

Mifid II: merkitys ja vaikutus EU:n rahoitusmarkkinoihin

Heidi Lumme

Sisällys

Mikä?	1
Lainsäätämispörosessi ja MiFID I	1
MiFID II:n tavoitteet	2
Soveltamisala	2
Muutokset rahoitusmarkkinoiden toimintaedellytyksiin	3
Mifid II:n vaikutus sijoituspäätöksiin	5
Mifid II:n vaikutus EU:n ulkopuolella?	6

Mikä?

MiFID II eli direktiivi rahoitusvälineiden markkinoista (2014/65/EU) ja MiFIR eli asetus Euroopan unionin rahoitusvälineiden markkinoista (600/2014) muodostavat yhden EU:n kunnianhimoisimmista lainsäädäntöpaketeista, johon usein viitataan vain nimellä MiFID II, vaikka puhuttaisiin tosiasiasa asetukseen sisältyvistä muutoksista. Sillä muokattiin laajasti EU: rahoitusmarkkinoiden infrastruktuuria. MiFID II on uudistettu versio rahoitusvälineiden markkinoista annetusta direktiivistä (MiFID I), joka puolestaan korvasi vuonna 1993 omaksutun sijoituspalveludirektiivin. Alkuperäinen MiFID-lainsäädäntökehys koostui kehysdirektiivistä (direktiivi 2004/39/EC), implementoivasta direktiivistä (direktiivi 2006/73/EC) ja implementoivasta asetuksesta (asetus No 1287/200).

Lainsäätämispörosessi ja MiFID I

Alkuperäisen MiFiD:n oli tarkoitus tullessaan sovellettavaksi marraskuussa 2007 olla EU:n lainsäädännön kulmakivi, jolla EU:n pääomamarkkinoiden kehittyminen kulkisi kohti pääomamarkkinaunionia ja muuttuisi kilpailukykyisemmäksi USA:n pääomamarkkinoiden kanssa. Direktiivin päätarkoitus oli vauhdittaa talouskasvua. MiFID I toi mukanaan muun muassa

sijoituspalveluyrityksen asiakkaiden luokittelun, MiFID-passimenettelyn, asiakkaiden käsittelyjärjestystä koskevat määräykset, kaupantekoa ennen ja sen jälkeen sovellettavat läpinäkyvyyssvaatimukset ja ns. best execution -periaatteen.

Harmittavasti direktiivin ”voimannäytön aika” osui yhteen finanssikriisin kanssa, joka puolestaan osoitti direktiivin heikkoudet, jotka johtuivat suurelta osin sen keskittymisestä oman pääoman ehtoisin instrumentteihin. MiFID I oli myös johtanut uudenlaisten kaupantekoaalustojen kehittymiseen ja sellaisen aktiviteettien syntyyn, jotka eivät kuuluneet se soveltamisalaan ja putosivat siis sääntelyn ulkopuolelle. Markkinat olivat tehokkaamman avoimuussääntelyn, sijoittajansuojan ja valvontaviranomaisten tehokkaampien valvontavaltuuksien tarpeessa.

Uudistetulla direktiivillä oli kunnianhimoisemmat ja järjestelmällisemmät tavoitteet, sillä se ei tähdännyt ainoastaan olemassa olevien säännösten päivittämiseen vastaamaan teknologista kehitystä ja uudistuneita markkinaolosuhteita, kuten uudenlaisia kaupantekomuotoja ja rahoitusvälineitä, mutta se suuntasi myös kansainvälisesti nähtyihin ongelmakohtiin. Tämä sisälsi laajat pörssimarkkinat, kuten johdannaiset ja joukkovelkakirjalainat. MiFID II oli EU:n lainsäädäntöprosessissa yhteensä seitsemän vuotta. Se tuli lopulta voimaan tammikuussa 2018.

MiFID II:n tavoitteet

MiFID II:n suunniteltiin antavan laajempaa suojaa sijoittajille sekä lisäävän markkinoiden tehokkuutta, turvallisuutta ja läpinäkyvyyttä kaikille varallisuustasoille. Yksi keskeinen tavoite oli palauttaa sijoittajien luottamus rahoitusmarkkinoihin kansainvälisen finanssikriisin jälkeen. Toiseksi sillä pyrittiin siirtämään merkittävä osa OTC-kaupankäynnistä säännellyille markkinapaikoille. Direktiivi onkin onnistunut saamaan aikaan hinnoittelun läpinäkyvyyden kasvua ja rajoituksia oman pääoman ehtoisten instrumenttien kaupankäyntivolyymille tai likviditeetille, joita ei ole saatavilla julkisissa kaupankäyntijärjestelmissä (ns. ”dark pools”), sekä analyysitutkimusten maksujen jakoa sekä mm. tiukemmat standardit sijoitustuotteille.

Soveltamisala

Yleisesti ottaen MiFID II soveltuu ainoastaan sijoituspalveluyrityksiin, joilla on fyysinen kotipaikka Euroopassa, jotka toimivat MiFID-toimiluvan alaisuudessa ja joita sääntelee jonkin Euroopan jäsenvaltion lainsäädäntö. MiFID II sääntelee oikeastaan vain kauppapaikkoja, kun taas MiFIR koskee näiden kauppapaikkojen toimintaa sekä sääntelee markkinaosapuolten omaksumia prosesseja, järjestelmiä ja hallintojärjestelmiä. Selvyiden vuoksi koko sääntelypakettiin viitataan yleensä kuitenkin nimellä MiFID II.

MiFID II kattaa oman pääoman ehtoisilla rahoitusvälineillä käytävät markkinat, futuurit, kiinteätuoitoiset arvopaperit, hyödykkeet, valuuttakaupat, pörssilistatut rahoitusvälineet sekä jälleenmyyntijohdannaiset, kuten hinnanerosopimukset. Henkilöpiiri, joihin direktiivi vaikuttaa,

koostuu pankeista, rahastonhoitajista, kauppapaikoista, vaihtoehtorahastoista, algoritmipohjaisista korkean toistuvuuden kaupanteko-osapuolista, arvopaperikaupan välittäjistä, eläkerahastoista ja yksityissijoittajista.

Uudet säännökset kattavat periaatteessa kaikki kaupankäynnin näkökohdat EU:ssa. Jos rahastonhoitaja haluaa ostaa minkä tahansa tuotteen, jonka perustana oleva tuote on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla EU:ssa — kuten esimerkiksi HSBC optio Hong Kongissa — se on MiFID II:n soveltamisalalla riippumatta siitä, missä omaisuudenhoitaja sijaitsee. Toinen esimerkki voisi olla se, että EU:ssa sijaitseva sijoittaja ostaa osakkeita Applelta, sillä vaikka Apple onkin yhdysvaltalainen konserni, sen osakkeet on listattu toissijaisesti Saksassa.

MiFID II:een on sisällytetty lainsäädännöllinen tarve työntää kaupankäyntiä pois puhelimesta ja kohti sähköisiä kauppapaikkoja, jotka tarjoavat paremmat valvontakeinot. Laitosten on uusien säännösten mukaan raportoitava enemmän tietoja useimmista kaupoista välittömästi, sisältäen hinnan ja kaupankäynnin volyymin. Niiden on esimerkiksi säilytettävä vähintään viiden vuoden ajan, ja pankkien ja arvopaperikaupan välittäjien on pystyttävä näyttämään asiakkailleen, että heidän kaupalleen tarjottiin paras saatavilla oleva hinta.

Muutokset rahoitusmarkkinoiden toimintaedellytyksiin

MiFID II toi mukanaan useita merkittäviä muutoksia.

1. Ensinnäkin se vaikutti keskeisesti **markkinainfrastruktuuriin**. Tähän liittyen se toi uuden käsitteen ”OTF” (Organized Trading Facility”) eli organisoidun kaupankäyntijärjestelmän, joka käsittää ei-oman pääoman ehtoisilla rahoitusvälineillä tehtävän kaupankäynnin, joka oli ennen MiFID:n soveltamisalan ulkopuolella. Säänneltyjä markkinoita ja monenkeskisiä kauppapaikkoja koskevat säännökset on yhdennetty, ja joukko ennen näihin kohdistuneita järjestelmällisiä vaatimuksia on ulotettu koskemaan uusia OTF:iä. MiFID II on myös **helpottanut pienten ja keskisuurten yritysten pääsyä pääomamarkkinoille** monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmän yhteydessä tuomalla rahoitusmarkkinoille uudet, erityiset markkinat juuri pk-yrityksille.

MiFID II tuo uutuutena kaupankäyntivelvoitteen osakkeille ja johdannaisille, jotka ovat EMIR-asetuksen (European Market Infrastructure Regulation) nojalla hyväksyttäviä tarkastukseen, ja ovat lisäksi riittävän likvidejä. Lisäksi korkean toistuvuuden (”high frequency”) ja **algoritmisen kaupankäynnin vaatimuksia on lisätty** liittyen kaupankäyntiä edeltävään ja sitä seuraavaan läpinäkyvyyteen. Algoritmien käyttö on nopeuttanut kaupankäyntiä huomattavasti, mutta sen käyttöön liittyy myös järjestelmäriskkejä. Algoritmisten kaupankäyjien on rekisteröidyttävä sijoituspalveluyrityksiksi ja niillä on oltava käytössään tehokkaat riskinhallintakeinot.

2. Toinen merkittävä MiFID II:n tuoma muutos on sijoittajansuojan parantaminen **riippumattomalla sijoitusneuvonnalla ja siihen liittyvällä kannustinten kiellolla**

suhteessa sijoitusneuvontaan ja omaisuudenhoitoon ei-ammattimaisten asiakkaiden kanssa. Kannustimien käytön kiellon seurauksena useimmat tällaiset kannustimet, kuten itsenäisille neuvonantajille maksettavat komissiot ja hyvitykset ovat kiellettyjä. Poikkeuksen muodostavat lähinnä sellaiset maksut tai etuudet, jotka on suunniteltu hyödyttävän asiakkaan saaman palvelun laatua.

3. Kolmas keskeinen muutos on se, että MiFID II **monipuolisti sijoituspalveluyrityksille asetettavia vaatimuksia liittyen rahoitusvälineiden tarjontaan ja tuotehallintaan**. Tuotehallintamenettelyt ovat osittain lainsäädännöllinen vastaus monimutkaisten ja riskialttiiden rahoitustuotteiden synnyttämään tilanteeseen, jotka vaikuttivat finanssikriisin syntyyn. Sijoituspalveluyritysten, jotka valmistavat sijoitustuotteita, on MiFID II:n mukaan identifioitava kohdemarkkinat ja ryhdyttävä järkeviin toimenpiteisiin tuotteiden jakelemiseksi näille markkinoille. Niiden on perustettava tuotehyväksyntämenettelyt ja arvioitava kohdemarkkinat sekä tarjoamiensa sijoitustuotteiden suoriutuminen tietyllä aikavälillä. Niiden on myös varmistettava, että jakelijoilla on riittävä ymmärrys tuotteita valmistavien sijoituspalveluyritysten tuotteista ja tuotehyväksyntämenettelyistä voidakseen myydä tuotteita omille identifioituille kohdemarkkinoilleen.
4. MiFID II:lla sääntelyyn otettiin luonteeltaan ennalta estäviä mekanismeja. **Asiakkaan edun mukaisuus** korostuu uusissa vaatimuksissa. Asiakkaan soveltuvuusarviointi on tehtävä sijoitusneuvonnan ja omaisuudenhoidon yhteydessä, ja muussa sijoituspalvelussa riittää asianmukaisuuden arviointi. Ainut tilanne, jolloin asianmukaisuusarviointia ei tarvitse tehdä, ovat niin sanotut yksinkertaiset rahoitusvälineet ja sijoitustuotteet, ja MiFID II myös supisti niiden ryhmää sitä, mikä se oli sen edeltäjän aikaan.
5. Tämän lisäksi MiFID II lisäsi sijoituspalveluyrityksen noudatettavia tiedonantovelvollisuuksia koskien mm. eturistiriitoja. **Vaatimus transaktioiden raportoinnista** tuotiin mukaan jo MiFID I:llä, ja se koskee kauppojen yksityiskohtien raportoimista sijoituspalveluyrityksiltä valvojalle, Suomessa Finanssivalvonnalle. Tämä raportointivelvollisuus antaa valvojille mahdollisuuden valvoa rahoitusmarkkinoilla tapahtuvaa markkinoiden väärinkäyttöä. MiFID II sai aikaan sen, että nämä vaatimukset lisääntyivät merkittävästi. Niiden tuotteiden alaa, jotka on raportoitava, on laajennettu niin, että velvollisuus kattaa nyt kaikki tuotteet, joilla käydään kauppaa eurooppalaisilla säännellyillä markkinapaikoilla, järjestellyillä ja monenkeskisillä markkinapaikoilla. Varsinaisten raportoitavien tuotteiden lisäksi myös niiden tietojen määrä, jotka on raportoitava, on lisääntynyt.

Raportointivelvollisuus sisältää nyt seuraavat tiedot:

- Kuka toteuttaa transaktion
- Kaupantekopäätöksen pohjana ollut algoritmi
- Lyhyeksimyyni
- Epälikvidit rahoitusvälineet

Raportointivelvollisuus on muuttanut myös sen, että se ei ole enää pelkästään myyjäpuolena olevien markkinaosapuolien, kuten pörssin välittäjien, velvollisuus, vaan se koskee nyt myös sitä vastapuolta, joka panee transaktion alulle, eli tyypillisesti ostajapuolena olevaa markkinaosapuolta.

6. MiFID II täsmensi ns. **best execution** -velvollisuutta. MiFID I edellytti sijoituspalveluyrityksiä ryhtymään ”järkeviin toimiin” (”take all reasonable steps”) saavuttaakseen asiakkailleen parhaat tulokset. MiFID II on mennyt tätä astetta pidemmälle, ja vaatii sijoituspalveluyrityksiä ryhtymään kaikkiin toimiin, jotka ovat ”tarpeen” (”all sufficient steps”).
7. Sijoituspalveluyrityksiin kohdistuu myös **lisääntyneitä julkistamisvaatimuksia**. Niiden on nimittäin julkaistava veloitusdata, joka liittyy sijoituspalvelun toteutuksen laatuun, kuten palvelun hinta ja nopeus, vähintään vuosittain. Sijoituspalveluyritysten on julkaistava vuosittain niiden edellisen vuoden viisi parasta kauppapaikkaa (”top five execution venues”) sekä erityiset tiedot kyseisissä kauppapaikoissa tehtyjen transaktioiden toteutuksen laadusta.
8. MiFID II on lisäksi vahvistanut **tehokkaiden ja harmonisoitujen hallinnollisten sanktioiden** käyttöä. Vahvistettu yhteistyö edistää säätelyn rikkomisen parempaa havaittavuutta.
9. MiFID II on tuonut mukanaan myös harmonisoidun järjestelmän myöntämällä **kolmansista maista peräisin oleville yrityksille pääsyn EU-markkinoille**, mikä perustuu EU:n komission suorittamaan kolmansien maiden oikeusjärjestysten vastaavuusarviointiin. Tämä soveltuu vain ammattimaisille sijoittajille ja hyväksytyille vastapuolille tarjottaviin toimintoihin ja sijoituspalvelusopimusten cross border-määräykseen.

Mifid II:n vaikutus sijoituspäätöksiin?

Yksi uuden sääntelyn merkittävimmistä näkökohdista sisältää sen, kuinka omaisuudenhoitajat maksavat tutkimuksesta, jota ne käyttävät sijoituspäätösten tekemiseen (ns. **unbundling**). Ennen MiFID II:ta omaisuudenhoitajat saivat tutkimusta ilmaiseksi, vaikkakin tämän palvelun kustannukset oli sisällytetty kaupankäynnin hintoihin, jotka usein maksaa omaisuudenhoitajan asiakas. MiFID II aiheutti sen, että **ensimmäistä kertaa omaisuudenhoitajien oli budjetoitava kulut erikseen**

tutkimukselle ja kaupankäynnin kuluille. Tämä toiminta tunnetaan nimellä ”unbundling”, eriyttäminen. Jotta on pystytty varmistamaan, että sijoitustutkimusta ja kaupankäynnin toteuttamista ei “paketoita yhteen”, MiFID II esittää kaksi vaihtoehtoa, joilla sijoitustutkimus voidaan rahoittaa. Ensimmäinen vaihtoehto on se, että sijoituspalveluyritykset rahoittavat tutkimuksen itse omista varoistaan. Toinen vaihtoehto on ns. tutkimusmaksutilin metodi, jossa tutkimukset kulut rahoittaisi asiakas.

”Unbundling” on herättänyt keskustelua ja kritiikkiäkin. On katsottu, että se voi rohkaista rahastonhoitajia etsimään markkinoilla vaihtoehtoisia tapoja kauppohen toteuttamiseen paljon samalla tavoin kuin ne kääntyivät ”equity dark pools”:eihin alkuperäisen MiFID-direktiivin jälkeen.

Mifid II:n vaikutus EU:n ulkopuolella?

EU:n vaatimukset kaupankäynnin osapuolten henkilökohtaisista tiedoista eivät sovi kovin hyvin yhteen EU:n ulkopuolisten maiden, kuten Aasian, yksityisyyden suojaa koskevien säännösten kanssa.

MiFID:n mukanaan tuoma tutkimukseen kuuluvien maksujen järjestelmä on tuonut haasteita yhdysvaltalaisille arvopaperikaupan välittäjille. Ne eivät voi vastaanottaa suoria maksuja tutkimukseen paikallisten sääntöjen mukaan, elleivät ne ole muodollisesti rekisteröityneet sijoitusneuvojiksi. Tämä tarkoittaa, että ne eivät ole pystyneet tuottamaan tutkimusta eurooppalaisille asiakkaille — joilla on velvollisuus tehdä suoria maksuja tästä palvelusta — vuodesta 2018 lähtien.

SEC:llä (The Securities and Exchange Commission, USA:n arvopaperiviranomainen), on valta tehdä poikkeuksia näistä säännöistä ja sallia välittäjien vastaanottaa suoria maksuja tutkimusta varten sijoittajilta, jotka ovat MiFID II:n sääntelypiirissä. Joka tapauksessa yhdysvaltalaiset välittäjät saattava kokea painetta seurata eurooppalaisia standardeja.