27e får først virkning fra det tidspunkt, hvor en ny CTP er blevet udvalgt og godkendt i overensstemmelse med stk. 1-4.

16) Artikel 27h affattes således:

"*Artikel 27h*

Organisatoriske krav til udbydere af konsolideret løbende handelsinformation

1. CTP'er skal i overensstemmelse med de godkendelsesbetingelser, der er omhandlet i artikel 27da:

a) indsamle alle markedsdata, der leveres gennem bidrag vedrørende den aktivklasse, som de er godkendt til

b) opkræve månedlige abonnementsgebyrer hos brugerne

c) når det drejer sig om markedsdata vedrørende aktier, omfordele en del af deres indtægter med henblik på at dække omkostningerne i forbindelse med obligatoriske bidrag og sikre et rimeligt niveau for deltagelse for regulerede markeder, navnlig mindre regulerede markeder, i indtægterne fra den konsoliderede løbende handelsinformation, jf. artikel 27da, stk. 4

d) stille konsoliderede centrale markedsdata, hvis levering CTP'en udvælges til i overensstemmelse med artikel 27da, til rådighed for brugerne i overensstemmelse med datakvalitetskravene i artikel 22b i en kontinuerlig elektronisk datastrøm på ikke-diskriminerende vilkår så tæt på realtid som teknisk muligt

e) sikre, at offentliggørelsen af de centrale markedsdata er i overensstemmelse med de gældende undtagelser og udsættelser i artikel 4, 7, 11, 14, 20 og 21

f) sikre, at de konsoliderede centrale markedsdata er let tilgængelige, maskinlæsbare og anvendelige for alle brugere, herunder detailinvestorer.

Med henblik på at etablere deltagelsen i litra c) fordeles CTP'ens indtægter blandt regulerede markeder efter en formel, der afspejler den andel af den førhandelsgennemsigtige likviditet i aktier, som et reguleret marked viser i forhold til den gennemsnitlige daglige omsætning af disse aktier i Unionen.

2. CTP'er vedtager og offentliggør på deres websted standarder for serviceniveau, der omfatter alle følgende:

a) en fortegnelse over markedsdataleverandører, som der modtages markedsdata fra

b) metoder og hastighed for levering af konsoliderede markedsdata til brugerne

c) foranstaltninger, der er truffet for at sikre driftskontinuitet i leveringen af konsoliderede markedsdata.

3. CTP'er skal have indført forsvarlige sikkerhedsmekanismer, der er udformet med henblik på at garantere sikkerheden af midlerne til overførsel af markedsdata mellem markedsdataleverandører og CTP'en og mellem CTP'en og brugerne og minimere risikoen for dataforurening og uautoriseret adgang. CTP'en skal sørge for at råde over passende ressourcer og backupfaciliteter for til enhver tid at kunne udbyde og opretholde sine tjenester.

4. Efter 12 måneders fuld drift af CTP'en vedrørende aktier forelægger ESMA Kommissionen en begrundet udtalelse om effektiviteten og rimeligheden af de regulerede markeders deltagelse i de indtægter, som CTP'en genererer, som fastsat i overensstemmelse med stk. 1, andet afsnit. Kommissionen kan anmode ESMA om at afgive yderligere udtalelser, hvis det er nødvendigt eller hensigtsmæssigt. Kommissionen tillægges beføjelser til at vedtage delegerede retsakter i overensstemmelse med artikel 50 med henblik på at ændre fordelingsnøglen for indtægtsfordelingen, hvis det er relevant."

17) Følgende indsættes som artikel 27ha:

"*Artikel 27ha*

Indberetningsforpligtelser for udbydere af konsolideret løbende handelsinformation

1. CTP'er offentliggør ved udgangen af hvert kvartal på deres websted, som skal være gratis tilgængeligt, resultatstatistikker og hændelsesindberetning vedrørende datakvalitet og -systemer.

2. 2. ESMA udarbejder udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder med henblik på at præcisere indberetningsforpligtelsens indhold, timing, format og terminologi.

ESMA forelægger disse udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder for Kommissionen senest den [*OP, Indsæt datoen 9 måneder efter ikrafttrædelsesdatoen*].

Kommissionen tillægges beføjelser til at vedtage de reguleringsmæssige tekniske standarder, der er omhandlet i første afsnit i overensstemmelse med artikel 10-14 i forordning (EU) nr. 1095/2010.

3. CTP'er fører og opbevarer optegnelser vedrørende deres virksomhed i en periode på mindst fem år. Oplysninger vedrørende de første to år skal opbevares på et let tilgængeligt sted, og CTP'en giver straks ESMA sådanne registre efter anmodning."

18) Artikel 28, stk. 1, indledningen, affattes således:

"1. Finansielle modparter, der opfylder betingelserne i artikel 4a, stk. 1, andet afsnit, i forordning (EU) nr. 648/2012 og ikke-finansielle modparter, som opfylder betingelserne i nævnte forordnings artikel 10, stk. 1, andet afsnit, må kun indgå transaktioner, som hverken er koncerninterne transaktioner som defineret i artikel 3 i nævnte forordning eller transaktioner, der er omfattet af overgangsbestemmelserne i nævnte forordnings artikel 89, med andre sådanne finansielle modparter eller ikke-finansielle modparter i derivater tilhørende en klasse af derivater, som er erklæret omfattet af handelsforpligtelsen i overensstemmelse med proceduren fastsat i nærværende forordnings artikel 32, og som er opført i det register, der er omhandlet i nærværende forordnings artikel 34, på:".

19) I artikel 32 tilføjes følgende som stk. 7, 8 og 9:

"7. Hvis ESMA anser suspensionen af clearingforpligtelsen, jf. artikel 6a i forordning (EU) nr. 648/2012, for at være en væsentlig ændring i de kriterier, der ligger til grund for handelsforpligtelsen, som omhandlet i nærværende artikels stk. 5, kan ESMA anmode Kommissionen om suspension af handelsforpligtelsen i nærværende forordnings artikel 28, stk. 1 og 2, for de samme OTC-derivatklasser som dem, der er omfattet af anmodningen om at suspendere clearingforpligtelsen.

8. Den anmodning, der er omhandlet i stk. 7, offentliggøres ikke.

9. Når Kommissionen har modtaget anmodningen omhandlet i stk. 7, skal den uden unødigt ophold og på grundlag af de begrundelser og den dokumentation, som ESMA har fremlagt, gøre et af følgende:

a) i en gennemførelsesretsakt suspendere handelsforpligtelsen for de OTC-derivatklasser, der er omfattet af anmodningen om suspension af clearingforpligtelsen

b) afvise den suspension, der anmodes om.

Med henblik på litra b) underretter Kommissionen ESMA om årsagerne til, at den afviste den suspension, der blev anmodet om. Kommissionen underretter straks Europa-Parlamentet og Rådet om afvisningen og fremsender den begrundelse, der er fremlagt for ESMA, til dem. Oplysningerne til Europa-Parlamentet og Rådet om afvisningen og begrundelserne for afvisningen offentliggøres ikke."

20) Følgende indsættes som artikel 32a:

"Artikel 32a

Enkeltstående suspension af handelsforpligtelsen

1. Efter anmodning fra en medlemsstats kompetente myndighed kan Kommissionen suspendere handelsforpligtelsen for derivater med hensyn til visse investeringsselskaber efter proceduren i artikel 51 og efter at have hørt ESMA. Den kompetente myndighed angiver, hvorfor den mener, at betingelserne for en suspension er opfyldt. Den kompetente myndighed skal navnlig godtgøre, at et investeringsselskab inden for dens jurisdiktion:

   a) regelmæssigt modtager anmodninger om prisstillelse for de derivater, der er omfattet af handelsforpligtelsen for derivater

   b) fra en modpart uden for EØS, som ikke er aktivt medlem af en EU-markedsplads, som tilbyder handel med det derivat, der er omfattet af handelsforpligtelsen, og

   c) regelmæssigt fungerer som prisstiller for det derivat, der er omfattet af handelsforpligtelsen for derivater

2. Når Kommissionen vurderer, om handelsforpligtelsen skal suspenderes i overensstemmelse med stk. 1, tager den hensyn til, om en sådan suspension af handelsforpligtelsen vil have en fordrejende virkning på clearingforpligtelsen fastsat i artikel 4, stk. 1, i forordning (EU) nr. 648/2012.

3. Den gennemførelsesretsakt, der er omhandlet i stk. 1, skal ledsages af den dokumentation, der fremlægges af den kompetente myndighed, der anmoder om suspension.

4. Den gennemførelsesretsakt, der er omhandlet i stk. 1, meddeles ESMA og offentliggøres i ESMA's register, jf. artikel 34 i denne forordning.

5. Kommissionen undersøger regelmæssigt, om årsagerne til suspensionen af handelsforpligtelsen fortsat gør sig gældende."

21) I artikel 35 foretages følgende ændringer:

   a) Stk. 1, første afsnit, indledningen, affattes således:

   "1. Uden at det berører artikel 7 i forordning (EU) nr. 648/2012, accepterer en CCP at foretage clearing af finansielle instrumenter på et ikke-diskriminerende og gennemsigtigt grundlag, herunder hvad angår sikkerhedsstillelseskrav og gebyrer for adgang, uanset på hvilken markedsplads transaktionen udføres.

   Kravet i første afsnit finder ikke anvendelse på børshandlede derivater.

   CCP'en skal navnlig sikre, at en markedsplads har ret til ikke-diskriminerende behandling af kontrakter, der handles på denne markedsplads, med hensyn til:".

   b) Stk. 3 affattes således:

   "3. CCP'en afgiver et skriftligt svar til markedspladsen enten senest tre måneder efter at have givet adgang, såfremt en relevant kompetent myndighed har givet adgang i henhold til stk. 4, eller senest tre måneder efter at have nægtet adgang. CCP'en kan kun afslå en anmodning om adgang på de i stk. 6, litra a), anførte betingelser. Nægter en CCP at give adgang, skal den i sin svarskrivelse give en fyldestgørende begrundelse og underrette den kompetente

myndighed skriftligt om sin afgørelse. Hvis markedspladsen er etableret i en anden medlemsstat end CCP'ens, skal CCP'en også give den pågældende markedsplads' kompetente myndighed en sådan meddelelse og begrundelse. CCP'en skal give adgang senest tre måneder efter at have givet et positivt svar på anmodningen om adgang."

22) I artikel 36 foretages følgende ændringer:

a) Stk. 1, første afsnit, affattes således:

Uden at dette berører artikel 8 i forordning (EU) nr. 648/2012 skal en markedsplads efter anmodning give handelsfeeds på et ikke-diskriminerende og gennemsigtigt grundlag, herunder hvad angår gebyrer for adgang, til enhver CCP, der har tilladelse efter eller er anerkendt i henhold til nævnte forordning, og som ønsker at cleare transaktioner med finansielle instrumenter, der udføres på denne markedsplads. Dette krav finder ikke anvendelse på:

a) derivatkontrakter, som allerede er omfattet af adgangsforpligtelserne i henhold til artikel 8 i forordning (EU) nr. 648/2012

b) børshandlede derivater."

b) Stk. 3 affattes således:

"3. Markedspladsen afgiver et skriftligt svar til CCP'en senest tre måneder enten efter at have givet adgang, såfremt en relevant kompetent myndighed har givet adgang i henhold til stk. 4, eller efter at have nægtet adgang. Markedspladsen kan kun nægte adgang på de i stk. 6, litra a), anførte betingelser. Nægtes der adgang, giver markedspladsen en fyldestgørende begrundelse i sit skriftlige svar og fremsender dette skriftlige svar til sin kompetente myndighed. Hvis CCP'en er etableret i en anden medlemsstat end markedspladsen, skal markedspladsen også fremsende det skriftlige svar til CCP'ens kompetente myndighed. Markedspladsen skal give adgang senest tre måneder efter at have givet et positivt svar på anmodningen om adgang."

c) Stk. 5 udgår.

23) Artikel 38, stk. 1, affattes således:

"1. En markedsplads, der er etableret i et tredjeland, kan kun anmode om adgang til en CCP, der er etableret i Unionen, hvis Kommissionen har vedtaget en afgørelse i overensstemmelse med artikel 28, stk. 4, vedrørende det pågældende tredjeland.

En CCP, der er etableret i et tredjeland, kan anmode om adgang til en markedsplads, der er etableret i Unionen, såfremt den pågældende CCP er anerkendt efter artikel 25 i forordning (EU) nr. 648/2012.

CCP'er og markedspladser, der er etableret i tredjelande, må kun gøre brug af adgangsrettigheder omhandlet i artikel 35 og 36 med hensyn til finansielle instrumenter, der er omfattet af nævnte artikler, hvis Kommissionen har vedtaget en afgørelse i overensstemmelse med nærværende artikels stk. 3, hvori det konstateres, at det pågældende tredjelands retlige og tilsynsmæssige rammer anses for at indeholde et effektivt ækvivalent system, der giver CCP'er og markedspladser, der har tilladelse i henhold til et andet lands ordning, adgang til CCP'er og markedspladser, der er etableret i det pågældende tredjeland."

24) Artikel 38g, stk. 1, indledningen, affattes således:

"Finder ESMA, at en person, der er opført på listen i artikel 38b, stk. 1, litra a), ikke har opfyldt nogen af kravene i artikel 22a, artikel 22b eller afsnit IVa, træffer ESMA en eller flere af følgende foranstaltninger:".

25) Artikel 38h, stk. 1, første afsnit, affattes således:

"Finder ESMA i overensstemmelse med artikel 38k, stk. 5, at en person, der er opført i artikel 38b, stk. 1, litra a), forsætligt eller uagtsomt ikke har opfyldt nogen af kravene i artikel 22a, artikel 22b eller i afsnit IVa, vedtager den en afgørelse om at pålægge en bøde i overensstemmelse med nærværende artikels stk. 2."

26) Følgende indsættes som artikel 39a:

"*Artikel 39a*

Forbud mod betaling for videresendelse af kundeordrer med henblik på udførelse

Investeringsselskaber, der handler på kunders vegne, må ikke modtage gebyrer eller provisioner eller naturalieydelser fra tredjepart for at videresende kundeordrer til en sådan tredjepart med henblik på udførelse heraf."

27) I artikel 50 foretages følgende ændringer:

a) Stk. 2 affattes således:

"2. Beføjelsen til at vedtage delegerede retsakter som omhandlet i følgende bestemmelser tillægges Kommissionen for en ubegrænset periode fra 2. juli 2014: Artikel 1, stk. 9, artikel 2, stk. 2, og 3, artikel 13, stk. 2, artikel 15, stk. 5, artikel 17, stk. 3, artikel 19, stk. 2 og 3, samt artikel 22b, stk. 2, artikel 27, stk. 4, artikel 27da, stk. 3, artikel 27g, stk. 7, artikel 27h, stk. 4, artikel 31stk. 4, artikel 38k, stk. 10, artikel 38n, stk. 3, artikel 40, stk. 8, artikel 41, stk. 8, artikel 42, stk. 7, artikel 45, stk. 10, og artikel 52, stk. 10."

b) Stk. 3, første punktum, affattes således:

Den i følgende bestemmelser omhandlede delegation af beføjelser kan til enhver tid tilbagekaldes af Europa-Parlamentet eller Rådet: Artikel 1, stk. 9, artikel 2, stk. 2, og 3, artikel 13, stk. 2, artikel 15, stk. 5, artikel 17, stk. 3, artikel 19, stk. 2 og 3, samt artikel 22b, stk. 2, artikel 27, stk. 4, artikel 27da, stk. 3, artikel 27g, stk. 7, artikel 27h, stk. 4, artikel 31stk. 4, artikel 38k, stk. 10, artikel 38n, stk. 3, artikel 40, stk. 8, artikel 41, stk. 8, artikel 42, stk. 7, artikel 45, stk. 10, og artikel 52, stk. 10."

c) Stk. 5, første punktum, affattes således:

"En delegeret retsakt vedtaget i henhold til artikel 1, stk. 9, artikel 2, stk. 2, og 3, artikel 13, stk. 2, artikel 15, stk. 5, artikel 17, stk. 3, artikel 19, stk. 2 og 3, samt artikel 22b, stk. 2, artikel 27, stk. 4, artikel 27da, stk. 3, artikel 27g, stk. 7, artikel 27h, stk. 4, artikel 31stk. 4, artikel 38k, stk. 10, artikel 38n, stk. 3, artikel 40, stk. 8, artikel 41, stk. 8, artikel 42, stk. 7, artikel 45, stk. 10, og artikel 52, stk. 10, træder kun i kraft, hvis hverken Europa-Parlamentet eller Rådet har gjort indsigelse inden for en frist på tre måneder fra meddelelsen af den pågældende retsakt til Europa-Parlamentet og Rådet, eller hvis Europa-Parlamentet og Rådet inden udløbet af denne frist begge har informeret Kommissionen om, at de ikke agter at gøre indsigelse."

28) I artikel 52 foretages følgende ændringer:

a) Stk. 11 og 12 affattes således:

"11. Tre år efter den første godkendelse af en konsolideret løbende handelsinformation forelægger Kommissionen efter høring af ESMA en rapport for Europa-Parlamentet og Rådet om følgende:

a) de aktivklasser, der er omfattet af konsolideret løbende handelsinformation

b) rettidighed og leveringskvalitet i forbindelse med konsolidering af markedsdata

c) den rolle, som konsolidering af markedsdata spiller med hensyn til at mindske mangler i gennemførelsen

d) antallet af abonnenter på konsoliderede markedsdata pr. aktivklasse

e) virkningen af konsolidering af markedsdata på afhjælpning af informationsasymmetrier mellem forskellige kapitalmarkedsdeltagere

f) hensigtsmæssigheden og funktionen af deltagelsesordningen for markedsdatabidrag

g) virkningerne af de konsoliderede markedsdata på investeringer i SMV'er

h) muligheden for, at den løbende handelsinformation letter identifikationen af finansielle instrumenter, der har elementer, der er i overensstemmelse med forordning [PO: indsæt venligst henvisning til forordningen om europæiske grønne obligationer].

12. Hvis der senest den [*OP indsæt dato 1 år fra ikrafttrædelsen*] ikke er fremkommet nogen konsolideret løbende handelsinformation gennem den udvælgelsesprocedure, der tilrettelægges af ESMA, jf. artikel 27da, tager Kommissionen regelsættet op til revision og kan, hvis det er relevant og efter høring af ESMA, lade denne gennemgang ledsage af et lovgivningsforslag, hvori det fastsættes, hvordan ESMA bør levere konsolideret løbende handelsinformation."

b) Stk. 14 udgår.

29) Artikel 54, stk. 2, udgår.

Artikel 2
Ikrafttræden og anvendelse

Denne forordning træder i kraft på tyvendedagen efter offentliggørelsen i *Den Europæiske Unions Tidende*.

Denne forordning er bindende i alle enkeltheder og gælder umiddelbart i hver medlemsstat.

Udfærdiget i Bruxelles, den […].

På Europa-Parlamentets vegne	*På Rådets vegne*
Formand	*Formand*

