



KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER

Bruxelles, den 12.12.2006  
KOM(2006) 789 endelig

**MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN TIL RÅDET OG EUROPA-  
PARLAMENTET**

**Investeringsanalyser og finansanalytikere**

**{SEK(2006) 1655}**

**DA**

**DA**

# MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN TIL RÅDET OG EUROPA-PARLAMENTET

## Investeringsanalyser og finansanalytikere

(EØS-relevant tekst)

### 1. INDLEDNING

Formålet med denne meddelelse er at gøre status over og give interessenterne praktisk vejledning i den seneste EU-lovgivnings bestemmelser om investeringsanalyser og finansanalytikere og svare på rapporten fra Forumgruppen om Finansanalytikere<sup>1</sup>, der bidrog med input til udarbejdelse af lovgivningen.

Meddelelsen omhandler navnlig spørgsmålet om interessekonflikter og beskriver den vigtigste EU-lovgivning, der specifikt omhandler det emne. I sidste afsnit gennemgås andre emner (registrering af analytikere, uafhængige analyser, udstedernes relationer til analytikere samt investoruddannelse).

### 2. BAGGRUND

#### 2.1. Investeringsanalysernes rolle

Den lette adgang til forskellige typer finansielle oplysninger sikrer den rette prisfastsættelse, hjælper udstederne med at rejse fremmed- og egenkapital på primære markeder og sikrer dybe og likvide sekundære markeder for finansielle instrumenter.

De finansanalytikere, der udarbejder investeringsanalyser, spiller en vigtig rolle i det "økosystem" af finansielle oplysninger, der nærer finansmarkederne. Analytikerne sammenfatter ubearbejdet information til mere letfordøjelige analyser. Herefter vil analyserne blive brugt af investorer som baggrund for deres investeringsbeslutninger eller af formidlere til at udarbejde investeringsanalyser og markedsføringsmateriale eller til at give investeringsråd.

Reglerne for investeringsanalyser og de finansanalytikere, der udarbejder dem, må derfor nøje tilpasses de mange funktioner, analyserne har. Det er derfor af afgørende betydning at sikre, at disse regler begrænser informationsstrømmen af potentiel værdi for investorerne så lidt som muligt.

---

<sup>1</sup> Forum Group, Financial Analysts: Best practices in an integrated European financial market, september 2003. Jf. [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/mobil/finanalysts/index\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/finanalysts/index_en.htm).

## 2.2. Myndighedernes kontrol med investeringsanalyser

Siden den "nye økonomiboble" brast i 2000 med flere højtprofilerede virksomheders krak til følge, har myndighederne på globalt plan øget tilsynet med investeringsanalysernes værdi og integritet.

I EU drøftede økonomi- og finansministrene på deres uformelle møde i Oviedo i april 2002 politiske spørgsmål i forbindelse med især Enrons kollaps og bad blandt andre initiativer Kommissionen om at overveje mulige regulerende foranstaltninger vedrørende investeringsanalyser.

Kommissionen indkaldte herefter Forumgruppen om Finansanalytikere, der består af praktikere fra den private sektor, uafhængige konsulenter, tilsynsmyndigheder og faglige organer, til at se på spørgsmålet. Gruppens rapport udkom i september 2003 og blev herefter udsendt til offentlig høring.

Denne meddelelse er Kommissionens svar på forumgruppens rapport og den offentlige høring. Før der kunne afgives et svar, var det først nødvendigt at færdiggøre EU-lovgivningen om analyser. Det skete i september 2006 med vedtagelsen af gennemførelsesforanstaltningerne til direktivet om markeder for finansielle instrumenter<sup>2</sup>.

Ligeledes i september 2003 offentliggjorde Den Internationale Børstilsynsorganisations tekniske udvalg (IOSCO) en rapport<sup>3</sup> og en principerklæring<sup>4</sup> om analytikerens interessekonflikter. Disse dokumenter behandles nærmere i det følgende.

Forumgruppens rapport og IOSCO's rapport og principerklæring har bidraget til debatten om tilsyn med finansanalytikere. Den debat har i vid udstrækning fokuseret på muligheden af, at dårlig konfliktstyring i virksomheder, der foretager investeringsanalyser, fører til tendentiøse analyser.

Analytikere står over for forskellige potentielle konflikter, der kan forringe deres objektivitet. De kan blive påvirket af virksomhedens eller visse kundegrupperes interesser, som er i modstrid med interesserne hos analysens målgruppe. Som eksempler på sådanne interesser kan nævnes udstedernes interesse i at afsætte deres værdipapirer og virksomhedernes finansfolks interesse i at tiltrække og fastholde udstedelses- og investeringsmæssige forretninger. Hvis virksomheden selv bedriver egenhandel, vil den have interesse i at sælge finansielle instrumenter. Hvis virksomheden driver agenturforretning såsom aktieformidling på provisionsbasis, vil den have et kommercielt incitament til at skaffe ordrer. Alle disse interesser kan påvirke analytikerens objektivitet negativt.

---

<sup>2</sup> Jf. afsnit 5 nedenfor.

<sup>3</sup> IOSCO Technical Committee, Report on Analyst Conflicts of Interest (september 2003) på <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD152.pdf>

<sup>4</sup> IOSCO Technical Committee, Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts of Interest (september 2003) på <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD150.pdf>

### 2.2.1. *Forumgruppens rapport*

Forumgruppens rapport fokuserede også på forebyggelse, styring og overvågning af samt oplysning om interessekonflikter i forbindelse med investeringsanalyser. Anbefalingerne gik især i retning af: interessekonflikter som følge af analytikernes involvering i udbud af værdipapirer og andet virksomhedsfinansieringsarbejde, god praksis for selskaber, der udsteder værdipapirer, honorering af analytikere, analytikeres værdipapirhandel, kvalifikationer samt formidling af investeringsanalyser til detailmarkedet. **Bilag 1**<sup>5</sup> indeholder en mere detaljeret oversigt over forumgruppens anbefalinger.

Efter at Kommissionen havde indkaldt kommentarer til forumgruppens anbefalinger, var der bred støtte til den principbaserede tilgang, forumgruppen havde foreslået, og til mange af gruppens specifikke anbefalinger, bl.a. dem, der fokuserede på styring af interessekonflikter. Der blev udtrykt en vis støtte til EU-rammer om minimumsstandarder; imidlertid blev der også udtrykt ønske om, at EU-standarderne så vidt muligt skulle være forenelige med dem, der blev indført i andre større retsområder<sup>6</sup>.

### 2.2.2. *IOSCO's rapport og principerklæring*

IOSCO's principper er ikke bindende for medlemsstaterne eller EU som helhed<sup>7</sup>, men har ikke desto mindre gennemslagskraft. De er udtryk for et forsøg fra IOSCO's medlemmer på at nå frem til principiel enighed om vigtige spørgsmål om tilsyn med værdipapirer. Inden for investeringsanalyser, hvor mange analyseudbydere opererer globalt, er det navnlig ønskeligt, om lovgiverne kan gennemføre ensartede regler.

De principper, der er formuleret af IOSCO's tekniske udvalg, fokuserer på:

- afdækning og fjernelse, forebyggelse og styring af eller oplysning om de interessekonflikter, analytikerne står i
- analytikeres integritet og deres analyser samt
- investoruddannelse om de faktiske og potentielle interessekonflikter, analytikere står i.

Principperne og de respektive kerneforanstaltninger til gennemførelse af disse principper er opstillet i **bilag 2**.

---

<sup>5</sup> Alle de bilag, der henvises til i denne meddelelse, findes i Kommissionens arbejdsdokument "Investment research and financial analysts – Annexes" (reference SEC(2006) 1655) (foreligger kun på engelsk).

<sup>6</sup> Yderligere oplysninger kan fås i sammenfatningen af svar på [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/analysts/contributions/contributions-summary\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/analysts/contributions/contributions-summary_en.pdf)

<sup>7</sup> Det er i den forbindelse vigtigt at bemærke, at EU kun er repræsenteret i IOSCO med lovgivere fra visse medlemsstater.

Skønt principperne fokuserer på aktiesælgende analytikeres aktiviteter (dvs. de, der arbejder i integrerede investeringsbanker eller hos børsmæglere), nævnes det specifikt, at "analytikere på salgssiden under ingen omstændigheder er alene om at stå i sådanne interessekonflikter, og koncepter udviklet under dette arbejde kan bruges inden for andre områder"<sup>8</sup>; i den ledsagende rapport nævnes faktisk specifikt "interessekonflikter for analytikere på salgssiden, når de udarbejder aktieanalyser, og for de virksomheder, de er ansat i"<sup>9</sup>.

### 3. EU-LOVGIVNING OM INTERESSEKONFLIKTER I INVESTERINGSANALYSER

To vigtige EU-retsakter indeholder bestemmelser om interessekonflikter i forbindelse med investeringsanalyser. Det drejer sig om markedsmisbrugsdirektivet<sup>10</sup> og direktivet om markeder for finansielle instrumenter<sup>11</sup> (MiFID). Markedsmisbrugsdirektivet og gennemførelsesforanstaltningerne hertil er trådt i kraft i alle medlemsstater. MiFID og gennemførelsesforanstaltningerne hertil ventes at være gennemført af medlemsstaterne senest den 31. januar 2007 og gælder for virksomheder fra den 1. november 2007.

#### 3.1. Direktivet om markedsmisbrug

Artikel 6, stk. 5, i markedsmisbrugsdirektivet indeholder et krav om, at personer, der udarbejder eller udbreder oplysninger med anbefalinger eller forslag vedrørende en investeringsstrategi til distributionskanaler eller offentligheden, skal udvise rimelig omhu for at sikre, at oplysningerne fremsættes korrekt, og for at deres interesser eller interessekonflikter afsløres i forbindelse med de finansielle instrumenter, som oplysningerne vedrører.

Direktiv 2003/125/EF<sup>12</sup>, der gennemfører artikel 6, stk. 5, i markedsmisbrugsdirektivet, indeholder en omfattende ordning for oplysning om interessekonflikter i forbindelse med anbefalinger i analyser (jf. resumé i **bilag 3**).

---

<sup>8</sup> Jf. punkt 2 i IOSCO's principerklæring.

<sup>9</sup> Afsnit V, s. 14 i IOSCO-rapporten.

<sup>10</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug). EUT L 096 af 12.4.2003, s.16.

<sup>11</sup> 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 om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF, EUT L 145 af 30.4.2004, s. 1. Som ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/31/EF af 5. april 2006 om ændring af direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter, for så vidt angår visse frister. EUT L 114 af 27.4.2006, s. 60.

<sup>12</sup> Kommissionens direktiv 2003/125/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til redelig fremlæggelse af investeringsanbefalinger og oplysning om interessekonflikter, EUT L 339 af 24.12.2003, s. 73.

Markedsmisbrugsdirektivet og gennemførelsesdirektiverne hertil, direktiv 2003/124/EF<sup>13</sup> og 2004/72/EF<sup>14</sup>, begrænser også udstedere fra at videregive kursrelevante oplysninger til udvalgte analytikere, før de frigives til resten af markedet.

Markedsmisbrugsdirektivet og gennemførelsesforanstaltningerne hertil er ikke begrænset til investeringsvirksomheder i MiFID's forstand<sup>15</sup> og vedrører også andre personer, der udarbejder anbefalinger, såsom uafhængige analyseinstitutter, kreditinstitutioner og lignende.

## 3.2. MiFID

MiFID fastsætter bl.a. organisatoriske og driftsmæssige betingelser for godkendte investeringselskaber. Hvis et investeringselskab yder investeringservice til tredjemand på et erhvervmæssigt grundlag, skal det normalt være godkendt i henhold til MiFID og overholde alle direktivets krav. Dette dækker også ydelse af accessoriske tjenester såsom "investeringsanalyser og finansielle analyser eller andre former for generelle anbefalinger vedrørende transaktioner med finansielle instrumenter"<sup>16</sup>. De bestemmelser, der specifikt vedrører investeringsanalyser, er indeholdt i et gennemførelsesdirektiv under MiFID (gennemførelsesdirektivet til MiFID)<sup>17</sup>.

### 3.2.1. Interessekonflikter - generelt

MiFID tackler generelt spørgsmålet om interessekonflikter ved at kræve, at investeringselskaber:

- træffer alle rimelige forholdsregler til at kunne påvise relevante interessekonflikter, der måtte opstå, når de yder investeringservice eller accessoriske tjenesteydelser<sup>18</sup>
- til stadighed har og anvender effektive organisatoriske og administrative ordninger med henblik på at træffe sådanne rimelige foranstaltninger, som

---

<sup>13</sup> Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation, EUT L 339 af 24.12.2003, s. 70.

<sup>14</sup> Kommissionens direktiv 2004/72/EF af 29. april 2004 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF, for så vidt angår accepteret markedspraksis, definition af intern viden i forbindelse med varederivater, udarbejdelse af lister over insidere, anmeldelse af ledende medarbejders transaktioner og af mistænkelige transaktioner, EUT L 162 af 30.4.2004, s. 70.

<sup>15</sup> Som defineret i artikel 4, stk. 1, punkt 1), i MiFID.

<sup>16</sup> Investerings-tjenesteydelser er anført i afsnit A i bilag 1 til MiFID. Accessoriske tjenesteydelser er anført i afsnit B i samme bilag.

<sup>17</sup> Kommissionens direktiv 2006/73/EF om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår de organisatoriske krav til og betingelserne for drift af investeringselskaber samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv. EUT L 241 af 29.9.2006, s. 26.

<sup>18</sup> Artikel 18, stk. 1.

måtte være nødvendige for at hindre interessekonflikter, der kan skade deres kunders interesser<sup>19</sup>

- hvis de organisatoriske ordninger ikke er tilstrækkelige til med rimelig sikkerhed at kunne sikre forebyggelse af risikoen for, at kunders interesser skades, klart oplyser kunden om interessekonflikternes generelle karakter og/eller kilder, inden de påtager sig opgaver for kundens regning<sup>20</sup>.

I henhold til gennemførelsesdirektivet til MiFID skal investeringsselskaber indføre en skriftlig politik vedrørende interessekonflikter, hvor de fastlægger, hvordan de vil styre de interessekonflikter, der måtte opstå i forbindelse med deres forskellige investeringsaktiviteter og accessoriske aktiviteter, herunder levering af investeringsanalyser<sup>21</sup>. Endnu et centralt krav er behovet for at sikre en passende grad af uafhængighed mellem personer, som arbejder med forskellige erhvervsaktiviteter, der er forbundet med en interessekonflikt, som indebærer en risiko for at skade en kundes interesser<sup>22</sup>. Direktivet fastlægger også en række organisatoriske foranstaltninger for at sikre den nødvendige grad af uafhængighed i relevante tilfælde såsom opsplitting af tilsyn eller vederlag mellem forskellige aktiviteter<sup>23</sup>.

### 3.2.2. *Interessekonflikter - investeringsanalyser*

Ud over disse generelle bestemmelser indeholder gennemførelsesdirektivet til MiFID specifikke regler<sup>24</sup> for levering af investeringsanalyser. De gælder for investeringsselskaber, der på eget eller et koncernmedlems ansvar udarbejder eller får udarbejdet investeringsanalyser, der er beregnet for eller sandsynligvis efterfølgende vil blive videreformidlet til selskabets kunder eller offentligheden.

Investeringsanalyser defineres<sup>25</sup> som en underkategori af anbefalinger som defineret i artikel 1, stk. 3, i direktiv 2003/125/EF. For at opfylde kravene til en investeringsanalyse skal disse anbefalinger betegnes eller beskrives som investeringsanalyser eller på anden vis fremstilles som objektive eller uafhængige og må ikke være investeringsrådgivning (dvs. personlige anbefalinger, der fremsættes som passende for modtageren eller tage udgangspunkt i personens egne omstændigheder)<sup>26</sup>.

Hvor bestemmelserne gælder, er der to konsekvenser:

- Investeringsselskabet skal sikre, at det gennemfører alle de organisatoriske foranstaltninger, der er opstillet i gennemførelsesdirektivet til MiFID i

---

<sup>19</sup> Artikel 13, stk. 3.

<sup>20</sup> Artikel 18, stk. 2.

<sup>21</sup> Artikel 22 i gennemførelsesdirektivet.

<sup>22</sup> Artikel 22, stk. 2, i gennemførelsesdirektivet.

<sup>23</sup> Artikel 22, stk. 3, i gennemførelsesdirektivet.

<sup>24</sup> Artikel 25 i gennemførelsesdirektivet.

<sup>25</sup> Artikel 24 i gennemførelsesdirektivet.

<sup>26</sup> Artikel 4, stk. 1, punkt 4 og artikel 52 i gennemførelsesdirektivet til MiFID.

forbindelse med analytikere og andre personer<sup>27</sup>, hvis ansvarsområder eller forretningsinteresser kan anses for at være i strid med interesserne hos modtagere af analyserne; disse foranstaltninger kræver effektiv adskillelse mellem forretningsfunktioner, der tjener forskellige kunde- eller forretningsinteresser<sup>28</sup>; og

- Investeringselskaber bør træffe andre specifikke foranstaltninger med henblik på at sikre investeringsanalysernes objektivitet. Det er vigtigt, at selskabet forebygger, at relevante personer<sup>29</sup>, som har kendskab til tidsplan for eller indhold af relevante investeringsanalyser, der ikke er offentligt tilgængelige<sup>30</sup>, foretager visse transaktioner samt handler personligt i strid med de gældende anbefalinger<sup>31</sup>. Der er også begrænsninger<sup>32</sup> med hensyn til modtagelse af tilskyndelser i forbindelse med investeringsanalyser, løfter om favorabel behandling i forbindelse med en analyse og til, hvem der må få lov til at se udkastet til investeringsanalysen og med hvilket formål.

De krav, der gælder for udarbejdelse af investeringsanalyser, gælder også for væsentlige ændringer i investeringsanalyser udarbejdet af tredjemand<sup>33</sup>. Et selskab, der blot formidler analyser, som er udarbejdet af tredjemand, er imidlertid ikke bundet af ovennævnte konsekvenser, forudsat at det formidlende selskab ikke ændrer væsentligt i analyserne og kontrollerer, at den, der udarbejder analyserne, er omfattet af kravene eller har indført en politik svarende til kravene i gennemførelsesdirektivet til MiFID<sup>34</sup>.

### 3.2.3. *Oplysning om konflikter og forbindelse til ordningen i markedsmisbrugsdirektivet*

Med hensyn til oplysning om analysekonflikter supplerer MiFID den detaljerede ordning i markedsmisbrugsdirektivet ved at kræve:

- oplysning, hvor organisatoriske ordninger ikke er tilstrækkelige til med rimelig sikkerhed at kunne sikre forebyggelse af risikoen for, at kunders interesser skades<sup>35</sup>, og
- oplysning om investeringselskabets politik vedrørende interessekonflikter.<sup>36</sup>

Det er meningen, at MiFID og markedsmisbrugsdirektivet skal fungere sammen gnidningsløst. "Anbefalinger" i forbindelse med direktiv 2003/125/EF (hvor de

---

<sup>27</sup> I betragtning 30 i gennemførelsesdirektivet forklares det, at de øvrige personer bør omfatte personale, der arbejder med virksomhedsfinansiering, og personer, der er involveret i salg og handel på kunders eller selskabets vegne.

<sup>28</sup> Artikel 22, stk. 3 og betragtning 36 i gennemførelsesdirektivet.

<sup>29</sup> Dette udtryk er defineret i gennemførelsesdirektivets artikel 2, stk. 3.

<sup>30</sup> Artikel 25, stk. 2, litra a), i gennemførelsesdirektivet.

<sup>31</sup> Artikel 25, stk. 2, litra b), i gennemførelsesdirektivet.

<sup>32</sup> Artikel 25, stk. 2, litra c) til e), i gennemførelsesdirektivet.

<sup>33</sup> Betragtning 35 i gennemførelsesdirektivet.

<sup>34</sup> Artikel 25, stk. 3, i gennemførelsesdirektivet.

<sup>35</sup> Artikel 18, stk. 2, i MiFID.

<sup>36</sup> Artikel 19, stk. 3, i MiFID og artikel 30, stk. 1, i gennemførelsesdirektivet.



er udarbejdet af et investeringsselskab) bør udelukkende indeholde investeringsanalyser, der opfylder MiFID-formål, eller markedsføringsmateriale, der opfylder MiFID-formål. anbefalinger fra et investeringsselskab, der ikke er investeringsanalyser, skal tydeligt fremstå som markedsføringsmateriale<sup>37</sup>

og skal indeholde en klar og tydelig erklæring (også i tilfælde af en mundtlig anbefaling) om, at de ikke er udarbejdet i overensstemmelse med de standarder, der er fastsat for at fremme investeringsanalysens objektivitet<sup>38</sup>.

Diagrammet i **bilag 4** forklarer forholdet mellem anbefalinger, markedsføringsmateriale, investeringsrådgivning og investeringsanalyser.

#### 4. ANDRE SPØRGSMÅL

De vigtigste udestående spørgsmål i forbindelse med forumgruppens rapport og IOSCO-principperne er:

- muligheden for obligatorisk **registrering** af analytikere, eventuelt knyttet til **kvalifikationer**
- **uafhængige** investeringsselskabers lovgivnings- og konkurrencemæssige position i forhold til investeringsbankers udarbejdelse af analyser
- ønsket om kodekser for god praksis eller regler for virksomhedsledelse i forbindelse med **udstederes forhold til analytikere**, og
- **investoruddannelsens** store betydning for løsning af problemet med interessekonflikter i investeringsanalyser.

##### 4.1. Registrering af analytikere

Kommissionen har besluttet ikke på nuværende tidspunkt at foreslå obligatorisk registrering af analytikere knyttet til kvalifikationer. Forumgruppen var delt med hensyn til behovet for at stille krav om obligatoriske minimumskvalifikationer for analytikere<sup>39</sup>. Der er utilstrækkelig dokumentation for, at analytikeres partiskhed skyldes manglende kvalifikationer. Det forekommer tværtimod indlysende, at de skyldes, at selskaberne ikke styrer de interessekonflikter, der opstår under deres udarbejdelse af investeringsanalyser korrekt. Disse spørgsmål behandles i MiFID<sup>40</sup>. Endvidere er obligatorisk registrering af analytikere ikke en af IOSCO's kerneforanstaltninger.

##### 4.2. Uafhængige analyser

Kommissionen mener ikke, at der nødvendigvis er iboende kvalitetsforskelle mellem analyser udarbejdet af uafhængige analyseinstitutter og analyser

---

<sup>37</sup> Artikel 19, stk. 2, i MiFID.

<sup>38</sup> Artikel 24, stk. 2, i gennemførelsesdirektivet.

<sup>39</sup> På s. 50 i forumgruppens rapport (anført i fodnote nr. 1).

<sup>40</sup> Jf. bestemmelserne i afsnit 3.2 ovenfor.

udarbejdet af investeringsselskaber. Ikke desto mindre må uafhængige virksomheder dække deres omkostninger gennem kundebetaling, mens mange analyser udarbejdet af investeringsbanker kun indirekte betales af institutionelle investorer (og herigennem af deres underliggende kunder). Denne proces kan ofte være noget uigennemsigtig, og det er ikke altid klart, hvem der er ansvarlig.

Disse spørgsmål behandles i vid udstrækning i MiFID og gennemførelsesforanstaltningerne hertil. Gennemførelsesforanstaltningerne vedrørende tilskyndelser giver især mulighed for, at tilskyndelser kun kan accepteres af investeringsselskaber (f.eks. porteføljeforvaltere) fra tredjemand (f.eks. deres mæglere), hvis deres kunder oplyses om disse, og kun hvis de har til formål at øge kvaliteten af den pågældende investeringsservice eller de accessoriske tjenesteydelser for kunden, de må ikke forhindre selskabet i at overholde sin pligt til at handle i kundens bedste interesse<sup>41</sup>. Disse foranstaltninger er især relevante for "bundtede" tjenesteydelser eller "softed services"<sup>42</sup>, som porteføljeforvaltere modtager fra eller på vegne af børsrådgivningsvirksomheder<sup>43</sup>. Modtagelse og levering af "softed" og "bundtede" analyser kan kun fortsætte efter gennemførelsen af MiFID, hvis det kan begrundes på behørig vis og opfylder de strenge kriterier i lovgivningen. Dette sikrer, at der fastholdes ens konkurrencevilkår for de analyser, der udarbejdes af bankerne selv, og analyser, der udarbejdes af uafhængige finansieringsselskaber i henhold til de såkaldte provisionsdelingsordninger<sup>44</sup>.

### 4.3. Udstedernes relationer til analytikere

Kommissionen noterer sig, at høringen om forumgruppens rapport viste støtte til en eller anden form for kodeks for god praksis eller regler for virksomhedsledelse i forbindelse med **udstederes relationer til analytikere**.

MiFID og markedsmisbrugsdirektivet med deres strenge regler om konfliktstyring og oplysning og fremlæggelse af analyser vil forhindre udstedere i at få ubehørig redaktionel indflydelse på analyser, der udarbejdes af investeringsselskaber. De vil også forbyde udstedere at videregive kursrelevante oplysninger til analytikere, før de frigives til resten af markedet, undtagen hvor analytikerne gøres til insidere og dermed bliver omfattet af fortrolighedsforpligtelser.

---

<sup>41</sup> Artikel 26 i gennemførelsesdirektivet.

<sup>42</sup> "Bundtede tjenester" dækker de tjenester, investeringsselskaber yder deres kunder (f.eks. institutionelle investorer) som led i en samlet pakke af tjenesteydelser, som der betales ét vederlag for, normalt en provision. "Softed services" dækker de tjenester, der ydes kunden som led i en pakke, som der betales ét vederlag for, men som ikke ydes af det pågældende investeringsselskab, men af en anden part i henhold til en aftale med den pågældende.

<sup>43</sup> Dette gælder leverandører, der er godkendt i henhold til MiFID, og som yder individuel porteføljeforvaltning og også til UCITS-forvaltere i medfør af artikel 5, stk. 3, i UCITS-direktivet (Rådets direktiv 85/611/EØF af 20. december 1985 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter), EFT L 375 af 31.12.1985 s. 3.

<sup>44</sup> Jf. også betragtning 37 i gennemførelsesdirektivet, hvori det henstilles, at uafhængige analyseinstitutter indfører MiFID-lignende standarder for konfliktstyring og oplysning.

Kommissionen mener, at faglige organisationer eller brancheforeningers kodekser for god praksis kan bidrage til at fremme mere professionelle relationer mellem udstedere og analytikere<sup>45</sup>. Sådanne kodekser tager fat på problemer som udsteders sanktioner mod analytikere, der udarbejder negative eller "sælg-anbefalinger".

På baggrund heraf har Kommissionen ikke på nuværende tidspunkt til hensigt at fremsætte lovforslag på dette område.

#### **4.4. Investoruddannelse**

IOSCO's tekniske udvalg anførte, at investoruddannelse skulle spille en vigtig rolle for styringen af analytikernes interessekonflikter.

Kommissionen er enig i, at investorer skal være opmærksomme på de mulige interessekonflikter, der kan påvirke investeringsanalyser, og på betydningen af oplysning om konflikter. Vi mener, at det område er særligt velegnet til, at medlemsstater, brancheforeninger og naturligvis investeringselskaberne selv gør en indsats.

Kommissionen ønsker som led i sin sundheds- og forbrugebeskyttelsesstrategi at sikre bedre informerede og bedre uddannede forbrugere<sup>46</sup>. I den forbindelse har Kommissionen planer om en konference i foråret 2007 for at samle eksempler på god praksis inden for forbrugeruddannelse og forbedring af forbrugernes finansielle forståelse. Resultatet af denne konference vil give næring til yderligere overvejelser hos Kommissionen over, hvilken rolle den eventuelt fremover skal spille i forbindelse med finansiell uddannelse af forbrugere.

#### **4.5. Andet i forumgruppens anbefalinger og IOSCO-principperne**

Selv om forumgruppens anbefalinger eller IOSCO-principperne for analytikeres uafhængighed ikke specifikt er omhandlet i de nævnte lovgivningsforanstaltninger, vil de ikke desto mindre være nyttige, idet de kan være en hjælp for:

- investeringselskaber, når de skal udforme deres politikker vedrørende interessekonflikter i henhold til MiFID og teksten til de krævede oplysninger i henhold til markedsmisbrugsdirektivet

---

<sup>45</sup> Som eksempler på disse kodekser skal nævnes chartret for finansiell kommunikation (udfærdiget i fællesskab af Cercle de Liaison des Informateurs Financiers en France (CLIFF) og Société Française des Analystes Financiers (SFAF)), der kan ses på [http://www.cliff.asso.fr/en-GB/iso\\_album/charter.pdf](http://www.cliff.asso.fr/en-GB/iso_album/charter.pdf). Jf. også retningslinjer for god praksis udarbejdet af Association of Investment Management and Research and the National Investor Relations Institute på <http://www.cfainstitute.org/standards/ethics/aimniricomment.html>. Jf. endvidere principperne for etisk adfærd, Principles of Ethical Conduct for sammenslutningen af certificerede internationale analytikere, Association of Certified International Analysts på <http://tinyurl.com/lxsq2>.

<sup>46</sup> Jf. Fremme af sundhed, sikkerhed og tillid blandt borgerne: en strategi for sundhed og forbrugerbeskyttelse, KOM(2005) 115 endelig; 2005/0042 (COD), punkt 4.2.4.

- analytikere, udstedere og investeringsselskaber, når de skal udarbejde adfærdscodekser og andre selvregulerende foranstaltninger for at sikre passende styring og oplysning om interessekonflikter og andre faktorer, der påvirker analysernes kvalitet og integritet.

## 5. KONKLUSION

Samlet vil MiFID, markedsmisbrugsdirektivet og gennemførelsesforanstaltningerne være et betydeligt fremskridt i retning af at skabe EU-regler for at undgå, styre og oplyse om interessekonflikter inden for al investeringsservice og alle accessoriske tjenesteydelser, bl.a. investeringsanalyser. Alle disse foranstaltninger skal gennemføres af medlemsstaterne inden for vedtagne tidsrammer, hvis de virkelig skal være effektive. Hvor det er relevant, bør lovgiverne også overveje at udsende en vejledning for at sikre en ensartet og fornuftig anvendelse af lovgivningsforanstaltningerne.

På nuværende tidspunkt mener Kommissionen ikke, at det er nødvendigt at vedtage yderligere specifik lovgivning på området. Kommissionen vil dog fortsat nøje overvåge anvendelsen af disse foranstaltninger, herunder deres virkning på markedet for investeringsanalyser. Disse erfaringer vil være værdifulde, når lovgivningsforanstaltningerne skal revideres, så de til stadighed kan være hensigtsmæssige. I overensstemmelse med princippet om bedre lovgivning vil Kommissionen overveje at fremsætte yderligere forslag (til lovgivning eller andet), såfremt de eksisterende foranstaltninger skulle vise sig utilstrækkelige. Eventuelle forslag vil blive sendt til høring, og der vil blive foretaget konsekvensanalyse af lovgivningen.