Eduskunnan talousvaliokunta
TaV@eduskunta.fi

Viite: U 79/2021 vp

VALTIONEUVOSTON KIRJELMÄ EDUSKUNNALLE KOMISSION EHDOTUKSESTA EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON ASETUKSEKSI ASETUKSEN (EU) N:o 600/2014 MUUTTAMISESTA JA DIREKTIIVIKSI DIREKTIIVIN 2014/65/EU MUUTTAMISESTA (MiFIR EHDOTUS)

Eduskunnan talousvaliokunta on 20.1.2022 pyytänyt Nasdaq Helsinki Oy:n (jäljempänä "Pörssi") lausuntoa otsikossa mainitusta valtioneuvoston kirjelmästä.

Pörssi kiittää mahdollisuudesta lausua asiassa ja esittää lausuntonaan kunnioittavasti seuraavan.

Yleistä Valtioneuvoston kirjelmästä

Pörssin kannattaa MiFIR-tarkistusehdotuksen tavoitteita: kaupankäynnin läpinäkyvyyden ja likviditeetin lisääminen, tasapuolisten toimintaedellytysten luominen kauppapaikkojen välille ja EU:n pääomamarkkinoiden globaalin kilpailukyvyn edistäminen. Ehdotus sisältää oikeasuuntaisia muutoksia. Pörssi katsoo kuitenkin, että erityisesti markkinarakenteen osalta MiFIR-tarkistusehdotus voisi olla kunnianhimoisempi.

Tehokas markkinarakenne on hyvin toimivan pääomamarkkinaunionin edellytys. EU tarvitsee pääomamarkkinoita, jotka rahoittavat yrityksiä ja talouksia yhteiskunnan hyväksi sijoittajille oikeudenmukaisimmalla tavalla. Tämän tavoitteen ydin on vahvan ja tehokkaan hinnanmuodostusprosessin toteuttaminen, koska se vaikuttaa suoraan listayhtiöiden pääoman kustannukseen ja sijoittajansuojan toteutumiseen.

MiFID II on suunniteltu näiden periaatteiden pohjalta. Kauppaa edeltävän avoimuuden lisäämiseksi tehtiin muutoksia, joilla pyrittiin vahvistamaan hinnanmuodostusta, sijoittajansuojaa ja sijoittajien pääsyä markkinoille. Vaikka muutokset saivat aikaan joitain parannuksia, ei asetettuja tavoitteita ole saavuttu. Markkinat ovat pirstoutuneet entisestään ja EU:ssa toimii tälläkin hetkellä yli 250 oman pääoman ehtoisten rahoitusvälineiden kauppapaikkaa. Kauppapaikkojen ulkopuolinen kauppa on kasvanut ja kauppojen sisäiset toteuttajat (systematic internaliser) ovat lisääntyneet. Tämä on osaltaan heikentänyt hinnanmuodostusta markkinoilla ja rajoittanut markkinoiden avoimuutta.

Pörssin arvio ehdotuksista

Yksinkertaistettu markkinarakenne hinnanmuodostuksen tehokeinona

Poliittisten päättäjien ja laajemmin toimialan tulisi pohtia, kuinka useammat tahot voivat osallistua hinnanmuodostusprosessiin. Vaikka jotkin MiFIR-tarkistusehdotukset ovat askel oikeaan suuntaan, Pörssi katsoo, että sijoittajien ja liikkeeseenlaskijoiden etujen turvaamiseksi ja pääomamarkkinoiden ja talouden edistämiseksi olisi mahdollista tehdä enemmän.

Ehdotus velvoittaa kauppojen sisäiset toteuttajat jatkossa julkistamaan sitovat hintatarjoukset, jotka ovat kooltaan vähintään kaksi kertaa vakioitua markkinakokoa (standard market size) suurempia. Kaupankäyntiä referenssihinta- ja sopimuskauppa-waiverien[1] puitteissa rajoittavaa mekanismia (DVC) yksinkertaistetaan poistamalla kauppapaikkakohtainen neljän prosentin maksimi ja rajoittamalla koko unionissa käyty kauppa jatkossa seitsemään prosenttiin aiemman kahdeksan prosentin sijasta. Kumpikaan näistä muutoksista ei Pörssin arvion mukaan tule tosiasiallisesti lisäämään tavoiteltua kaupankäynnin läpinäkyvyyttä markkinoilla.

Tässä yhteydessä on tärkeää ymmärtää monenkeskisen avoimen tarjouskirjakaupankäynnin[2] ja sen ulkopuolella tapahtuvan kahdenvälisen kauppojen sisäisen toteuttajan välinen ero. Kauppojen sisäisiä toteuttajia säännellään MiFID II:n mukaan kahdenvälisenä kaupankäyntinä, joka ei ole yhtä läpinäkyvää ja avointa kuin monenkeskinen kaupankäynti kauppapaikoilla. Kauppojen sisäisten toteuttajien ei edellytetä toimivan tasapuolisesti, vaan heidän on mahdollista toimia syrjivästi ja he voivat valita kenen kanssa haluavat harjoittaa liiketoimintaa. On havaittu, että välittäjien läpinäkymätön (dark) crossing networks – kaupankäynti, jota MiFID II pyrki siirtämään avoimille kauppapaikoille, on siirtynyt keskeisiltä osin kauppojen sisäisille toteuttajille. Sääntelyssä kauppojen sisäiset toteuttajat tarkoitettiin toteuttamaan suuria kauppoja. Todellisuudessa kauppojen sisäisten toteuttajien kauppojen keskimääräinen kauppakoko on ollut matala, vakioituun markkinakokoon verrattuna suuria kauppoja on kaupoista vain noin puolet. Tältä osin tavanomaiset, vakioidun markkinakoon suuruiset toimeksiannot eivät ole MiFIR tavoitteiden mukaisesti siirtyneet läpinäkyvään tarjouskirjakaupankäyntiin.

Tätä taustaa vasten Pörssi katsoo, että kauppojen sisäisten toteuttajien käymän osakekaupan rajoittaminen suuriin kauppoihin (large in scale, LIS) olisi tehokas tapa lisätä kaupankäynnin avoimuutta ja varmistaa hinnanmuodostuksen laatu ja kestävyys.[3] Sääntelyn tulisi sallia kauppojen sisäisten toteuttajien noteerata ja käydä kahdenvälistä kauppaa vain toimeksiannoin, jotka ovat vakioituun markkinakokoon verrattuna suuria.

[1] Säännellyn markkinan (pörssi) ja monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän (MTF) ylläpitäjälle voidaan myöntää toimivaltaisen viranomaisen toimesta vapautus (waiver) julkistaa kauppaa edeltäviä tarjoustietoja.
[2] Tällainen kaupankäyntimuoto on esimerkiksi säännellyllä markkinapaikalla, kuten Pörssissä, tapahtuva kaupankäynti INET Nordic-kaupankäyntijärjestelmässä, jossa kauppaa käydään jatkuvassa huutokaupassa.
[3] Muutokset toteutettavissa MiFID II 1 artiklan 8 kohdan kautta (lisäksi muutoksia johdanto-osan 11 ja 12 kappaleiden sekä MiFID:n kauppojen sisäisen toteuttajan määritelmään).

Kaupankäynti vakioituun markkinakokoon verrattuna suurin toimeksiannoin muodostaisi siten läpinäkymättömän (non-displayed) alueen, jossa voisivat toimia niin kahdenväliset sisäiset toteuttajat kuin monenkeskiset kauppapaikatkin.

Kauppojen sisäisiltä toteuttajilta pitäisi myös edellyttää toimilupaa ja määrittelyä toimeksiantojen toteuttamisen ehdoista, toiminnasta, kauppojen sisäisten toteuttajien ja kauppapaikkojen välisestä vuorovaikutuksesta. Toimiluparakenteeseen kuuluisi valvonta, jolla varmistettaisiin, että ne toimivat kahdenvälisesti ja noudattavat toimiluvan ehtoja ja muun muassa hinnanmuutosvälejä. Sääntelyn täytäntöönpano tulisi toteuttaa johdonmukaisesti ja olisi varmistettava, että myös kauppojen sisäiset toteuttajat kohtelevat sijoittajia tasapuolisesti.

Markkinatoimijoiden ja heidän tarpeidensa epäyhteneväisyys edellyttävät, että tarjolla on erilaisia kaupankäyntimalleja. Ottaen huomioon tarpeen varmistaa tehokas hinnanmuodostusprosessi, Pörssi ehdottaa yksinkertaistettua markkinarakennetta, joka huomioi sijoittajien tarpeet painottaen avoimuutta. Tämä ehdotus lisäisi MiFID II/MiFIR-säännösten kykyä lisätä sijoittajansuojaa ja laajentaisi tasapuolisia toimintaedellytyksiä.

<u>Sijoituspalvelun tarjoajille kielto reitittää maksua vastaan ei-ammattimaisten sijoittajien toimeksiantoja (artikla 39 a)</u>

Pörssi suhtautuu muutokseen positiivisesti ja katsoo sen olevan linjassa useiden muiden MiFID II/MiFIR:n sisältämien säännösten kanssa (best execution, eturistiriitojen hallinta ja kannustinjärjestelmille asetetut vaatimukset). Payment for order flow -käytäntö luo eturistiriidan välittäjän ja sen asiakkaiden välille, se osaltaan vääristää kilpailua ja heikentää hinnanmuodostusprosessin läpinäkyvyyttä ja tehokkuutta.

<u>Kaupankäynnin avoimuusvaatimukset (artiklat 4, 5, 9, 11 ja 13)</u>

Vaikka Pörssi suhtautuukin myönteisesti DVC-mekanismin yksinkertaistamiseen, mekanismia rasittavat yhä merkittävät rajoitukset. Mekanismi ei edelleenkään kata kauppojen sisäisten toteuttajien kauppoja eikä muita ei-transparentteja, vaihtoehtoisia kauppojen toteutusmekanismeja.

Parempana vaihtoehtona Pörssi ehdottaa yhtenäisen pimeän volyymin ylärajan toteuttamista muuttamalla MiFiR 1 artiklan 4 kohtaa ja johdanto-osan 7 kappaletta. Tällaista yhtenäistä ylärajaa laskettaessa olisi mahdollista huomioida paitsi referenssihinta-waiverien ja sopimuskauppa-waiverien puitteissa tehdyt kaupat, mutta myös muut hintaa muodostamattomat kaupat, jotka eivät ole tavanomaiseen markkinakokoon verrattuna suuria ja ovat tehty instrumenteissa, jotka ovat osakkeita koskevan kaupankäyntivelvollisuuden piirissä.

Pörssi suhtautuu myönteisesti minimikauppakoon käyttöönottoon kaikelle ei-läpinäkyvälle kaupankäynnille. Erityisesti keskihintaan käytävä kauppa tulisi sallia vain poikkeuksin. Tasapuolisten toimintaedellytysten edistämiseksi hinnanmuutosvälejä tulisi noudattaa myös keskihintaan käytävässä

kaupassa. Keskihintatarjoukset toteutetaan niiden osallistujien kustannuksella, jotka ovat valmiita asettamaan tai näyttämään hinnan, jolla ovat valmiita käymään kauppaa. Tarjouksen hinnan sitominen keskihintaan voi joissain olosuhteissa vastata viitehintaan sitomista ilman, että edellytetään transparenssipoikkeuksen soveltamista. Näin on esimerkiksi joissakin toistuvissa huutokaupoissa (FBA) ja kauppojen sisäisten toteuttajien käymässä kaupassa.

Pörssi katsoo, että konsolidoitua kauppatietoa ei tulisi käyttää viitehintojen lähteenä, koska konsolidoituun kauppatietoon perustuvat viitehinnat tulevat aiheuttamaan erinäisiä viive- ja arbitraasiongelmia. Kaupankäynnin pirstaloituminen useille eri paikoissa sijaitseville kauppapaikoille ja tähän liittyvät tekniset viiveet aiheuttavat tilanteita, joissa eri paikoista kauppaa käyvillä tahoilla on eri hintakuva.

Lopuksi

Pörssi katsoo, että MiFIR-tarkistusehdotuksen tavoitteet ovat hyvät ja niiden toteutumiseksi ehdotetut muutokset ovat oikeasuuntaisia. Pörssi arvioi kuitenkin, että ehdotusten tosiasiallinen vaikutus läpinäkyvyyden ja likviditeetin lisäämiseksi, kauppapaikkojen tasapuolisten toimintaedellytysten luomiseksi ja EU:n pääomamarkkinoiden globaalin kilpailukyvyn edistämiseksi ovat riittämättömiä. Valmistelussa tulisikin kiinnittää suurempaa huomiota erityisesti kauppojen sisäisille toteuttajille asetettuihin vaatimuksiin, edellyttämällä näiden kaupankäynnin olevan valvottua ja vastaavalla tavalla läpinäkyvää kuin monenkeskisten kauppapaikkojen.

Helsingissä 9. helmikuuta 2022

NASDAQ HELSINKI OY

Henrik Husman
toimitusjohtaja