

## **GRUNDNOTAT TIL FOLKETINGETS EUROPAUDVALG**

14. juni 2006

**Forslag til Kommissionens forordning til gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF vedrørende registreringskrav for værdipapirhandlere, indberetning af handler, markedsgennemsigtighed, værdipapirers optagelse til handel samt definition af begreber til brug for direktivet<sup>1</sup>**

og

**forslag til Kommissionens direktiv til gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF vedrørende organisatoriske krav til og bestemmelser om værdipapirhandleres vilkår for drift samt definition af begreber til brug for direktivet<sup>2</sup>**

Indholdsmæssige ændringer i forhold til grundnotat af 23. marts 2006 er angivet med fed. Notatet fremsendes også til Erhvervsudvalget.

### **Resumé**

I april 2004 vedtog Europa-Parlamentets og Rådet direktivet om markedet for finansielle instrumenter – MiFID. Direktivet er et rammedirektiv (et såkaldt niveau 1-direktiv i henhold til Lamfalussy-proceduren) og kræver derfor udfyldende direktiver fra Kommissionen, hvor de mere tekniske detailregler fastsættes.

**Dette grundnotat beskriver Kommissionens forslag til fastsættelse af disse regler dels i en forordning dels i et direktiv.** Forslagene indeholder krav til tekniske standarder for bl.a. driften af værdipapirhandlervirksomheder/investeringselskaber (fondsmæglerselskaber, pengeinstitutter, realkreditinstitutter og investeringsforvaltningsselskaber), indberetning af transaktioner, markedsgennemsigtighed og værdipapirers optagelse til handel på regulerede markeder. Forslagene er offentliggjort på Kommissionens hjemmeside<sup>3</sup>. Forslagene foreligger endnu ikke på dansk **i deres endelige form.**

---

<sup>1</sup> Draft COMMISSION REGULATION implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards record-keeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive

<sup>2</sup> Draft COMMISSION DIRECTIVE implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms, and defined terms for the purposes of that Directive

<sup>3</sup> [http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/isd/mifid2\\_en.htm](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/securities/isd/mifid2_en.htm)

## **1. Baggrund og indhold**

Forslagene er fremkommet efter en lang proces, hvor de først har været behandlet i EU landenes samarbejdskomite for værdipapirtilsyn (CESR), som er kommet med råd til Kommissionen. Kommissionen har herefter drøftet en række arbejdsdokumenter med Det europæiske Værdipapirudvalg (ESC). Kommissionen har på dette grundlag fremlagt sine officielle forslag til gennemførelsesdirektiv og -forordning.

**Forslagene har været drøftet i den europæiske værdipapirhandels komite (ESC), som skal afgive udtalelse til Kommissionen om forslagene, inden Kommissionen udsteder de nye regler. Forslagene skal godkendes endeligt af ESC på et møde den 26. – 27. juni 2006. Det er til brug for behandlingen i ESC, at forslagene igen forelægges Folketingets Europaudvalg.**

### **Direktivforslaget**

Direktivforslaget omfatter organisatoriske krav og operative betingelser til værdipapirhandlere. Direktivforslaget indfører nogle overordnede principper i stedet for en specifik detailregulering. Fordelen herved og ved brug af direktivformen er, at medlemslandenes tilsynsmyndigheder kan tage højde for virksomhedernes meget forskellige størrelse, når reglerne skal gennemføres i national lovgivning og håndhæves overfor virksomhederne.

Som noget nyt i forhold til gældende regler i dansk ret skal en værdipapirhandler udpege en medarbejder (compliance officer), der har ansvar for og skal forestå opgaver med selskabets overholdelse af regler.

Der er nye detaljerede regler om værdipapirhandleres outsourcing af aktiviteter og funktioner. Direktivforslaget præciserer, at ansvaret for enhver outsourcet funktion eller aktivitet fortsat beror hos ledelsen i virksomheden. Outsourcing må ikke påvirke det grundlag, på hvilket virksomheden har fået tilladelse fra tilsynsmyndigheden til at foretage investeringservice.

Endvidere er der krav til styring og oplysning omkring interessekonflikter for værdipapirhandlere. Direktivforslaget definerer, hvad der er en interessekonflikt. Der indføres et krav om, at den enkelte virksomhed skal vedtage en interessekonfliktspolitik, blandt andet med en liste over, hvad der kan udgøre en interessekonflikt. Værdipapirhandleren skal endvidere føre en fortegnelse over hvilke slags produkter, der kan medføre interessekonflikter.

Der indføres en pligt til at oplyse, at markedsføringsmateriale ikke opfylder kravene til investeringsanalyser.

Direktivforslaget fastsætter, hvilke former for betaling en værdipapirhandler **i overensstemmelse med god skik** må modtage eller betale for ydelsen af en investeringsservice, samt hvilke oplysninger der skal være tilgængelige for kunden herom.

Direktivforslaget indeholder en specifikation af, hvilke oplysninger værdipapirhandlere skal give til deres kunder, så kunderne kan træffe investeringsbeslutninger på et kvalificeret grundlag. Det reguleres i hvilket omfang oplysningerne skal gives samt på hvilken måde og inden for hvilke tidsrammer.

MiFID direktivet etablerer en pligt for virksomheder til henholdsvis at indhente og søge information fra deres kunder, således at selskabet kan vurdere, om den bestemte serviceydelse reflekterer kundens karakteristik og målsætning. I forslaget er det uddybet, hvilken information virksomheder skal indhente/søge fra deres kunder, og hvilken evaluering af denne information selskaberne skal foretage. Hvor meget og hvilken information, der skal indhentes/søges, afhænger af den type af service, som selskabet yder, hvilken type af finansielt instrument, der er involveret i ydelsen, samt hvorvidt der er tale om en detailkunde eller en professionel kunde. De største krav til informationsindhentningen gælder ved ydelse af investeringsrådgivning og porteføljepleje.

Ifølge MiFID direktivet skal kunderne regelmæssigt orienteres om selskabets service til kunderne. I forslaget uddybes det, hvorledes denne rapportering skal foregå, og hvad den skal indeholde. **På dansk foranledning er der nu indsat en bestemmelse, der i forhold til afregningsnotaen tager højde for de særlige forhold på realkreditområdet.**

I direktivforslaget præciseres det, hvad der skal til for at udføre ordrer indenfor eller udenfor et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet (MHF)<sup>4</sup>, på de for en kunde mest gunstige betingelser. **For detailkunder er hovedprincippet, at det for kunden bedste resultat skal afgøres ud fra en total bedømmelse af prisen på det finansielle instrument og omkostningerne ved handlen.** Værdipapirhandlerne forpligtes yderligere til årligt at gennemgå deres ordredødselspolitik.

Endelig fastsættes de forhold, som værdipapirhandleren skal opfylde for at kunne behandle kundernes ordre på en måde, der sikrer, at kundernes interesser bliver tilstrækkeligt beskyttet.

### **Forordningsforslaget**

I forordningsforslaget har Kommissionen medtaget de mere detaljerede og tekniske regler. Forslaget indeholder blandt andet regler om, hvilke

---

<sup>4</sup> En MHF er en handelsplatform. Den kan drives af enten en værdipapirhandler eller et reguleret marked. På MHF'en kan handles værdipapirer, som allerede er optaget til handel på et reguleret marked eller unoterede værdipapirer.

krav der stilles til de oplysninger, som virksomhederne skal opbevare. Endvidere er der regler vedrørende indberetning til og udveksling af oplysninger om transaktioner mellem de kompetente myndigheder med henblik på at overvåge markederne.

Forordningsudkastet fastsætter krav til, hvornår en værdipapirhandlers virksomhed (eller forretningsområde) betragtes som *organiseret, hyppig* og værende på et *systematisk grundlag*. Dette har betydning for, om forretningsområdet skal betegnes som ”systematisk internalisering”.

Ved systematisk internalisering handler værdipapirhandleren uden for et reguleret marked eller en MHF. Værdipapirhandleren er selv modpart i kundens transaktion. Hvis den handel, en værdipapirhandler udfører i en aktie, bliver anset for systematisk internalisering, vil værdipapirhandleren blive pålagt betydelige forpligtelser i og med, at han forpligtes til at offentliggøre bindende prisstillelser.

Forordningsforslaget indeholder regler om gennemsigtighed til regulerede markeder, til MHF’er og til værdipapirhandlere, herunder virksomheder, der systematisk internaliserer (et dansk eksempel kunne være bankernes strakshandelsordninger. Her tilbyder værdipapirhandlerne, at deres kunder kan gennemføre transaktioner straks med værdipapirhandleren som modpart frem for at lægge ordren ud på Københavns Fondsbørs).

Der er krav om førhandelsgennemsigtighed og om, hvornår de kompetente myndigheder har mulighed for at undtage transaktioner fra førhandelsgennemsigtighedskravene på baggrund af en bestemt type markedsmodel eller bestemt type af ordre.

Forordningsudkastet fastsætter kriterierne for, hvornår et marked for en aktie må betragtes for likvidt i relation til værdipapirhandlere, der systematisk internaliserer. Kun aktier, der i den forstand anses for likvide, omfattes af kravene til systematisk internalisering.

Forordningsudkastet fastsætter regler vedrørende værdipapirhandlers offentliggørelse af efterhandels-information, herunder tids- og beløbsgrænser for forsinket offentliggørelse af store handler samt, at offentliggørelse af handelsdata skal ske så tæt på realtid som muligt.

Forordningsudkastet fastsætter endelig bestemmelser vedrørende værdipapirers optagelse til handel. Kommissionen ønsker grundlæggende, at det skal være op til det enkelte regulerede marked at fastsætte regler, der passer bedst til det enkelte marked.

## **2. Europa-Parlamentets holdning**

**Europa-Parlamentet er kommet med forslag til ændring af gennemførelsesdirektivet og -forordningen<sup>5</sup>. Europa-Parlamentets forslag vil indgå i Kommissionens endelige stillingtagen til direktivet og forordningen.**

## **3. Nærhedsprincippet**

Kommissionen har valgt at fremsætte gennemførelsesretsakterne til MiFID-direktivet i dels et direktiv og dels en forordning. Forordningsformen er valgt, hvor der er tale om regler, der er meget tekniske og detaljerede. Her sikrer forordningsformen, at det er de samme tekniske regler, der gælder i alle medlemslande. Dette gælder så meget desto mere, hvor oplysninger skal udveksles mellem medlemsstaterne.

Direktivformen er valgt, hvor der er brug for fleksibilitet i gennemførelsen af reglerne. Dette er specielt på områderne indretning og organisation af investeringsselskaber, hvor de regulerede selskaber er størrelsesmæssigt, aktivitetsmæssigt og risikomæssigt meget forskellige.

Regeringen er enig med Kommissionen i, at et EU børsmarked forudsætter, at der i alle EU landene anvendes samme regler, herunder ens krav til værdipapirhandlers rådgivning af kunder, samme indberetningskrav samt stilles ens krav til overvågning af markedet. Regeringens vurdering er derfor, at forslagene er i overensstemmelse med nærhedsprincippet.

## **4. Gældende dansk ret**

Direktivets og forordningens område er reguleret i lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed med tilhørende bekendtgørelser.

## **5. Høring**

Forslaget er sendt i høring i EU-specialudvalget for den finansielle sektor.

Finanstilsynet har modtaget høringssvar fra Dansk Aktionærforening og Finansrådet/Børsmæglerforeningen.

**Dansk Aktionærforening mener, at de fleste af bestemmelserne i direktivforslaget (artikel 16-52) bør være i forordningsform.**

**Dansk Aktionærforening finder det afgørende, at såvel rapportering til de kompetente myndigheder som information til offentligheden skal ske så hurtigt som muligt og efter ensartede ikke-diskriminerende regler for alle. Forsinkelser af offentliggørelse, der kan blive til skade for de mindre aktionærer, bør ikke accepteres.**

---

<sup>5</sup> Europa-Parlamentets "Motion for a Resolution" af 1. juni 2006. Dok. Nr. B6-0000/2006. Dokumentet findes endnu ikke på dansk.

Dansk Aktionærforening finder i almindelighed, at systematisk internalisering er en autoriseret omgåelse af det marked for værdipapirer, hvor alle deltagere i princippet har lige vilkår. Dansk Aktionærforening er derfor modstander af internalisering, og de foreslåede regler må ses som et absolut minimum af beskyttelse for markedet og de mindre investorer.

Finansrådet og Børsmæglerforeningen finder, at direktivforslaget i en række situationer vil kunne hindre virksomheder i at handle instrumenter, når de producerer analyser. Der er tale om situationer, der efter Markedsmisbrugsdirektivet ellers er tilladt, såfremt interessekonflikten blot oplyses.

Finansrådet og Børsmæglerforeningen er fremkommet med en række tekniske bemærkninger til forslagene. Disse bemærkninger er rejst over for Kommissionen. De to organisationer har generelt tilsluttet sig forslagene.

Øvrige medlemmer af specialudvalget har ikke haft bemærkninger til forslagene.

#### **6. Andre landes holdninger**

Generelt er der bred opbakning til de fremsatte forslag.

Specielt vedrørende reglerne om systematisk internalisering for værdipapirhandlere har landene været splittede. Forslaget er derfor udtryk for et kompromis på dette område.

#### **7. Dansk holdning**

Danmark støtter generelt forslagene. Danmark er ved at gennemføre MiFID's regler, der sikrer den grad af harmonisering, der er nødvendig for at give investorer en udstrakt beskyttelse og gøre det muligt for værdipapirhandlere at levere tjenesteydelser i hele Fællesskabet, der er et indre marked, baseret på hjemlandstilsyn.

Uanset at Kommissionens forslag på visse områder går videre i deres krav til virksomhederne, end der er kutyme for i dansk ret, er det dog indtrykket, at regelsættet er udtryk for et fornuftigt europæisk kompromis.

#### **8. Lovgivningsmæssige og statsfinansielle konsekvenser**

Det er hensigten, at direktivforslaget så vidt muligt gennemføres i bekendtgørelsesform med hjemmel i lov om finansiel virksomhed og lov om værdipapirhandel. Forordningen skal ikke gennemføres i dansk ret, da den er umiddelbart gældende både for myndigheder, virksomheder og borgere, men det kan ikke udelukkes, at der bliver behov for enkelte konsekvensrettelser i lovgivningen.

Gennemførelsen af forslaget forventes at medføre følgende ændringer af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed:

- Betingelser for meddelelse af tilladelse til samt vilkår for drift for værdipapirhandlere og af regulerede markeder og multilaterale handelsfaciliteter.
- Regler om optagelse til notering og handel på værdipapirmarkeder.
- Regler om indberetning af transaktioner med værdipapirer og offentliggørelse af handelsdata.
- Regler om investeringsrådgivere.

Endvidere forventes forslaget at medføre ændringer i bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder og bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik.

MiFID fastsætter en række indberetningskrav i forbindelse med omsætning af værdipapirer. Disse indberetninger skal være tilgængelige i alle EU-landene.

Omkostningerne – særligt til udvikling af Finanstilsynets IT-system til indberetning og analyse af handler - forventes at ville ligge i intervallet 1 - 25 mio. kr. i engangsudgift til etablering af IT-systemer. Den betydelige usikkerhed skyldes, at drøftelserne om strukturen for opbygningen af et nyt IT-system ikke er afklaret. Hvis Finanstilsynets nuværende IT-system kan danne grundlag for det EU-dækkende system, vil etableringsomkostningerne være forholdsvis beskedne. Omkostningerne vil først og fremmest vedrøre tilpasning af systemet til det EU-dækkende system.

## **9. Samfundsøkonomiske konsekvenser**

Forslaget har til formål at øge konkurrencen ved grænseoverskridende værdipapirhandel og samtidig sikre en ensartet grad af forbrugerbeskyttelse på tværs af landegrænserne i EU. Det skal ske ved at skabe ens regler for handel med værdipapirer i EU-landene og dermed på længere sigt skabe et stort fælles europæisk marked. Et sådant marked vil kunne mindske finansieringsudgifterne for erhvervslivet og samtidig øge investorernes afkast.

## **10. Administrative konsekvenser for erhvervslivet**

**Gennemførelsen af direktivet og forordningen vil medføre øgede administrative byrder for værdipapirhandlere og markeder. Den foreløbige vurdering er, at gennemførelsen af MIFID-rammedirektivet (niveau 1-direktivet) samt Kommissionens direktiv- og forordningsforslag vil ligge over 10.000 timer.**

## **11. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg**

**Der er fremsendt grundnotat til Folketingets Europaudvalg og Erhvervsudvalg den 27 marts 2006 – ERU alm. del – Bilag 314. MiFID direktivet (rammedirektivet) blev forelagt for Folketingets Europaudvalg i**

forbindelse med ECOFIN-mødet den 7. oktober 2003 Der blev fremsendt notat til Folketingets Europaudvalg den 30. september 2003, bilag 1350.