

GRUNDNOTAT TIL FOLKETINGETS EUROPAUDVALG

30. marts 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 direktivet¹

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 direktivet²

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.

Kommissionens direktiv- og forordningsforslag er såkaldte niveau 2-gennemførelsesregler. 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 hjemmeside³. Forslagene foreligger endnu ikke på dansk.

¹ 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

² 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

³ 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.

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 interessekonflikts politik, 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 skelnes mellem markedsføringsmateriale og investeringsanalyser, og der indføres en pligt til at oplyse, at markedsføringsmateriale ikke opfylder kravene til investeringsanalyser.

Direktivforslaget fastsætter, hvilke former for betaling en værdipapirhandler må modtage eller betale for ydelsen af en investeringservice samt, 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 ydelsen af en bestemt service reflekterer kundens karakteristika og målsætning. I forslaget til gennemførelsesdirektiv 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 til gennemførelsesdirektiv uddybes det, hvorledes denne rapportering skal foregå, og hvad den skal indeholde i forhold til porteføljepleje.

I direktivforslaget præciseres det, hvad der skal til for at udføre ordrer indenfor eller udenfor et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet (MHF)⁴, på de for en kunde mest gunstige betingelser. Hovedprincippet er, at det for kunden bedste resultat skal afgøres ud fra en total bedømmelse af prisen på det finansielle instrument og omkostningerne ved handlen. Det er kun handelsomkostninger, der skal tillægges betydning. Værdipapirhandlerne forpligtes yderligere til årligt at gennemgå deres ordreførelsespolitik.

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 krav der stilles til de oplysninger, som virksomhederne skal opbevare. Endvidere er der regler vedrørende indberetning til og udveksling af op-

⁴ 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.

lysninger 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 (et dansk eksempel kunne være bankernes strakshandelsordninger). 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. 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 har endnu ikke udtalt sig om forslagene.

3. Nærhedsprincippet

Kommissionen har valgt at gennemføre MiFID 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 investeringselskaber, hvor de regulerede selskaber er størrelsesmæssigt, aktivitetsmæssigt og risikomæssigt meget forskellige.

Regeringen er enig med Kommissionen i, at et integreret værdipapirmarked i EU 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.

Dansk Aktionærforening finder, 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 interna-

lisering, 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 finder, at betragtning 12 i forordningsforslaget om, at muligheden for at undtage fra forpligtelsen til at offentliggøre de aktuelle købs- og salgskurser m.v. ikke gælder for værdipapirhandlere, der systematisk internaliserer, er i strid med betragtning 49 i MiFID. Værdipapirhandlere, der systematisk internaliserer, diskrimineres af betragtning 12.

Finansrådet og Børsmæglerforeningen finder, at artikel 3, stk. 2, i forordningsforslaget om definitionen af en VWAP (gennemsnitskurs-handel) bør ændres således, at en VWAP kun kan være en handel, der er genstand for andet, end den aktuelle markedskurs.

Finansrådet og Børsmæglerforeningen finder, at det bør præciseres, at værdipapirhandlere, der systematisk internaliserer, kan bruge det samme personale både til systematisk internalisering og til andre forretningsområder.

Finansrådet og Børsmæglerforeningen finder, at artikel 23 i forordningsforslaget helt bør udgå, da dens nytteværdi ikke står mål med de omkostninger, den påfører værdipapirhandlere, der systematisk internaliserer.

Finansrådet og Børsmæglerforeningen finder, at artikel 27 i forordningsforslaget åbner for konkurrencemæssige ulemper for værdipapirhandlere, der er hjemmørende i medlemsstater, der ikke giver tilladelse til de maksimale tids- og prisgrænser i tabel 4 i appendiks II.

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. Foreløbig 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. 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.

Samlet forventes de ovennævnte nye opgaver som følge af MiFID gennemførelse at ville medføre et øget ressourceforbrug for Finanstilsynet, der skal påse overholdelsen af de nye regler.

Da Finanstilsynets virksomhed er finansieret af virksomhederne under tilsyn, vil finansieringen ske via en forøgelse af den årlige afgift, som finansielle virksomheder betaler til tilsynet.

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. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg

Gennemførelsesforslagene har ikke tidligere været forelagt Folketingets Europaudvalg.

Grundnotat om MiFID direktivet (rammedirektivet) blev oversendt til Folketingets Erhvervsudvalg den 5. februar 2003, bilagsnummer 570. I forbindelse med ECOFIN-mødet den 7. oktober 2003 blev der oversendt et supplerende notat til Folketingets Erhvervsudvalg den 30. september 2003, bilag 1350.