

Númer: 47/2019

Dreifibréf til hagsmunaaðila á hlutabréfamarkaði

Reykjavík, 7. október 2019

Tilvísun: 2019010219

## Efni: Fjármálaeftirlitið óskar umsagna um heimild til þess að skilgreina virkan markað með tiltekin hlutabréf

Fjármálaeftirlitið er um þessar mundir að undirbúa innleiðingu tilskipunar Evrópusambandsins nr. 2014/65/ESB (MiFID II) og reglugerð Evrópusambandsins nr. 600/2014/ESB (MiFIR) í íslenska löggjöf. Í afleiddri reglugerð framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins og ráðsins nr. 2017/567 kemur fram að eftirlitsstjórnvöld hvers ríkis innan EES geti tekið ákvörðun um að skilgreina allt að fimm hlutabréf sem tekin hafa verið til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði innan sinnar lögsögu með virkan markað<sup>1</sup>, óháð því hvort viðkomandi hlutabréf uppfylli þau viðmið sem regluverkið skilgreinir þar að lútandi. Fjármálaeftirlitið óskar af þessu tilefni eftir sjónarmiðum frá fyrirtækjum á fjármálamarkaði, útgefendum, fjárfestum og öðrum sem málið varðar um möguleg áhrif þess að nýta ofangreinda heimild.

Í umfjöllun sem hér fer á eftir leitast Fjármálaeftirlitið við að útskýra helstu atriði sem felast í því að skilgreina hlutabréf með virkan markað, auk þess að nefna helstu atriði sem Fjármálaeftirlitið telur nauðsynlegt að hafa í huga þegar mat er lagt á áhrif sem slík ákvörðun kann að hafa.

## Ákvörðun um að skilgreina virkan markað fyrir hlutabréf

Í 68. tl. 1. mgr. 4. gr. fyrirbyggjandi draga að frumvarpi að lögum um markaði fyrir fjármálagerninga sem var birt í samráðsgátt stjórnvalda hinn 2. ágúst 2019, og er ætlað að innleiða MiFID II, má finna skilgreiningu á virkum markaði:

*Markaður fyrir fjármálagerning eða flokk fjármálagerninga þar sem fyrir hendi eru ætíð reiðubúinir og viljugir kaupendur og seljendur, metinn í samræmi við eftirfarandi viðmiðanir, með hliðsjón af sérstökum markaðsumgjörðum fyrir tiltekinn fjármálagerning eða tiltekinn flokk fjármálagerninga:*

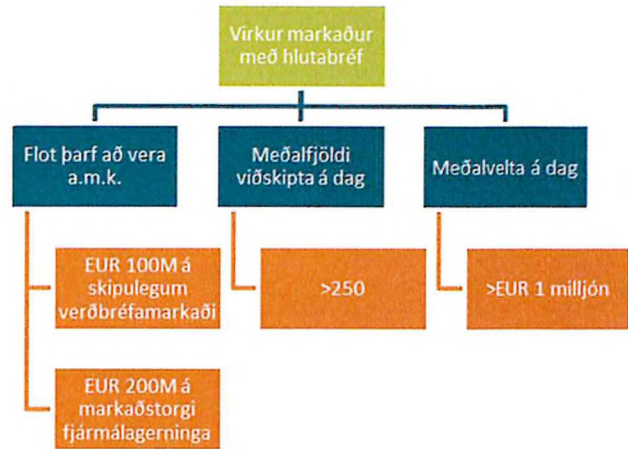
- Meðaltíðni og -stærð viðskipta við ýmis markaðsskilyrði með hliðsjón af eðli og líftíma vara í þeim flokki fjármálagerninga,*
- fjöldi og tegund markaðsaðila, þ.m.t. hlutfallið milli markaðsaðila og fjölda gerninga sem viðskipti eru stunduð með í tengslum við tiltekna afurð, og*
- meðalstærð verðbils, ef það liggur fyrir.*

Þá má finna nánari skilgreiningu á hugtakinu virkur markaður í 1. gr. afleiddrar reglugerðar framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins nr. 2017/567 sem er sett með stoð í 2. mgr. 2. gr. MiFIR. Skv.

<sup>1</sup> Með „virkum markaði“ er átt við hugtakið „Liquid market“, þ.e. fjármálagerningur sem uppfyllir tiltekin skilyrði um seljanleika eða virkni markaðar.

ofangreindu ákvæði teljast hlutabréf almennt hafa virkan markað þegar öll eftirtalin viðmið eru uppfyllt samtímis:

1. Flot hlutabréfanna er:<sup>2</sup>
  - i. Ekki minna en 100 milljónir EUR fyrir hlutabréf sem tekin hafa verið til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði.
  - ii. Ekki minna en 200 milljónir EUR fyrir hlutabréf sem tekin hafa verið til viðskipta á markaðstorgi fjármálagerninga.
2. Meðaltíðni viðskipta á dag eru ekki undir 250.
3. Meðalvelta viðskipta á dag er ekki undir 1 milljón EUR.



Samkvæmt heimildum Fjármálaeftirlitsins fyrir árið 2018 uppfylltu alls 11 hlutabréfaútgefendur í Kauphöll Íslands flotviðmið og þar af voru 6 sem jafnframt uppfylltu viðmið um meðalveltu viðskipta á dag. Enginn hlutabréfaútgefandi uppfyllti viðmið um meðaltíðni viðskipta en á árinu 2018 voru flest viðskipti með hlutabréf Icelandair Group hf. eða að meðaltali u.þ.b. 24 á dag og því ljóst að það vantar talsvert upp á tíðni viðskipta með þau hlutabréf sem eru skráð á skipulegan verðbréfamarkað á Íslandi til að íslensk hlutabréf geti talist með virkan markað skv. þeim viðmiðum sem reglugerð framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins og ráðsins nr. 2017/567 skilgreinir.

Til viðbótar við þau almennu viðmið sem rakin hafa verið má jafnframt finna sérstaka heimild í 6. mgr. 1. gr. afleiddrar reglugerðar framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins nr. 2017/567 sem heimilar eftirlitsstjórnvöldum í hverju ríki EES að skilgreina virkan markað með einstök hlutabréf sem eru skráð á markað óháð almennu viðmiðunum að því gefnu að færri en fimm hlutabréf uppfylli umrædd viðmið.

Þar sem engin hlutabréf sem hafa verið tekin til viðskipta á markaði á Íslandi uppfylla hin almennu viðmið um virkan markað eins og er, gæti Fjármálaeftirlitið tekið ákvörðun um að skilgreina virkan markað með allt að fimm hlutabréf þegar ákvæði MiFIR og reglugerðar framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins og ráðsins nr. 2017/567 hafa verið innleidd í íslensk lög.

## Tengd atriði sem vert er að hafa í huga

Einn megintilgangur MiFID II og MiFIR er að stuðla að aukinni fjárfestavernd, m.a. með auknu gagnsæi í verðbréfavíðskiptum og bættri verðmyndun á markaði með því að minnka vægi viðskipta sem fara fram án sýnileika. Gagnsæiskröfur í verðbréfavíðskiptum eru settar fram í MiFIR og ýmsum afleiddum reglugerðum, en almennt séð eru gerðar meiri gagnsæiskröfur til fjármálagerninga með virkan markað.

<sup>2</sup> Hvað varðar flot hlutabréfa kemur fram í 2. mgr. 1. gr. afleiddrar reglugerðar framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins nr. 2017/567 að við útreikning á floti skuli draga frá alla eignarhluti þar sem aðili á yfir 5% hlut nema að um sé að ræða eign lífeyrissjóðs eða sjóðs um sameiginlega fjárfestingu.



Ýmis ákvæði í nýrri löggjöf gera greinamun á skyldum aðila eftir því hvort fjármálagerningar teljast vera með virkan markað. Þannig má einkum nefna atriði eins og tvöfalt veltuþak sem takmarkar notkun undanþága frá gagnsæi áður en viðskipti fara fram.<sup>3</sup> Í þessu samhengi er rétt að geta þess að umfang tilkynnta viðskipta<sup>4</sup> með hlutabréf í Kauphöll Íslands hefur að jafnaði verið yfir 60% á síðastliðnum árum og því viðbúið að tvöfalda veltuþakið gæti leitt til takmarkana við að framkvæma viðskipti á markaði með slíkum hætti, auk þess sem MiFIR skyldar fjármálafyrirtæki til þess að framkvæma viðskipti með hlutabréf innan viðskiptakerfa viðskipavettvangs eða kerfis innmiðlara sbr. 23. gr. MiFIR.

Ofangreint þýðir í stuttu máli að komi til þess að tvöfalda veltuþakið virkist með hlutabréf sem eru skráð á íslenskan hlutabréfmarkað, þá er fjármálafyrirtækjum óheimilt að framkvæma viðskipti með viðkomandi hlutabréf með því að semja um þau utan tilboðabókar (þ.e. á grundvelli undanþágu um umsamin viðskipti) nema aðrar undanþágur geti átt við um viðskiptin (svo sem vegna umfangsmikilla viðskipta, e. *Large in Scale*).<sup>5</sup> Slík niðurstaða myndi alla jafnan þýða að aðilar þyrftu í auknum mæli að setja inn sýnileg kaup- og sölutilboð í tilboðabækur til að eiga viðskipti með hlutabréf ef þau teljast hafa virkan markað.

Einnig telur Fjármálaeftirlitið það skipta máli í þessu tilliti að með innleiðingu MiFID II og MiFIR í íslensk lög munu þau viðmið sem eiga við um innmiðlara verða skilgreind með nánari hætti en áður hefur verið. Nánar tiltekið er hugtakið innmiðlari í eðli sínu að mestu óbreytt, þ.e. fjármálafyrirtæki sem skipulega, reglulega og kerfisbundið á í viðskiptum fyrir eigin reikning með því að framkvæma fyrirmæli viðskiptavina utan við skipulega verðbréfamarkaði og markaðstorg fjármálagerninga (MTF). Breytingin felst í því að viðmið um hvað skuli teljast skipulega, reglulega og kerfisbundið eru sett fram í 12. gr. reglugerðar framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins nr. 2017/565. Viðmiðin eru ólík eftir því hvort um er að ræða hlutabréf með virkan markað.

Auk þess að hafa áhrif á þau viðmið sem gilda um skylduna til að vera innmiðlari getur það haft áhrif á framkvæmd innmiðlunar þar sem slíkir aðilar þurfa að jafnaði að hafa tvíhliða verðtilboð sýnileg fyrir viðskiptavinum sínum hvað varðar hlutabréf með virkan markað en innmiðlurum er eingöngu skylt að veita viðskiptavininum sínum upplýsingar um verðtilboð þegar eftir því er óskað hvað varðar hlutabréf sem ekki teljast hafa virkan markað.<sup>6</sup>

Hlutabréf með virkan markað	Hlutabréf sem hafa ekki virkan markað
Aðilum sem uppfylla bæði fjölda- og umfangsviðmið ber að vera innmiðlari með viðkomandi hlutabréf.	Aðilum sem uppfylla bæði fjölda- og umfangsviðmið ber að vera innmiðlari með viðkomandi hlutabréf.
<u>Viðmið um fjölda viðskipta:</u> Fjöldi viðskipta fyrir eigin reikning þegar fyrirmæli viðskiptavina eru framkvæmd utan skipulegra verðbréfamarkaða eða markaðstorga fjármálagerninga nemur annað hvort:	<u>Viðmið um fjölda viðskipta:</u> Fjöldi viðskipta fyrir eigin reikning þegar fyrirmæli viðskiptavina eru framkvæmd utan skipulegra verðbréfamarkaða eða markaðstorga fjármálagerninga nemur:

<sup>3</sup> Sjá nánar 5. gr. MiFIR um tvöfalt veltuþak (e. *Double Volume Cap*)

<sup>4</sup> Tilkynnt viðskipti sem eru tilkynnt í viðskiptakerfi kauphalla teljast vera viðskipti á markaði og byggja á sérstakri undanþágu frá gagnsæi fyrir viðskipti. Í dag byggir undanþágan á b. lið 1. mgr. 18. gr. reglugerðar nr. 994/2007 en undir þetta falla viðskipti sem samið er um í síma á milli markaðsaðila og tilkynnt eftir á í kauphöll.

<sup>5</sup> Undanþágur frá gagnsæi fyrir viðskipti með hlutabréf byggja á 4. gr. MiFIR.

<sup>6</sup> Sjá nánar 1. mgr. 14. gr. MiFIR.

i) 0,4% af heildarfjölda viðskipta með viðkomandi hlutabréf innan EES, eða ii) að meðaltali einum daglegum viðskiptum.	i) að meðaltali einum daglegum viðskiptum.
<u>Viðmið um umfang viðskipta:</u> Heildarumfang viðskipta viðkomandi fyrir eigin reikning þegar fyrirmæli viðskiptavina eru framkvæmd utan skipulegra verðbréfamarkaða eða markaðstorga fjármálagerninga nemur annað hvort: i) 15% af heildarumfangi viðskipta viðkomandi með hlutabréfin, eða ii) 0,4% af heildarveltu viðskipta innan EES með hlutabréfin.	<u>Viðmið um umfang viðskipta:</u> Heildarumfang viðskipta viðkomandi fyrir eigin reikning þegar fyrirmæli viðskiptavina eru framkvæmd utan skipulegra verðbréfamarkaða eða markaðstorga fjármálagerninga nemur annað hvort: i) 15% af heildarumfangi viðskipta viðkomandi með hlutabréfin, eða ii) 0,4% af heildarveltu viðskipta innan EES með hlutabréfin.

Tafla: Viðmið sem eiga við um skyldu fjármálafyrirtækja til að gerast innmiðlari

## Spurningar til umsagnaraðila

Fjármálaeftirlitið óskar eftir sjónarmiðum fyrirtækja á fjármálamarkaði, útgefenda, fjárfesta og annarra er málið varðar um möguleg áhrif þess að skilgreina eftir atvikum eitt eða fleiri hlutabréf sem hafa verið tekin til viðskipta í Kauphöll Íslands með virkan markað, þ.m.t. hvaða áhrif slík ákvörðun væri líkleg til að hafa á gagnsæi, seljanleika, verðmyndun o.fl.

Þá er jafnframt óskað eftir sjónarmiðum um hvaða viðmið Fjármálaeftirlitið ætti að hafa til hliðsjónar við að taka ákvörðun um að skilgreina eitt eða fleiri hlutabréf sem tekin hafa verið til viðskipta í Kauphöll Íslands með virkan markað og hversu oft slík endurskoðun ætti að fara fram.

Frekari upplýsingar veitir Fjármálaeftirlitið í síma 520-3700 eða adalsteinn@fme.is. Óskað er eftir því að svör berist eigi síðar en 17. nóvember 2019.

Virðingarfyllst,

FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ

  
Páll Friðriksson

  
Aðalsteinn Eymundsson