



REALKREDITRÅDET

Pr. mail

Finanstilsynet
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

18. august 2006
H 551 – rka/mhj

Att: Charlotte S. Brøndsted

Høring over forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v., lov om finansiel virksomhed, lov om aktieselskaber og årsregnskabsloven

Realkreditrådet har med Finanstilsynets mail af 30. juni 2006 modtaget forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v., lov om finansiel virksomhed, lov om aktieselskaber og årsregnskabsloven i høring med frist den 18. august 2006.

I den anledning skal Realkreditrådet hermed fremkomme med sine bemærkninger til lovforslaget. Bemærkningerne anføres i kronologisk rækkefølge. Korrekturbemærkninger fremgår af det vedlagte bilag.

Almindelige bemærkninger - punkt 4.1.2.4 - Gennemsigthed

Realkreditrådet har med tilfredshed konstateret, at det af lovforslagets almindelige bemærkninger vedrørende reglerne om gennemsigthed for andre værdipapirer end aktier fremgår, at *"Reglerne for andre værdipapirer end aktier vil blive fastsat med udgangspunkt i behovet for information vedrørende de enkelte papirer"*.

Det er Realkreditrådets opfattelse, at der i dag i Danmark gennem den nuværende regulering er et meget højt gennemsigthedsniveau set i forhold til andre landes gennemsigthedskrav til tilsvarende værdipapirer. Realkreditrådet lægger derfor vægt på, at arbejdet med at fastsætte nye regler på området tager udgangspunkt i de efterhandels-informationer, der i dag gives markedet for realkreditobligationer, og at markedsdeltagerne involveres i dette arbejde.

Det er endvidere Realkreditrådets opfattelse, at ovennævnte tilkendegivelse om, at de kommende regler vil blive fastsat med udgangspunkt i behovet for information vedrørende de enkelte papirer, ligeledes bør fremgå af de specifikke bemærkninger til de tre hjemmelsbestemmelser i henholdsvis § 18 b, stk. 4, § 33 b, stk. 3 og § 42, stk. 3.

Almindelige bemærkninger – punkt 6.2. – Gennemsigthedsdirektivet

Finanstilsynet har i forbindelse med præhøringen tilkendegivet, at man er enig med Realkreditrådet i, at kravet om periodemeddelelser ikke omfatter obligationsudstedere. Dette afspejler sig også i lovforslaget. Det er derfor Realkreditrådets opfattelse, at det i 4. afsnit i pkt. 6.2. i de almindelige bemærkninger bør præciseres, at kravet om periodemeddelelser ikke omfatter obligationsudstedere.

§ 1, nr. 4 / § 2 – Fastlæggelse af værdipapirbegrebet

Realkreditrådet skal henlede opmærksomheden på, at således som bemærkningerne til den foreslåede bestemmelse er udformet, vil omsættelige pantebreve med pant i fast ejendom eller løsøre (jf. nr. 11) kunne optages til handel på et reguleret marked og være omfattet af prospektpligten. Der henvises i øvrigt til Realkreditrådets bemærkninger til § 21, stk. 5.

Det fremgår endvidere af bemærkningerne til § 2, stk. 1, nr. 1, at Finanstilsynets hidtidige praksis, hvorefter anparter i anpartsselskaber og kommanditselskaber kan være omfattet af værdipapirbegrebet, hvis udstedelsen af instrumenterne primært har et finansielt sigte m.m., videreføres. En konsekvens af, at et værdipapir er omfattet af værdipapirbegrebet, er som nævnt ovenfor fx, at der kan være krav om prospekt ved udbud til offentligheden.

Af bemærkningerne til den gældende § 2 i lov om værdipapirhandel fremgår det, at anparter i anpartsselskaber ikke betragtes som værende aktielignende værdipapirer omfattet af § 2 i loven, idet disse instrumenter typisk ikke har et finansielt sigte eller er knyttet til kapitalmarkedet i bred forstand. Der henvises i den forbindelse til en kendelse af 21. juni 1993 truffet af Erhvervsministeriets Erhvervsankenævn.

I vejledning nr. 9320 af 7. juni 2005 til bekendtgørelse nr. 307 af 28. april 2005 om prospekter ved første offentlige udbud mellem 100.000 euro og 2.500.000 euro af visse værdipapirer gives denne afgørelse og praksis.

Realkreditrådet er ikke bekendt med, at Finanstilsynet skulle have ændret praksis med hensyn til anparter siden udstedelsen af vejledningen, hvorfor Realkreditrådet stiller sig uforstående over for, at denne type instrumenter omfattes af værdipapirbegrebet i den foreslåede § 2, da det bl.a. kan indebære prospektpligt ved udbud af sådanne instrumenter.

§ 1, nr. 30 / § 16 – Drift af et reguleret marked.

Det fremgår af 3. afsnit i bemærkningerne til § 16, stk. 1, at udtrykket "system" også omfatter markeder, der udelukkende består i kraft af et regelsæt, og at der således ikke nødvendigvis skal foreligge et teknisk system til matching af ordrer. Interesser i køb og salg skal opfattes bredt og omfatter ordrer, prisstillelse og interessemarkeringer.

Således som bemærkningerne er formuleret, vil bestemmelsen ramme meget bredt. Det fremgår imidlertid af bestemmelsen, at værdipapirerne skal være optaget til handel på markedet efter markedets regler. Realkreditrådet finder, at denne betingelse bør fremgå af den pågældende passus i bemærkningerne.

§ 1, nr. 33 / § 21, stk. 3 – Optagelse af et værdipapir til handel uden udstederens samtykke

Den foreslåede § 21, stk. 3, giver mulighed for, at en operatør af et reguleret marked kan optage et værdipapir til handel på det regulerede marked *uden* udsteders samtykke, hvis værdipapiret er optaget til handel på et andet reguleret marked *med* udsteders samtykke.

Af bemærkningerne til stk. 3, fremgår det, at det er en grundlæggende betingelse, at værdipapiret i forvejen er optaget til handel på et andet reguleret marked med udsteders samtykke.

ke, idet det derved sikres, at udstederen er forpligtet til at overholde oplysningsforpligtelser m.v. i forhold til dette marked (det "primære marked").

Bestemmelsen implementerer artikel 40(5) i MIFID. Som anført i bemærkningerne, fremgår det af artikel 40(5), at udstedere ikke er forpligtet til at give oplysninger til et reguleret marked, der har optaget udstederens værdipapirer til handel uden udstederens samtykke.

Dette afspejles i den foreslåede bestemmelses stk. 4, hvorefter oplysningsforpligtelsen påhviler den, der har anmodet om værdipapirets optagelse til handel.

Det fremgår endvidere af artikel 19, stk. 1 og 21, stk. 1 i Transparensdirektivet, at en person, der anmoder om optagelse af et værdipapir til handel uden udsteders samtykke, er forpligtet til at offentliggøre regulerede oplysninger.

Det er derfor Realkreditrådets opfattelse, at der uomtvisteligt består en selvstændig oplysningsforpligtelse for den, der uden udsteders samtykke anmoder om optagelse af et værdipapir til handel, og at denne forpligtelse ikke – som det muligt kan læses ud af bemærkningerne til stk. 3 – alene kan baseres på udstederens oplysningsforpligtelse over for det "primære marked".

I gældende regulering består der i dag en mulighed for, at regulerede markeder kan afslå en anmodning om optagelse af et værdipapir til handel, hvis det skønnes, at optagelse til handel vil være i strid med investorernes interesser.

I henhold til det foreslåede stk. 1, skal de regulerede markeder selv fastsætte regler for optagelse af værdipapirer til handel. Det fremgår af bemærkningerne til bestemmelsen, at et reguleret marked således selv fastsætter regler, hvorefter værdipapirer kan optages til handel på det regulerede marked. Det fremgår videre, at reglerne skal opfylde betingelserne i stk. 1, hvilket bl.a. indebærer, at værdipapirerne handles på en redelig, velordnet og effektiv måde.

Det er selvsagt af væsentlig interesse for investorerne, at oplysningsforpligtelserne også opfyldes i de tilfælde, hvor værdipapiret er optaget til handel uden udsteders samtykke. Det er derfor Realkreditrådets opfattelse, at markedsoperatøren, for at opfylde kravene i forslagets stk. 1, bør foretage en vurdering af, om det vil være muligt for den pågældende at opfylde oplysningsforpligtelserne, og hvis dette ikke er tilfældet afvise at optage værdipapiret til handel.

Realkreditrådet finder, at ovennævnte betragtninger bør fremgå af bemærkningerne til den pågældende bestemmelse.

Realkreditrådet har i øvrigt med tilfredshed konstateret, at det af bemærkningerne fremgår, at operatøren senest samtidigt med, at værdipapiret optages til handel efter stk. 3, meddeler dette til udstederen.

§ 1, nr. 33 og § 1, nr. 4 / § 21, stk. 5 og § 2, stk. 1 nr. 11 – Værdipapirer til optagelse til handel på et reguleret marked.

I henhold til forslaget § 21, stk. 5, og bemærkningerne hertil kræver det Finanstilsynet godkendelse at optage andre værdipapirer til handel end de, der er nævnt i forslaget § 2, stk. 1.

Realkreditrådet skal henlede opmærksomheden på, at forslaget § 2, stk. 1 omfatter omsættelige pantebreve med pant i fast ejendom og løsøre, (jf. nr. 11). Realkreditrådet antager, at henvisningen skal være ”§ 2, stk. 1, nr. 1) – 10)”, hvilket svarer til den gældende § 21 i lov om værdipapirhandel m.v.

§ 1, nr. 33 / § 22 – Officiel notering af visse værdipapirer

Som Realkreditrådet tidligere har givet udtryk for, lægger Rådet vægt på, at noteringsregimet opretholdes efter implementeringen af MIFID. Det er på nuværende tidspunkt ikke muligt at vurdere, hvilke konsekvenser en ophævelse af noteringsregimet ville kunne have for det danske værdipapirmarked generelt og specifikt for realkreditsektoren i form af ringere likviditet som følge af mindre efterspørgsel på danske realkreditobligationer i udlandet.

Realkreditrådet har derfor med tilfredshed konstateret, at noteringsregimet i Danmark opretholdes. Derved adskiller Danmark sig ikke fra de omkringliggende lande, herunder Tyskland og England samt de nordiske lande, der efter det af Finanstilsynet oplyste, har besluttet at bevare noteringsregimet efter implementeringen af MIFID.

Realkreditrådet lægger endvidere vægt på, at optagelse til handel og optagelse til notering kan samordnes i én smidig proces – eventuelt gennem delegation af Finanstilsynets kompetence til de regulerede markeder, således at de administrative byrder for værdipapirhandlere ved både at skulle anmode om optagelse til handel og til notering mindskes.

Finanstilsynet har i forbindelse med præhøringen af lovforslaget tilkendegivet, at § 19 i lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v. vil blive ændret, således at kravet om notering ændres til, at realkreditobligationer skal være optaget til handel på et reguleret marked. Dermed bliver noteringen en mulighed men ikke et krav, og der skabes den nødvendige sammenhæng mellem lovforslaget i øvrigt og § 19 i lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v.

Ændringen i § 19 i lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v. er ikke medtaget i lovforslaget. På baggrund af Finanstilsynets tidligere tilkendegivelse, går Realkreditrådet ud fra, at ændringen vil blive indarbejdet i lovforslaget, inden dette fremsættes.

§ 1, nr. 53 / § 27 a – Offentliggørelse, registrering og opbevaring af oplysninger

Det fremgår af den foreslåede § 27 a, stk. 1, at oplysningerne hurtigt skal være tilgængelige for offentligheden i hele Den Europæiske Union og lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

Det er af afgørende betydning, at reglerne vedrørende offentliggørelse af oplysninger præciseres på en sådan måde, at der ikke foreligger tvivl om, hvornår en udsteder har opfyldt sin oplysningsforpligtelse.

Realkreditrådet har derfor med tilfredshed konstateret, at det i bemærkningerne til bestemmelsen er anført, at offentliggørelsesforpligtelsen vil blive præciseret nærmere i forbindelse med udstedelse af en bekendtgørelse med hjemmel i § 30, stk. 1, og at oplysningsforpligtelsen vil blive yderligere præciseret i en vejledning efter drøftelse med de relevante parter, hvis der er behov herfor.

Realkreditrådet er dog af den opfattelse, at oplysningsforpligtelsen allerede på nuværende tidspunkt bør forsøges præciseret i bemærkningerne til bestemmelsen, idet der ikke vurderes at være fortolkningsbidrag af større betydning i de foreliggende niveau 2 regler, som indeholder minimumsregler for offentliggørelse af oplysninger.

Offentliggørelsesforpligtelsen vil kunne præciseres ved, at det i bemærkningerne anføres, at en udsteder kan have opfyldt sin oplysningsforpligtelse, uanset oplysningerne ikke bliver tilgængelige i hele Fællesskabet. En lang række oplysninger fra udstedere vil næppe nå ud til offentligheden i hele Fællesskabet, idet der ikke vil være efterspørgsel efter oplysningerne. Den manglende efterspørgsel vil eksempelvis skyldes selskabets størrelse eller den kendsgerning, at oplysningerne kun vil blive offentliggjort på et sprog, der accepteres af hjemlandets kompetente myndighed samt på et sprog, der accepteres af den kompetente myndighed i det eller de pågældende værtslande, hvis værdipapiret er optaget til handel i både hjemlandet og i et eller flere værtslande.

Ønsket om denne præcisering skal ses i lyset af den væsentlige forøgelse af administrative byrder for udstedere m.v. bestemmelsen indebærer - set i forhold til gældende lovgivning.

Med hensyn til de foreslåede stk. 2 og stk. 3 skal Realkreditrådet bemærke, at det er væsentligt, at der arbejdes hen mod en varig løsning, hvor udstedere af værdipapirer kan opfylde både registrerings- og opbevaringsforpligtelsen ved en og samme handling.

Realkreditrådet skal i øvrigt henlede opmærksomheden på, at det af 3. afsnit i bemærkningerne fremgår, at ledende medarbejders transaktioner efter lovens § 28 a er regulerede oplysninger og derfor skal offentliggøres i henhold til Transparensdirektivet.

Dette er imidlertid ikke korrekt. Oplysninger omfattet af § 28 a er ikke omfattet af definitionen af regulerede oplysninger i artikel 2, stk. 1 litra k) i Transparensdirektivet.

Det anføres da også senere i samme afsnit, at oplysninger omfattet af § 28 a ikke skal offentliggøres efter § 27 a, stk. 1, hvorfor bemærkningerne til den foreslåede bestemmelse indeholder modstridende oplysninger.

§ 1, nr. 62 / § 30 – Udsteders oplysningsforpligtelse

I sidste afsnit i bemærkningerne til § 30, fremgår det, at Finanstilsynet i henhold til artikel 23, stk. 1, i Transparensdirektivet kan undtage en udsteder fra et tredjeland fra kravet om at offentliggøre oplysninger i henhold til direktivet, hvis det pågældende tredjelands (regn-

skabs)lovgivning indeholder krav svarende til danske krav, eller udsteder opfylder kravene i (regnskabs)lovgivningen i et tredjeland m.m.

Der er imidlertid ikke i overensstemmelse med artikel 23, stk. 1, i Transparensdirektivet specifikt at henvise til regnskabslovgivning. Artikel 23, stk. 1 omhandler lovgivning generelt, idet der kan blive tale om at vurdere andre forpligtelser, der ikke vedrører regnskabsudarbejdelse m.m., fx forpligtelsen til at meddele erhvervelser af større besiddelser af aktier med tilhørende stemmerettigheder

§ 1, nr. 65 / § 33 – Indberetning af transaktioner

Forslagets stk. 5 indeholder en hjemmel for Finanstilsynet til at fastsætte nærmere regler om indberetningspligten. Det fremgår af bemærkningerne til stk. 5, at disse vil blive uddybet, når niveau 2 forordningen foreligger. Den foreliggende niveau 2 forordning indeholder en option for medlemslandene til at kræve kunde-id i indberetningerne. Bemærkningerne angiver ikke i deres foreliggende form, hvorvidt Danmark vil gøre brug af denne option. Finanstilsynet har i forbindelse med præhøringen af lovforslaget tilkendegivet, at beslutningen herom vil bygge på en cost- benefit analyse, og Realkreditrådet har ydermere med tilfredshed noteret sig, at Tilsynet gentagne gange har tilkendegivet, at man er enig i, at krav om kunde-id ikke vil have relevans for realkreditinstitutternes handler med værdipapirer i forbindelse med kunders realkreditforretninger.

§ 1, nr. 66 / § 34, stk. 1, nr. 1 og § 35, stk. 2, nr. 1 – Intern viden

Lovforslaget indeholder ikke bemærkninger til § 1, nr. 66.

§ 1, nr. 68 / § 34, stk. 2 – Ændring af definitionen af intern viden

Som følge af den foreslåede ændring af § 34, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., kan der i fremtiden opstå usikkerhed om, hvornår offentliggørelse af en oplysning er sket, og hvornår oplysningen dermed ikke længere har karakter af intern viden.

Realkreditrådet er bekendt med, at ændringen skyldes nye direktivregler for offentliggørelse af oplysninger.

Da vurderingen af, hvornår en oplysning må anses for offentliggjort, har betydning i relation til både forbudet mod insiderhandel og forbudet mod videregivelse af intern viden, er det Realkreditrådets opfattelse, at der er behov for en uddybning af bemærkningerne til den pågældende bestemmelse, herunder opstilling af yderligere formodningsregler for, hvornår en oplysning må anses for offentliggjort.

Specifikt savner Realkreditrådet en nærmere definition af, hvad der forstås ved "et eller flere massemedier med generel udbredelse". Det er fx ikke uden betydning, om en udsteder/investor ved denne vurdering skal lægge vægt på typen af mediet eller det pågældende medies udbredelse i form af fx oplagstal eller lignende.

Det vil samtidigt være relevant med en afgrænsning af, hvad der forstås ved "markedet". Er der således krav om, at der skal være sket en generel og relevant videreformidling af oplys-

ningen på det marked, hvor det pågældende værdipapir er optaget til notering eller handel, eller skal bestemmelsen forstås således, at en oplysning vedbliver med at være intern viden, indtil værdipapirmarkedene i resten af Fællesskabet vurderes at være bekendt med oplysningen.

Ovennævnte bemærkninger skal ses i lyset af, at det er af afgørende betydning for det danske værdipapirmarked, at både udstedere og investorer har sikkerhed for, hvornår det er muligt at handle værdipapirer/videregive oplysninger uden at overtræde lovens bestemmelser herom.

§ 2, nr. 24 / § 72 – Organisatoriske krav

Realkreditrådet har med tilfredshed konstateret, at det af bemærkningerne til bestemmelsen er anført, at kravene kun vedrører værdipapirhandleraktiviteter og ikke udstrækkes til at omfatte hele virksomheden.

Realkreditrådet står naturligvis til rådighed, såfremt der er behov for uddybning af de fremførte bemærkninger.

Med venlig hilsen

Merete Hjetting

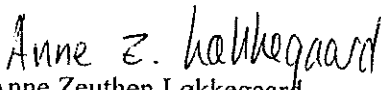
Finanstilsynet
Gl. Kongevej 74a
1850 Frederiksberg C

København den 18. august 2006

Høringsvar vedrørende lovforslaget til implementering af MiFID- og gennemsigtighedsdirektivet

Som lovet pr. mail af den 18. august 2006 fremsendes hermed et underskrevet eksemplar af Københavns Fondsbørs A/S' høringssvar vedrørende lovforslaget til implementering af MiFID- og gennemsigtighedsdirektivet.

Med venlig hilsen


Anne Zeuthen Løkkegaard
Legal Counsel
Københavns Fondsbørs A/S



Høring vedrørende udkast til lovforslag, der implementer MiFID- og Transparensdirektiverne

Københavns Fondsbørs A/S har modtaget lovforslaget til implementering af MiFID- og Transparensdirektiverne i høring.

Generelle betragtninger

Helt overordnet har Fondsbørsen et ønske om, at man i Danmark – som i flere af de andre nordiske lande, foretager implementering af sådan kompleks lovgivning via nedsættelsen af et implementeringsudvalg – eksempelvis med en offentlig udreder i spidsen, som man har gjort det i visse af de andre nordiske lande. Implementeringen af MiFID og gennemsigtighedsdirektivet vil have væsentlige konsekvenser for aktører og deltagere i det finansielle marked. Nedsættelse af et udvalg eller en kommission havde i højere grad kunnet sikre en samlet overordnet behandling af relevante emner og have givet en kontinuitet i arbejdet med forberedelsen af lovgivningen. Det er Fondsbørsens opfattelse, at det i processen frem mod lovforslagets fremsendelse i høring har været vanskeligt at få overblik over indhold og konsekvenser. Dette afspejles også til dels i, at der i udkastet til lovforslag med bemærkninger hertil, efter Fondsbørsens mening, ikke i tilstrækkelig grad er redegjort for konsekvenserne for værdipapirmarkedet og dets aktører, jf. også de nedennævnte kommentarer.

Fondsbørsen har ved flere lejligheder og gennem længere tid argumenteret for, at EU-direktiverne i videst muligt omfang implementeres på en ensartet måde i de nordiske lande. Det kan imidlertid konstateres, at processerne i de enkelte nordiske lande har været ganske forskellige, og at dette så vidt Københavns Fondsbørs kan konstatere, også har ført til en forskellig indholdsmæssig implementering på visse områder. Dette forekommer ikke hensigtsmæssigt. En harmonisering af regelgrundlaget er en væsentlig forudsætning for at det nordiske kapitalmarked kan udvikles og være konkurrencedygtigt på det europæiske marked.

Vi anser det derfor især for vigtigt, at der skabes en ensartet regulering vedrørende forhold som har betydning for operatørers og markedsdeltageres grundlæggende aktiviteter. Det drejer sig især om:

- multilaterale handelsfaciliteter,
- gennemsigtighedsregler for andre værdipapirer end aktier,
- forsinket offentliggørelse af større aktietransaktioner foretaget udenfor et reguleret marked, (Det er fondsbørsens holdning, at en sådan regulering skal følge de niveauer for forsinkelse, der anvendes af et reguleret marked eller en MHF – og dermed ikke den mindstetabel, der findes i Forordningen)
- udformningen af krav vedrørende indberetning og indberetningssystemer,
- en fælles afskaffelse af begrebet ”noteret” (official listing), eftersom dette begreb ikke længere tilfører nogen særlig værdi.

Efter at have gennemgået lovforslaget skal vi her kort opsummere vores væsentligste bemærkninger til selve det indholdsmæssige i forslaget. Disse synspunkter vil blive uddybet på de efterfølgende sider. Bagerst i høringssvaret er kort opridset en række øvrige konkrete og mere tekniske punkter.

Opsummering af de væsentligste kommentarer til lovudkastet (vilkårlig rækkefølge):

- A. Sikring af ens vilkår for alle operatører af regulerede markeder – herunder at der fastsættes realistiske og faste kapitalkrav.
- B. Forringet grundlag for markedsovervågning
- C. Tydeliggørelse af forholdet mellem offentligretlige regler og selvregulering

- D. Risiko for forringet gennemsigtighed ved forskellige niveauer for adgang til at forsinke offentliggørelse af handler afhængigt af, om handlen gennemføres på eller udenfor det regulerede marked.
- E. Efterhandelsinformation for andre værdipapirer end aktier
- F. Afskaffelse af begrebet "officiel notering"
- G. Fragmenteret offentliggørelse af oplysninger fra udstedere til skade for investorerne – herunder behov for retningslinjer for, hvornår en oplysning anses for offentliggjort
- H. Forhold vedrørende indberetning og offentliggørelse af priser
- I. Behov for afklaring af, hvornår en handel gennemføres på eller udenfor det regulerede marked
- J. Behov for markedsmisbrugsregler for multilaterale handelsfaciliteter

Indførelse af begrebet reguleret marked som markedspladstype samt organisatoriske krav til sådanne

Med lovforslaget ønsker man at ophæve markedspladstyperne "fondsbørser" og "autoriserede markedspladser" og samtidig indføre markedspladstypen "reguleret marked", som en fælles afløser for disse to typer. Dermed vil eksisterende fondsbørser og autoriserede markedspladser fra lovforslagets ikrafttræden blive betragtet som regulerede markeder. Fondsbørsen finder, at det er en politisk afgørelse, at gøre autoriserede markedspladser, der i dag er underlagt en lempeligere regulering end fondsbørser, til regulerede markeder på lige fod med fondsbørser. Fondsbørsen har derfor ingen bemærkninger hertil, men ønsker dog at understrege vigtigheden af, at der på alle niveauer sikres ens konkurrencevilkår. Dermed menes, at der ikke alene udstedes ens regler, men at disse regler også påses og håndhæves ens overfor alle regulerede markedspladser uanset type og størrelse.

Kapitalkrav for regulerede markeder

Kapitalkravet for fondsbørser er i dag på kr. 40 mio. men foreslås nedsat til kr. 8 mio. for regulerede markedspladser på lige fod med det krav, der i dag gælder for autoriserede markedspladser. Det forekommer, efter Fondsbørsens vurdering, modstridende, at man samtidig med at kravene til regulerede markeder med MiFID generelt skærpes, vælger at foreslå betydeligt lempeligere nationale regler vedrørende kapitalkrav end de, der hidtil har været gældende for fondsbørser. Fondsbørsen lægger imidlertid til grund, at et krav på kr. 8 mio., efter myndighedernes vurdering, er realistisk og fastsat ud fra de i dag kendte risici for de eksisterende markedspladser samt ud fra en vurdering af, at det nuværende niveau på kr. 40 mio. for fondsbørser har været unødvendigt højt.

Fondsbørsen har naturligvis noteret sig, at der i § 15, stk. 3, foreslås indsat en bestemmelse, der pålægger bestyrelsen og direktionen i selskaber omfattet af § 7, stk. 1, at opgøre selskabets individuelle kapitalbehov samt sikre, at selskabet råder over tilstrækkelige og hensigtsmæssige metoder til opgørelse af selskabets risici. Det er vigtigt for Fondsbørsen, at en sådan bestemmelse ikke benyttes til reelt at indføre et flydende kapitalkrav for en virksomhed som Københavns Fondsbørs. Det forekommer således ikke rimeligt, hvis en generel nedsættelse af kapitalkravet for regulerede markeder til 8 mio. kr. medfører, at Københavns Fondsbørs alligevel pålægges et højere krav. Såfremt dette er tilfældet, finder Fondsbørsen det i stedet mere hensigtsmæssigt, at kapitalkravet fra starten sættes til et højere beløb end de kr. 8 mio. Et sådant højere krav kan eventuelt kombineres med en undtagelsesbestemmelse/overgangsordning for autoriserede markedspladser, der hidtil har haft et kapitalkrav på kr. 8 mio.

Fondsbørsen finder i øvrigt ikke, at de risici, der er forbundet med at drive virksomhed som reguleret markedsplads, er af en sådan art, at de kan begrunde indførelsen af et flydende kapitalkrav. Dette understreges af, at Finanstilsynet hele tiden har haft hjemmel i loven til at fastsætte

kapitaldækningsregler og regler om afdækning af § 7-selskabers risici, uden at have følt et behov for at udarbejde sådanne regler. I bemærkningerne til § 15 fremgår, at reglerne om individuelle kapitalkrav følger principperne i reglerne i kapitel 10 i lov om finansiel virksomhed (FiL). Det er imidlertid Fondsbørsens vurdering, at der er helt andre hensyn at varetage ved virksomheder omfattet af FiL i forhold til solvens, end ved virksomheder omfattet af lov om værdipapirhandel. Det er således Fondsbørsens ønske, at der fortsat skal gælde faste og realistiske kapitalkrav. Fondsbørsen henleder i den forbindelse opmærksomheden på aktieselskabslovens § 54, stk. 3, hvorefter der i forvejen er krav om at bestyrelsen for et aktieselskab skal tage stilling til, om selskabets kapitalberedskab til enhver tid er forsvarligt i forhold til selskabets drift.

Krav til selskabsform

Det fremgår af § 8, stk. 2, at en operatør af et reguleret marked skal være et aktieselskab og dermed en juridisk person. Der ses ikke i lovforslaget at være blivet givet mulighed for, at det regulerede marked i sig selv kan være en juridisk person, der drives af en markedsoperatør, der er en anden juridisk person. Adgangen til at drive selve det regulerede marked som en selvstændig juridisk person følger af artikel 36, stk. 1, nr. 3, hvorefter medlemsstaten skal fastsætte, hvordan de forskellige forpligtelser som markedsoperatøren pålægges skal fordeles mellem det regulerede marked og markedsoperatøren. Denne bestemmelse ses ikke at være implementeret i lovforslaget, ligesom der heller ikke i bemærkningerne bliver givet begrundelse for at undlade at implementere denne bestemmelse i dansk ret. Fondsbørsen finder det væsentligt, at en operatør af et reguleret marked ikke afskæres fra, at drive regulerede markeder i selvstændige juridiske enheder, idet der, af forretningsmæssige årsager, kan være et behov herfor.

Navneret for regulerede markeder

I forhold til retten i § 16, stk. 2, til at benytte betegnelsen "autoriseret markedsplads" bør det overvejes, kun at lade denne ret gælde for selskaber, der på lovens ikrafttrædelsestidspunkt benytter denne betegnelse. Fondsbørsen finder, at det vil være misvisende, hvis nyetablerede markedspladser fremover kan benytte sig af en betegnelse, der antyder en opdeling i markedspladstyper, som juridisk set ikke længere findes. Dertil kommer, at ordet "autoriseret markedsplads" opfattes som en markedsplads med en lempeligere regulering end fondsbørser. Det forekommer uhensigtsmæssigt, at nye aktører kan benytte sig af en sådan betegnelse, når der ikke længere er en reguleringsmæssig forskel. Når det ikke samtidig foreslås, at retten til betegnelsen "fondsbørs" skal forbeholdes selskaber, der på tidspunktet for lovforslagets implementering benytter denne betegnelse, skyldes det, at begrebet "fondsbørs" overalt er et velkendt og indarbejdet begreb for regulerede markeder.

Ændring i grundlaget for overvågning

Fondsbørsen finder overordnet, at det skal fremgå tydeligere i lovforslaget, hvordan overvågningen af værdipapirmarkedet som sådant forventes at finde sted fremover. Der savnes blandt andet en stillingtagen til forholdet mellem et reguleret markeds almindelige overvågningsforpligtelse – herunder efter forslaget § 18 og de overvågningsfunktioner, som der i dag udføres via delegation. Dette er særligt relevant på baggrund af implementeringen af reglerne i gennemsigtighedsdirektivet, hvorefter et reguleret marked ikke er sikret direkte adgang til relevant information på samme måde som i dag.

Spørgsmålet om kravet til overvågning aktualiseres i § 18, stk. 2, nr. 9. Det følger heraf, at en operatør af et reguleret marked skal kontrollere at udstedere af værdipapirer, der er optaget til handel på et reguleret marked opfylder deres oplysningsforpligtelser. Af bemærkningerne fremgår, at der hermed primært menes de oplysningsforpligtelser, der er indeholdt i reglerne om prospekter samt oplysningsforpligtelserne i lovens kapitel 7. Fondsbørsen finder det af væsentlig betydning, at det i

bemærkningerne til denne bestemmelse nærmere beskrives, hvorledes dette krav spiller sammen med reglerne, der følger af gennemsigtheddirektivet, hvorefter et reguleret marked ikke længere har krav på at modtage sådanne oplysninger, medmindre der indgås en privatretlig aftale med udstedere herom. Det er således af stor betydning, at der i loven eller i bemærkningerne tages stilling udstrækningen af et reguleret markeds overvågningsforpligtelser set i lyset af implementeringen af transparensdirektivet. Det fremgår af bemærkningerne til bestemmelsen, at der med denne bestemmelse ikke er tiltænkt nogen indholdsmæssig ændring i forhold til i dag. Det er dog Fondsbørsens holdning, at der nødvendigvis vil blive tale om en ændring i forhold til i dag, idet kravene til de underliggende informationsstrømme er ændret. Såfremt der ikke ønskes en sådan ændring i overvågningsforpligtelsen, må reglerne tilpasses således, at oplysninger omfattet af lovens oplysningskrav i kapitel 7 (og vedrørende prospekter) altid skal indsendes til det regulerede marked, hvor et værdipapir er optaget til handel, til overvågningsmæssige formål.

For så vidt angår kravene til før- og efterhandelstransparens i §§ 33a og 33b, bør det fremgå, hvordan realtids-overvågningen af overholdelsen af disse forpligtelser påtænkes at finde sted. Fondsbørsen vil ikke længere have mulighed for at foretage denne overvågning i situationer, hvor der ikke sker offentliggørelse via det regulerede marked. En beskrivelse af konsekvenserne heraf bør medtages i bemærkningerne - eventuelt i de almindelige bemærkninger i punkterne 4.1.2.4 og også i punkt 4.1.2.3 for så vidt angår indberetning, hvor problemstillingen til dels er den samme. Da der er tale om et væsentligt andet set-up - også overvågningsmæssigt - end det, der kendes i dag, bør der være en omtale heraf i lovforslaget.

Forholdet mellem offentligretlige regler og regler udstedt af det regulerede marked

Den nuværende reguleringsstruktur baserer sig på, at der i lovgivningen er udstedt overordnede regler, der uddybes i bekendtgørelsesform, men også i supplerende regulering i form af regler udstedt af en fondsbørs i medfør af hjemlen til selvregulering i lovens § 19. Den hjemmel foreslås nu fjernet, således at regulering fremover sker på et privatretligt grundlag. I relation til de løbende oplysningsforpligtelser, der gælder for udstedere af værdipapirer, bemærkes især, at den regulering som er udstedt af Københavns Fondsbørs, igennem en årrække i væsentlig grad har været normgivende for oplysningsniveauet og fortsat er det. Der er i loven et struktureret samspil mellem den regulering der er udstedt af Fondsbørsen og anden regulering. Der henvises herved bl.a. til lovens § 11 om meddelelse til Finanstilsynet ved bl.a., grov eller gentagen overtrædelse af regler udstedt af en fondsbørs, bestemmelsen om anmeldelse af regler udstedt af en fondsbørs i § 83 og ankebestemmelsen i § 88. Disse bestemmelser ændres ikke i det foreliggende udkast. Dette betyder eksempelvis, at en afgørelse, der er truffet ud fra et privatretligt grundlag, kan ankes til en offentlig myndighed. Fondsbørsen finder ikke, at der i det foreliggende lovforslag, samlet er gjort op med ændringen fra en selvreguleringsstruktur, der er offentligretlig baseret til en privatretlig reguleringsstruktur.

Forsinkelse af offentliggørelse

§ 18b stk. 3, giver en operatør af et reguleret marked mulighed for at fastsætte bestemmelser om udsættelse af offentliggørelse på baggrund af transaktionernes størrelse eller type. I § 18, stk. 4 gives Finanstilsynet mulighed for at fastsætte regler herom. Fondsbørsen finder det væsentligt, at de grænser, som en operatør af et reguleret marked – med godkendelse fra Finanstilsynet - måtte beslutte for, hvor længe, der kan ske forsinket offentliggørelse, får virkning ikke blot for handler på det regulerede marked, men også for de handler, der gennemføres udenom det regulerede marked. Hvis dette ikke sker, vil det formentlig ikke være muligt for det regulerede marked at fastsætte kortere forsinkelser end minimum, fordi det er sandsynligt, at man ved handler udenfor et reguleret marked vil anvende de minimumsgrænser, der fremgår af Forordningen således, at der opnås den



længst mulige forsinkelse. Fondsbørsen finder, at dette spørgsmål bør omtales i bemærkningerne og efterfølgende behandles på bekendtgørelsesniveau.

Efterhandelsinformation for andre værdipapirer end aktier.

I §§ 18b, stk. 5, 33b, stk. 4, og 42, stk. 4, er indsat en bemyndigelse for Finanstilsynet til at fastsætte nærmere regler for offentliggørelse af pris, mængde og tidspunkt for transaktioner med andre værdipapirer end aktier. Det fremgår af bemærkningerne til lovforslaget, at denne bemyndigelse ikke umiddelbart omfatter statsobligationer. Fondsbørsen finder det u hensigtsmæssigt, at statsobligationer ikke direkte omfattes af en sådan bemyndigelse. Information om gennemførte handler giver værdifuld information til markedet også vedrørende statsobligationer. Det er derfor Fondsbørsens opfattelse, at man bør afvente mulige yderligere retningslinjer fra kommissionen, inden man eventuelt undtager den direkte bemyndigelse til at udarbejde regler om krav til offentliggørelse af information vedrørende transaktioner med statsobligationer.

Fondsbørsen foreslår derfor, at der som minimum indsættes en kommentar i bemærkningerne om, at Finanstilsynet også har mulighed for at udarbejde regler vedrørende offentliggørelse af handler med statsobligationer. Fondsbørsen kan i øvrigt oplyse, at vi i øjeblikket er i dialog med Børsmæglerforeningen om blandt andet dette emne.

Optagelse til handel og officiel notering af værdipapirer

Spørgsmålet om, hvorvidt begrebet ”notering” skal opretholdes har været genstand for mange overvejelser i implementeringsprocessen. Fondsbørsen finder, at begrebet ”notering” i princippet bør kunne afskaffes og i stedet erstattes med begrebet ”optaget til handel på et reguleret marked, som er den terminologi, der nu anvendes i EU-direktiverne – herunder i MiFID. Da det oprindelige ”konsoliderede betingelses- og oplysningsdirektiv”, der omhandler adgang til officiel notering” imidlertid ikke er ophævet på alle punkter, vil samtlige medlemslande indenfor EU dog stadig have mulighed for at optage papirer til ”officiel notering”. Som det har været påpeget fra flere sider i implementeringsprocessen, kan det derfor være vanskeligt at gennemføre en afskaffelse af begrebet. Efter nærmere overvejelse finder Fondsbørsen dog, at begrebet ”(officiel) notering”, lovgivningsmæssigt bør afskaffes, således at den lovtekniske terminologi fremover bliver ”optaget til handel”. Dette er bedst i tråd med de senere års EU-direktiver. Samtidig undgås en lovteknisk svær situation, hvorefter der skulle opretholdes en – efter Fondsbørsens mening – kunstig sondring mellem disse to begreber, der i vidt omfang dækker over det samme. Samtidig bemærkes det, at det kan vise sig ganske forvirrende for investorerne, hvis der fremover på samme liste vil optræde værdipapirer, der er kategoriseret som enten officielt ”noterede” eller ”optagede til handel”, uden at der i øvrigt er nogen egentlig realitetsforskel.

Det foreliggende lovforslag tager dog udgangspunkt i, at reglerne om officiel notering af aktier, aktiecertifikater og obligationer i det konsoliderede betingelses- og oplysningsdirektiv videreføres parallelt med reglerne om optagelse til handel på et reguleret marked. Såfremt dette udgangspunkt opretholdes, finder Fondsbørsen, at bemærkningerne tydeligere bør tage stilling til, hvad der skal ske med den gruppe af værdipapirer, der i dag allerede er optaget til notering, men som ikke er, hverken aktier, obligationer eller aktiecertifikater. Kan et sådant papir fortsat kaldes ”noteret”, eller vil et sådant fremover skulle kaldes ”optaget til handel”? Hvis udgangspunktet er, at de værdipapirer, der i dag er noterede, men ikke er hverken aktier, obligationer eller aktiecertifikater ikke længere må kaldes noterede, bør dette fremgå klart af bemærkningerne. Vurderingen af, hvorvidt der er adgang til at fratage et værdipapir et allerede tildelt ”noteringsstempel” bør ligeledes fremgå af bemærkningerne.



For så vidt angår kompetencen til at træffe beslutning om officiel notering, lægges der i forslaget op til, at denne kompetence skal overgå fra Fondsbørsen til Finanstilsynet. Begrundelsen er, at beslutning om notering, ifølge det konsoliderede betingelses- og oplysningsdirektiv, skal træffes af den kompetente myndighed. Tidligere har Kommissionen taget stilling til, at fondsbørser, i denne sammenhæng, kan anses som kompetente myndigheder. Fondsbørsen har dog forstået, at Finanstilsynet ikke finder, at denne fremgangsmåde længere er mulig, idet fondsbørser i den mellemliggende periode har ændret status fra helt eller delvist offentlige organer til privatejede virksomheder. Fondsbørsen har forståelse for denne holdning, men mener dog, at der er tale om en praksis, der har fungeret i mange år uden problemer, og at det vil være bedre for udstedere kun at skulle henvende sig et sted, i stedet for at skulle opnå tilladelser både fra det regulerede marked til optagelse og fra myndighederne i forhold til notering. Dette bliver sat på spidsen af, at der kun er ganske få regler tilbage i det konsoliderede betingelses- og oplysningsdirektiv, der skal overholdes, og at mange selskaber automatisk vil overholde disse, såfremt de overholder kravene til optagelse på det regulerede marked. Det forekommer derfor formalistisk og unødvendigt at ændre på dette udgangspunkt. Dette skal sammenholdes med, at man i eksempelvis Sverige ikke har set et behov for at ændre på, at kompetencen til at kunne "notere" er hos markedspladsen. Fondsbørsen har naturligvis noteret sig, at reglen skal læses i sammenhæng med regler vedrørende adgang til at delegerer myndighedskompetencer. En delegation vil således kunne løse det praktiske problem for en udsteder ved at skulle henvende sig to steder. Imidlertid forekommer det unødvendigt at skabe et juridisk system med delegation med alt, hvad der deraf følger, når det eksisterede system blot kunne opretholdes.

Offentliggørelse af oplysninger

Fondsbørsen er overordnet bekymret over den fragmentering, der lægges op til i forhold til offentliggørelse af oplysninger vedrørende selskaber optaget til handel på et reguleret marked. I henhold til Transparensdirektiver stilles der ikke længere krav om, at oplysninger skal tilgå det regulerede marked. Dette begrundes i ønsket om at skabe øget konkurrence indenfor området for offentliggørelse og udspreddelse af informationer. Selvom Fondsbørsen har forståelse for dette synspunkt, er Fondsbørsen bekymret over, at det, på baggrund heraf, ikke længere vil være muligt at finde alle oplysninger om et selskab samlet et sted i realtid. Dette vil gøre det uoverskueligt for investorerne – ikke mindst for de private investorer, at danne sig et samlet overblik over offentliggjorte oplysninger vedrørende en udsteder. Der savnes i lovforslaget en beskrivelse af, hvilken betydning det vil have for markedet og for den enkelte investor, at oplysninger fremover til dels offentliggøres via det regulerede marked, til dels via Finanstilsynet og til dels via andre media valgt af udstederen.

Det fremgår af § 27a, at regulerede oplysninger, skal offentliggøres på en sådan måde, at oplysningerne hurtigt bliver tilgængelige for offentligheden i hele Fællesskabet. Fondsbørsen finder det af stor betydning at der angives klarere retningslinjer i bemærkningerne for, hvad der skal til for, at en meddelelse kan anses for offentliggjort. Fondsbørsen finder ligeledes, at det vil blive vanskeligt for en dansk udsteder, der offentliggør sine oplysninger på dansk, at sikre sig, at disse oplysninger når ud til hele fællesskabet. Kravet til udbredelse i hele EU harmonerer dårligt med sprogkravene, hvorefter en dansk udsteder, er berettiget til at offentliggøre på dansk, når værdipapiret kun er optaget til handel på et reguleret marked i Danmark. For de medier eller operatører, som en udsteder måtte vælge til at offentliggøre sine oplysninger, kan den forpligtelse vise sig at være meget svært at opfylde, idet det kan være vanskeligt eller næsten umuligt at få udenlandske medier til at offentliggøre meddelelser på et sprog, der ikke forstås uden for Danmarks grænser. Samtidig forekommer det ude af proportioner, at en meddelelse vedrørende et lokalt dansk selskab skal offentliggøres i eksempelvis Grækenland. Fondsbørsen er klar over, at der her er tale om krav, der



følge af direktivet. Ikke desto mindre bør det i den nationale implementering tages stilling til dette spørgsmål og findes en løsning. Dette kan eksempelvis gøres i bemærkningerne til denne bestemmelse.

Fondsbørsen lægger ud fra § 27a og bemærkningerne til denne, til grund, at denne regel ikke forhindrer, at operatøren af et reguleret marked kan tilbyde en udsteder, at forpligtelserne til offentliggørelse af information, indsendelse til myndighederne heraf samt til at indsende oplysningerne til en opbevaringsmekanisme kan løses via den samme tekniske platform.

Indberetning og offentliggørelse af priser.

Fondsbørsen finder at reglerne om indberetning og om offentliggørelse af priser og transaktioner bør opsplittes i hver sit kapitel eller på anden måde adskilles. Reglerne har hvert sit formål og er vidt forskellige. Det virker derfor forvirrende og meningsforstyrrende at reglerne kædes sammen.

For så vidt angår § 33 om indberetning, finder Fondsbørsen, at der mangler en definition af, hvad der udgør en transaktion. Fondsbørsen er klar over, at dette endnu diskuteres på EU-niveau, og derfor formentlig vil blive medtaget i senere bekendtgørelser, men som minimum bør det diskuteres i bemærkningerne, således at der i loven og dens bemærkninger gives en rettesnor for, hvordan dette vigtige spørgsmål kan behandles på bekendtgørelsesniveau. Det samme gælder spørgsmålet om, hvor mange led i en transaktion, der skal indberettes. En ændring i opfattelsen af, hvad der udgør en transaktion, og hvor mange led, der i givet fald skal indberettes, vil have en stor betydning for markedet. Det forekommer derfor ikke rimeligt, at der i lovforslaget ikke gives rammer for en regulering heraf på bekendtgørelsesniveau.

Som en generel bemærkning til reguleringen af indberetningsområdet, finder Fondsbørsen det endvidere væsentligt, at kravene til indberetninger i vidt omfang henholder sig til direktivets minimumskrav. I det omfang adgangen i direktivet til at fastsætte nationale regler om kundeidentifikation ønskes udnyttet, finder Fondsbørsen det af stor væsentlighed, at sådanne krav harmoniseres med eventuelle tilsvarende krav i de øvrige nordiske lande. Spørgsmålet om, hvorvidt der skal kræves kundeidentifikation, har været diskuteret vidt og bredt. Fondsbørsen har forstået på Finanstilsynet, at man ønsker at indføre krav om kundeidentifikation i et eller andet omfang. Fondsbørsen skal i den anledning opfordre til, at der overvejes nogle mellemløsninger, hvorefter kun visse handler eller handelstyper, omfattes af et sådant krav. Det kunne eksempelvis være såkaldte AOR-handler (automatic order routing). Fondsbørsen indgår gerne i en yderligere dialog herom. Fondsbørsen anmoder ligeledes om, at der søges en løsning, hvorefter en værdipapirhandler i videst muligt omfang kan opfylde både indberetningskravet og kravet om offentliggørelse af efterhandelsinformation i en transmission. Dette stiller både krav til, hvilke formater indberetninger kan modtages i samt til, hvilke yderligere krav, der kan stilles til indberetningernes indhold. I den anledning er det ligeledes væsentligt, at der findes en fornuftig løsning på krav til indberetning ved såkaldte "bundled orders".

Gennemførelse af handler på eller udenfor det regulerede marked og systematisk internalisering

I forhold til § 33a bør det beskrives nærmere i bemærkningerne, hvornår en handel er gennemført udenfor et reguleret marked eller en MHF, idet dette er væsentligt for at forstå forpligtelsens omfang. Det bør samtidig fastslås, at handler, der er gennemført i overensstemmelse med det regulerede markedes regler (såkaldte "negotiated trades"), skal anses som gennemført på det regulerede marked. Disse vil således skulle offentliggøres via operatøren af det regulerede marked i overensstemmelse med § 18b og ikke af værdipapirhandleren.



I den forbindelse finder Fondsbørsen det ligeledes vigtigt, at det i bemærkningerne til lovforslaget fremgår, at "negotiated trades" ikke skal regnes med, når det skal vurderes, om en værdipapirhandler er at betragte som en systematisk internalisator, da sådanne handler skal anses som gennemført via det regulerede marked.

Multilaterale handelsfaciliteter samt alternative markedspladser

Overordnet finder Fondsbørsen at alle regler vedrørende multilaterale handelsfaciliteter bør fremgår af lov om værdipapirhandel og ikke både af den og af lov om finansiel virksomhed. MHF'ere er at betragte som en aktivitet på samme måde som et reguleret marked. Derfor er det logisk, at begge dele behandles i samme lov både for så vidt angår tilladelse og drift. Vi har hidtil i Danmark haft en tradition for, at lov om værdipapirhandel har beskæftiget sig med alle aspekter af det at få tilladelse til - og drive en markedsplads. Dette har fungeret godt og givet et godt overblik. Det har med andre ord været en stor styrke ved danske lovgivning på værdipapirhandelsområdet. En opsplitning i to love af lovtekniske grunde vil være både forvirrende og uigennemskuelig for brugerne af lovene. Lovtekniske grunde bør, efter Fondsbørsens opfattelse, ikke være et argument for ikke at vælge den mest hensigtsmæssige og brugervenlige løsning. Samtidig er det værd at bemærke sig, at man i eksempelvis Sverige netop med implementeringen af MiFID har valgt at samle værdipapirhandelsreguleringen i en lov efter dansk forbillede – herunder både reglerne om etablering- og drift af multilaterale handelsfaciliteter.

Fondsbørsen finder det endvidere problematisk, at det i Danmark bliver muligt at oprette og drive en MHF, der ikke er omfattet af markedsmisbrugsreglerne efter kap. 10 i lov om værdipapirhandel. Fondsbørsen er klar over, at der i MiFID ikke stilles krav om, at der skal gælde markedsmisbrugsregler for MHF'ere. Dette finder vi imidlertid betænkeligt. Vi kan i den forbindelse oplyse, at man hverken i Norge, Sverige og Finland vil tillade oprettelsen af MHF'ere uden en vis form for markedsmisbrugsregulering. Fondsbørsen finder derfor heller ikke, at vi i Danmark bør give adgang hertil.

Øvrige kommentarer:

§ 2, stk. 1

I § 2, stk. 1, litra a indføres begrebet "partnerskaber". Det savnes i bemærkningerne en kvalificering af, hvad dette begreb dækker over. Der tages således ikke stilling til, hvorvidt interessentskaber dermed omfattes. Imidlertid fremgår det, at Finanstilsynets hidtidige praksis fortsættes, hvorefter anparters i anpartsselskaber og kommanditselskaber kan være omfattet af værdipapirbegrebet under forudsætning af, at værdipapirerne har et finansielt sigte, at instrumenterne er omsættelige og at de handles på kapitalmarkedet. Det er imidlertid Fondsbørsens opfattelse, at der for så vidt angår anpartsselskaber ikke er tale om en fortsættelse af den hidtidige praksis, men om en udvidelse af begrebet værdipapirer. Det følger således af bemærkningerne til L71 fra 9. november 1995, at anpartsselskaber ikke betragtes som omfattet af begrebet "værdipapirer" i § 2, stk. 1. Dette er blandt andet slået fast ved en Erhvervsankenævnsafgørelse fra 1993, som refereres i bemærkningerne. I denne fastslog Erhvervsankenævnet, at anparters i et anpartsselskab ikke er et aktielignende værdipapir, og dermed ikke er underlagt reglerne om udbudsprospekter. Dette udgangspunkt har, så vidt Fondsbørsen er orienteret, ikke ændret sig i den mellemliggende periode. Dette har betydet, at der for det første ikke har været prospektpligt ved offentlige udbud af anparters i anpartsselskaber, ligesom det ikke har været muligt for Fondsbørsen at optage anpartsselskaber til notering. Det er Fondsbørsens vurdering, at meget kan tale for at ændre på dette udgangspunkt, da udstedelse og omsætning af anparters i anpartsselskaber i dag i langt oftere end tidligere må antages at have et finansielt sigte. Det bør dog så fremgå klart af bemærkningerne, at dette er udgangspunktet og at begrebet "værdipapirer" dermed skal betragtes som udvidet på dette område.

§ 18, stk. 2, nr. 10

Det følger endvidere af § 18, stk. 2, nr. 10, at operatøren skal lette det regulerede markedes medlemmers adgang til offentliggjorte oplysninger. Af bemærkningerne til denne bestemmelse fremgår, at der hermed menes oplysninger, der er offentliggjort af udstedere, aktionærer mv. med henblik på at opfylde oplysningsforpligtelser i henhold til lov mv. Udstrækningen af dette krav bør i bemærkningerne ligeledes sammenholdes med de nye regler på baggrund af implementeringen af gennemsigthedsdirektivet, hvorefter et reguleret marked, som nævnt, ikke længere er sikret adgang til sådanne oplysninger, idet en udsteder kan vælge at offentliggøre disse oplysninger via andre kanaler end det regulerede marked. Der fremgår af bemærkningerne, at denne forpligtelse eksempelvis kan opfyldes ved at det regulerede marked offentliggør links til de hjemmesider, hvor udstedere offentliggør regulerede oplysninger. Der savnes umiddelbart i bemærkningerne en uddybning af omfanget af denne bebyrdende forpligtelse. Betyder det eksempelvis, at operatøren af det regulerede marked vil være forpligtet til, på et privatretligt grundlag, at sørge for at få tilsendt sådanne informationer om en sådan offentliggørelse via andre kanaler end det regulerede marked. Hvis dette er tilfældet, vil operatøren så være berettiget at kræve betaling for at levere denne linkydelse – og i givet fald hos hvem etc.

§ 19

Bemærkningerne til § 19 henviser til direktivets artikel 40, stk. 1 og 2. Der skal i stedet være til artikel 42, stk. 1 og 2.

§ 25

§ 25 i udkastet giver bestemmelser om suspension og sletning. Efter bemærkningerne afløser § 25 gældende bestemmelser om sletning og suspension. Det er ikke klart, om det er hensigten at alle betingelsesbekendtgørelsens regler skal afløses af den nye regel. Såfremt dette er hensigten bør det overvejes nærmere at redegøre herfor i bemærkningerne - herunder for de tilfælde, der er omfattet af kap. 7 i bekendtgørelsen, som ikke er dækket af den foreslåede § 25.

Herudover finder Københavns Fondsbørs det væsentligt, at det klarere i bemærkningerne til den nye bestemmelse tilkendegives hvilke konsekvenser den ændrede ordlyd vil have. I den forbindelse kan det med fordel trækkes frem, hvis dette er intentionen, at der ikke er tiltænkt nogen realitetsændringer i de situationer, som i praksis er de overvejende, hvor et værdipapir alene er optaget til handel på et reguleret marked. At der er tale om en "lempeligere" regel synes således alene at være for de ganske få tilfælde.

Forholdet til Finanstilsynets mulighed for at slette eller suspendere bør også klarlægges nærmere i bemærkningerne. Som Fondsbørsen læser udkastets § 93, stk. 4, og med den sammenhæng, som denne bestemmelse indgår i loven, må Tilsynets beføjelse ses som en sanktionsbestemmelse som kan anvendes ved egentlige overtrædelser af lovgivningen.

§ 40, stk. 1, nr. 7

Af bemærkningerne til § 40, stk. 1, nr. 7 bør det fremgå af bemærkningerne, hvor der henvises til overtrædelse af lovens kapitel 10, at overholdelsen af reglerne i kapitel 10 relaterer sig til værdipapirer, der samtidig er optaget til handel på et reguleret marked.

§ 42c

Fondsbørsen finder begrænsningen i adgangen til, hvilke typer værdipapirer en alternativ markedsplads kan optage, unødvendig. Der findes ikke en tilsvarende begrænsning for MHF'ere. Begrundelsen i bemærkningerne synes ikke at kunne retfærdiggøre en sådan begrænsning, når der



samtidig er åbnet op for at sådanne papirer kan handles på både en MHF og et reguleret marked samtidig. Der bør ligeledes gives mulighed for såkaldt "uanmodet optagelse til handel", såfremt der er tale om et værdipapir, der samtidig er optaget til handel på et reguleret marked.

§ 42c, stk. 2

Reglen i § 42c, stk. 2, bør afspejle reglen i § 20, stk. 4, idet der ikke er baggrund for at anlægge et strenge godkendelseskrav for medlemskab af alternative markedspladser end for regulerede markeder.

§ 42d

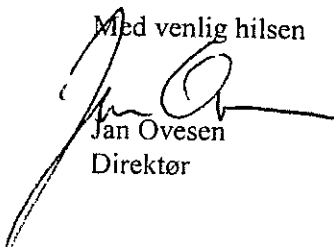
I reglen i § 42d, indføres der en pligt for alternative markedspladser til at anvende en betegnelse, der viser at der er tale om en alternativ markedsplads. Der er her tale om et nyt krav i forhold til drift af alternative markedspladser. Københavns Fondsbørs A/S har i tillid til den hidtidige regulering af adgangen til at drive alternative markedspladser med stor succes etableret en alternativ markedsplads ved navn First North. Der har ikke i den nuværende lov været anset et behov for at sådanne markedspladser skal benytte en sådan betegnelse af markedspladsen, selvom der har været andre markedspladstyper, som har kunnet forveksles hermed – ikke mindst autoriserede markedspladser. I forbindelse med lanceringen af denne markedsplads, har der været brugt mange ressourcer på at markedsføre First North både i Danmark og i udlandet. Samtidig er First North – konceptet udvidet til Sverige, hvor en svensk First North netop er blevet lanceret den 12. juni. Der er også planer om på sigt at etablere en Finsk First North. Det forekommer derfor uheldigt, hvis der indføres et sådan krav for eksisterende alternative markedspladser som First North, der har indrettet sig – og fået godkendelse i overensstemmelse med den eksisterende lovgivning. Samtidig ses der ikke for hverken AIM i London eller Alternext at være et tilsvarende krav.

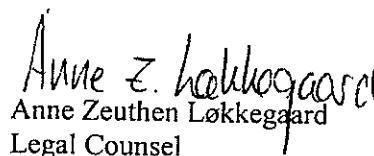
§ 42e, stk. 3 og 4

Vedrørende § 42e, stk. 3, og 4, bør det være sådan, at der også er en ret til for en udsteder, at få slettet sine papirer ved optagelse på et reguleret marked. Samtidig bør stk. 4 udgå, således at der er mulighed for, at et værdipapir kan handles både på en MHF og et reguleret marked samtidig. En af hovedårsagerne til, at der i den nuværende regulering er indlagt forbud mod, at et papir kan handles samtidig på et reguleret marked og en alternativ markedsplads var, at et papir ikke på en gang kunne være både noteret og unoteret. Med implementeringen af MiFID er denne problemstilling fjernet. Det lægges her til grund, at den nuværende skattemæssige forskellige behandling af noterede henholdsvis unoterede papirer ændres i forbindelse med implementeringen af MIFID, således at heller ikke den skattemæssige regulering er til hinder herfor.

Såfremt der er behov for en yderligere uddybning af Fondsbørsens ovenfor anførte bemærkninger til lovforslaget, står Fondsbørsen naturligvis til disposition herfor.

Med venlig hilsen


Jan Ovesen
Direktør


Anne Zeuthen Løkkegaard
Legal Counsel

Finanstilsynet
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

Att.: Charlotte S. Brøndsted

Pr. e-mail: Finanstilsynet@ftnet.dk

18. august 2006

Lovforslag i høring

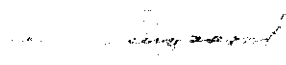
Tak for muligheden for at kommentere forslaget om ændring af lov om værdipapirhandel, lov om finansiel virksomhed, lov om aktieselskaber og årsregnskabsloven.

Forslagets § 343 c, stk. 2, nr. 2, kræver, at virksomheder, der udløver investeringsrådgivning, skal have en ansvarsforsikring eller anden tilsvarende garanti mod erstatningskrav. Dækningen skal være på mindst 1 mio. euro for hvert erstatningskrav, dog højest 1,5 mio. euro i alt om året for alle krav.

§ 343 a undtager dog visse virksomheder – herunder finansielle virksomheder - fra dette krav. Også ejendomsmæglere, advokater og revisorer er undtaget, medmindre det er de pågældende virksomheders hovederhverv at rådgive om investering i værdipapirer, jf. bemærkningerne til § 343 a.

Disse forslag er med til at sikre kunderne en rimelig beskyttelse. Direktivet giver imidlertid mulighed for, at virksomheden kan udøve investeringsrådgivning, når virksomheden har en startkapital på 50.000 euro i stedet for ovennævnte forsikringsdækning. Denne mulighed er ikke indarbejdet i lovforslaget. Vi savner en begrundelse for, hvorfor dette udmærkede alternativ ikke er indarbejdet.

Med venlig hilsen



Michael Rugaard
afdelingschef

Finanstilsynet
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

Vores ref. JE/hes

Journalnr. 1.2.4-035

Deres ref.

Dato 18.08.2006

MiFID- og gennemsigtighedsdirektiv - lovudkast - værdipapirhandelslov m.v.

Forsikring & Pension har modtaget forslag til lov om ændring af værdipapirhandelsloven, FIL, aktieselskabs- og årsregnskabsloven (MiFID- og gennemsigtighedsdirektivet m.v.) i officiel høring og har i den anledning følgende kommentarer:

F&P må overordnet tage et vist forbehold med hensyn til kommentarer, fordi lovudkastet nødvendigvis mange steder er præget af, at Kommissionens forordning etc. endnu ikke foreligger.

Herudover har F&P noteret sig, at lovudkastet indeholder to forslag til affattelsen af § 93, stk. 1, i værdipapirhandelsloven (§ 1, nr. 118 og nr. 119).

I lov om finansiel virksomhed § 343 a., stk. 2, nr. 7), bør "forsikringsadministrationsfællesskab" efter F&P's opfattelse ændres til "forsikringsadministrationsfællesskab" (§ 2, nr. 36). Trykfejl etc. er ellers ikke kommenteret.

F&P har ikke herudover bemærkninger til sagen, men vil gerne holdes orienteret om det videre forløb.

Med venlig hilsen

Jane Emke

Finanstilsynet
Att.: Charlotte Brøndsted
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

København, 29-08-2006

**Vedr. høring af lovforslag "lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v., lov om
finansiel virksomhed, lov om aktieselskaber og årsregnskabsloven (Gennemførelse af
direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID-direktivet) og
gennemsigtighedsdirektivet m.v.) ("Lovforslaget").**

Denne høringsskrivelse er udarbejdet med assistance fra Lett Advokatfirma.

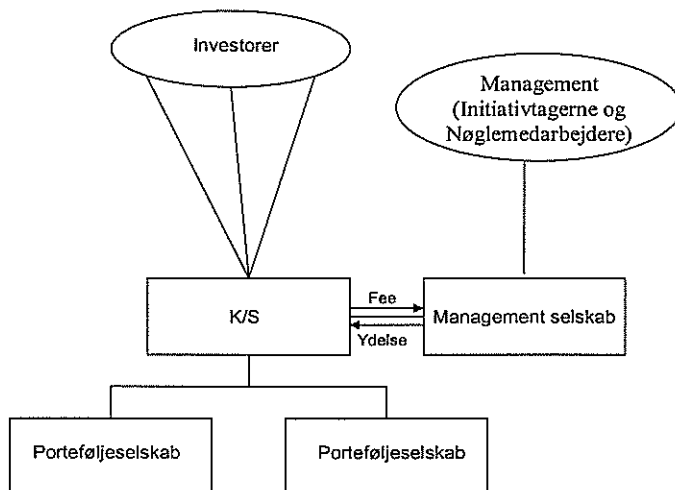
1. Indledende bemærkninger

DVCA har modtaget ovennævnte lovforslag i høring. DVCA (Danish Venture Capital & Private Equity Association) er en brancheorganisation stiftet i år 2000. Brancheorganisationen dækker hele investeringsfødekæden fra innovationsmiljøer, business angels, fonde, venture- og private equity selskaber samt rådgivere, fx advokat-, revisor- og konsulentvirksomheder. Foreningens fokus er bl.a. at oplyse om risikovillig kapital og at skabe bedre rammebetingelser for erhvervet. DVCA har pr. 1. maj 2006 knapt 200 virksomheder og private business angels som medlemmer.

Det er DVCA's holdning, at danske virksomheder i en global verden skal have stærke ambitioner om vækst. Risikovillig kapital spiller i den forbindelse en vigtig rolle ved etablering og vækst af virksomheder. Det er DVCA's erfaring, at den forretningskompetence, som business angels, venture selskaber og private equity selskaber kan bidrage med, er mindst lige så vigtigt som den investerede kapital.

I det følgende beskrives et eksempel på et markedskonformt dansk eller udenlandsk venture capital selskab eller private equity selskab set-up:

Figur 1.



Investorerne og K/S'et

Investorerne investerer typisk i et kommanditselskab ("kapitalselskab"). Investorerne er typisk kvalificerede investorer, som defineret i prospektbekendtgørelsens § 2.

Porteføljeselskaberne

Kapitalselskabet er den enhed, der er den juridiske ejer af investeringer i porteføljeselskaber.

Management og managementselskabet

Administrationen og forvaltningen af kapital-selskabets investeringsstrategi er typisk outsourcet til et i forhold til investorerne uafhængigt administrationsselskab ("managementselskab"). Managementselskabet ejes typisk af initiativtagerne bag investeringskonceptet og øvrige nøglemedarbejdere ("management").

Managementselskabet kan samtidig være kapital-selskabets komplementar (general partner), hvilket for overskuelighedens skyld er tilfældet i den ovenfor illustrerede konstruktion. Komplementarselskabet skal have forvaltningsmæssige og økonomiske beføjelser over kapital-selskabet, jf. aktieselskabslovens § 173, stk. 8.

Processen

Almindeligvis opstår ventureselskaber og private equity selskaber ved initiativ fra management eller managementselskabet. Disse tilbyder deres finansielle og forretningsmæssige kompetence på fastlagte kommercielle vilkår til et antal eksterne kvalificerede investorer (dette kan f.eks. være pensionskasser), jf. prospektbekendtgørelsens § 2. Typisk vil management eller managementselskabet udarbejde et prospekt, der falder under undtagelsen i prospektbekendtgørelsens § 11, nr. 1 – dvs. et prospekt, der ikke er underlagt Finanstilsynets godkendelse.

2. Bemærkninger til Lovforslaget

2.1 Generelle bemærkninger til Lovforslaget

MIFID direktivet og gennemsigtighedsdirektivet er begge motiverede i forbrugerbeskyttelseshensyn. Direktiverne er med i rækken af kapitalmarkedsretlige direktiver, som eksempelvis det allerede implementerede prospektdirektiv og markedsmisbrugsdirektiv, der implementerer EU's Finansielle Handlingsplan fra 1999. Alle direktiverne har et klart forbrugerbeskyttelses element.

At det ikke er kvalificerede investorer, som Lovforslaget skal adressere, er præamblen til MIFID direktivet nr. 3 et godt eksempel på. *"På grund af investorernes stigende afhængighed af personlige anbefalinger bør investeringsrådgivning medtages som investeringservice, der kræver tilladelse."* Denne formulering synes at have private investorer, der har behov for særlig rådgivning i forbindelse med investering af private midler, som beskyttelsesobjekt.

Dette synspunkt finder også støtte i præamblen til MIFID direktivet nr. 31, hvor af fremgår, at: *"Et af formålene med direktivet er at beskytte investorerne. Foranstaltninger til beskyttelse af investorerne bør tilpasses de forskellige investorkategorier (detailinvestorer, professionelle investorer og modparter)."*

Citaterne illustrerer EU's reguleringsmæssige generelle tilgang til det finansielle marked, idet EU ikke har for vane at regulere professionelle aktørers interaktion på kapitalmarkedet. Dette er prospektdirektivets undtagelse af regulering af værdipapirudbud til kvalificerede investorer, som implementeret i prospektbekendtgørelsens § 2, et illustrerende eksempel på.

Det er således væsentligt at holde sig det regulative formålsorienterede udgangspunkt for øje, når omfanget af Lovforslaget skal forsøges kvalificeret.

Med afsæt i ovenstående er DVCA principielt enig i Lovforslaget, når det udvider området fra *investeringservice* til også at omfatte *investeringsrådgivning*. Ved investeringsrådgivning forstås personlige anbefalinger til en kunde enten på anmodning eller på investeringsrådgiverens eget initiativ af en eller flere transaktioner i tilknytning til finansielle instrumenter. Derfor er DVCA også enig i, at udgangspunktet er, at investeringsrådgivning som sådan er omfattet af Lovforslaget. DVCA mener imidlertid, at managementselskaber og kapitalselskaber er omfattet af undtagelserne i MIFID direktivets artikel 2, nr. 1, litra h. Dette begrundes nedenfor.

2. Konkrete bemærkninger til lovforslaget

DVCA er af den faste overbevisning, at kapitalselskaber og managementselskaber er omfattet af undtagelsen i MIFID direktivets artikel 2, nr. 1 litra h, der har følgende ordlyd: *"kollektive investeringsinstitutter og pensionskasser, hvad enten de er koordineret på fællesskabsplan eller ej, samt depositarer og ledere af sådanne institutter"*.

Lovforslagets kapitel X ved § 343 a, stk. 2, nr. 2 benytter den ikke direktivkonforme formulering *"Kollektive investeringsordninger reguleret af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v."*. Udeladt af den danske implementering er således *"depositarer og ledere af sådanne institutter"*.

Det er DVCA's vurdering, at betegnelsen *"samt andre kollektive investeringsinstitutter m.v."* i udgangspunktet omfatter ikke-EU regulerede enheder udenfor foreningsform, dvs. eksempelvis K/S konstruktioner, altså en juridisk enhed som typisk anvendt af kapitalselskaber.

Det er ligeledes DVCA's vurdering, at betegnelsen "*ledere af sådanne institutter*" som konsekvens af ovenstående argument omfatter managementselskaber.

Lovforslaget har som anført ovenfor fra MIFID direktivets artikel 2, nr. 1, litra h udeladt "*deponitører og ledere af sådanne institutter*" - et for DVCA's medlemmer væsentlig element. Ved denne udeladelse er det uklart, om også managementselskabsaktiviteter er omfattet af undtagelsen i Lovforslagets § 343 a, stk. 2, nr. 2. Der er ligeledes ingen motivation for denne udeladelse at hente i bemærkningerne til Lovforslaget.

Henset til:

- at Lovforslaget har til hensigt at regulere investeringsrådgivning til primært forbrugere, og
- at DVCA's primære medlemmer i alt overvejende grad henvender sig til kvalificerede investorer,

foreslår DVCA derfor, under forudsætning af, at kapitalselskaberne og managementselskaberne til stadighed opfylder betingelserne for at være omfattet af undtagelsen i Lovforslagets § 343 a, stk. 2, nr. 2, at følgende præciseres i Lovforslagets endelige udformning (alternativt i bemærkningerne til Lovforslaget):

- Kapitalselskaber, som defineret i dette høringssvar, er omfattet af undtagelsen i Lovforslagets § 343 a, stk. 2, nr. 2.
- Managementselskaber (og komplementarer til Kapitalselskabet) er omfattet af undtagelsen i Lovforslagets § 343 a, stk. 2, nr. 2.

I tilknytning hertil understreges, at såfremt Finanstilsynet ikke mener, at kapitalselskaber og managementselskaber er omfattet af undtagelsen i § 343 a, stk. 2, nr. 2, er DVCA af den overbevisning, at Lovforslaget skal tilføjes et nyt stk. 8, der kunne have følgende ordlyd:

"8) Venture capital selskaber og private equity selskaber, herunder i K/S form, og sådannes forvaltere, under forudsætning af, at venture capital selskaber og private equity selskaber alene udbyder værdipapirer til kvalificerede investorer, som defineret i prospektbekendtgørelsens (bkg. nr. 307 af 28. april 2005) § 2, eller på anden vis er undtaget fra kravet om prospektpligt i henhold til prospektbekendtgørelsen eller udbudsprospektbekendtgørelsen (bkg. nr. 306 af 28. april 2005)".

DVCA står naturligvis til rådighed for at uddybe kommentarerne.

Med venlig hilsen
DVCA

Jette Baade
Underdirektør



Finanstilsynet
CVR-nr. 10 59 81 84
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

Sendt til: finansstilsynet@ftnet.dk

25. august 2006

Datatilsynet
Borgergade 28, 5.
1300 København K

CVR-nr. 11-88-37-29

Telefon 3319 3200
Fax 3319 3218

E-post
dt@datatilsynet.dk
www.datatilsynet.dk

J.nr. 2006-112-0301
Sagsbehandler
Camilla Metz Larsen
Direkte 3319 3232

Vedrørende forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v., lov om finansiel virksomhed, lov om aktieselskaber og årsregnskabsloven (Gennemførelse af direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID-direktivet) og gennemsigtighedsdirektivet m.v.)

Ved e-post af 30. juni 2006 har Finanstilsynet anmodet om Datatilsynets eventuelle bemærkninger til ovennævnte lovforslag.

Datatilsynet skal i den anledning udtale følgende:

1. Indledningsvis skal Datatilsynet bemærke, at persondataloven¹ ifølge lovens § 1, stk. 1, gælder for behandling af personoplysninger, som helt eller delvis foretages ved hjælp af elektronisk databehandling og for ikke-elektronisk behandling af personoplysninger, der er eller vil blive indeholdt i et register.

Ifølge persondatalovens § 1, stk. 2, gælder loven tillige for anden ikke-elektronisk systematisk behandling, som udføres for private, og som omfatter oplysninger om personers private eller økonomiske forhold eller i øvrigt oplysninger om personlige forhold, som med rimelighed kan forlanges unddraget offentligheden. Dette gælder dog ikke reglerne i lovens kapitel 8 og 9.

Ifølge lovens § 3, nr. 1, skal der ved personoplysninger forstås enhver form for information om en identificeret eller identificerbar fysisk person.

Det indebærer, at oplysninger om juridiske personer, såsom aktieselskaber, anpartsselskaber m.v., falder uden for lovens almindelige regulering. Derimod er oplysninger om enkeltmandsejede virksomheder omfattet af definitionen. Det samme gælder interessentskaber i det omfang, interessenterne er fysiske personer.

Omfattet af begrebet personoplysninger er oplysninger, som kan henføres til en fysisk person, selv om det forudsætter kendskab til personnummer, registreringsnummer eller lignende særlige identifikationer, som f.eks. løbenummer. Det er uden betydning om identifikationsoplysningen er alment kendt

¹ Lov nr. 429 af 31. maj 2000 om behandling af personoplysninger som ændret ved lov nr. 280 af 25. maj 2001.

eller umiddelbart tilgængelig. Også de tilfælde, hvor det kun for den indviede vil være muligt at forstå, hvem en oplysning vedrører, er omfattet af definitionen.

Ved afgørelsen af, om en person er identificerbar, skal alle de hjælpemidler, der med rimelighed kan tænkes bragt i anvendelse for at identificere den pågældende, enten af den dataansvarlige eller af enhver anden person, tages i betragtning.

2. Ifølge lovforslagets § 1, nr. 107-110, foreslås ændringer i værdipapirhandelslovens § 84 c, stk. 1-5, vedrørende offentliggørelse af oplysninger om, at en udsteder eller aktionær ikke overholder sine forpligtelser efter værdipapirhandelsloven.

Ved brev af 6. september 2004 vedrørende forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed udtalte Datatilsynet sig bl.a. om de foreslåede regler om offentliggørelse af oplysninger om påtaler, daglige og ugentlige bøder, der pålægges i medfør af værdipapirhandelsloven. Kopi af brevet vedlægges.

Datatilsynet udtalte i den forbindelse, at hvis der med bestemmelsen tilsigtedes en fravigelse af persondatalovens regler, så burde det præciseres i bemærkningerne.

Bemærkningerne til det fremsatte lovforslag² til værdipapirhandelslovens § 84 c, ses ikke at indeholde bemærkninger om, at der er tale om en fravigelse af persondataloven, og Datatilsynet går på den baggrund ud fra, at behandling af personoplysninger i medfør af den gældende § 84 c i værdipapirhandelsloven, sker med respekt af reglerne i persondataloven.

Datatilsynet kan imidlertid ikke udelukke, at den foreslåede ændring af værdipapirhandelslovens § 84 c, stk. 3 og 4, (lovforslagets § 1, nr. 107-110), hvorefter offentliggørelser efter § 84 c, ligeledes kan omfatte navne på fysiske personer, kan være en fravigelse af persondatalovens regler. Forholdet til persondataloven ses ikke omtalt i bemærkningerne til lovforslaget.

Det følger af persondatalovens § 2, stk. 1, og bemærkningerne hertil, at persondataloven finder anvendelse, hvis regler om behandling af personoplysninger i anden lovgivning giver den registrerede en dårligere retsstilling. Dette gælder dog ikke, hvis den dårligere retsstilling har været tilsigtet og i øvrigt ikke strider mod databeskyttelsesdirektivet³.

² Forslag til ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed (L 13), fremsat den 6. oktober 2004.

³ Europaparlamentets og Rådets direktiv 95/46/EF af 24. oktober 1995 om beskyttelse af fysiske personer i forbindelse med behandling af personoplysninger og om fri udveksling af sådanne oplysninger.

Datatilsynet har noteret sig, at det fremgår af bemærkningerne til lovforslagets § 1, nr. 107-110, at den foreslåede ændring gennemfører gennemsigthedsdirektivets artikel 24, stk. 4 g.

Det følger af betragtning 39 i gennemsigthedsdirektivets præambel, at direktivet er i overensstemmelse med Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 95/46/EF af 24. oktober 1995 om beskyttelse af fysiske personer i forbindelse med behandling af personoplysninger og om fri udveksling af sådanne oplysninger.

Datatilsynet forudsætter i den forbindelse, at reglerne i gennemsigthedsdirektivet er afklaret i forhold til databeskyttelsesdirektivet, herunder direktivets artikel 8, stk. 5.

Det fremgår endvidere af bemærkningerne til bestemmelsen, at den foreslåede ændring giver Finanstilsynet mulighed for at offentliggøre navnet på en fysisk person, der ikke overholder sine forpligtelser, herunder sine oplysningsforpligtelser. Ændringen giver endvidere Finanstilsynet mulighed for at offentliggøre navnet på en fysisk person, som en påtale vedrører, samt navnet på en fysisk person tilsynet har pålagt en daglig eller ugentlig bøde i henhold til § 95.

Den behandling af personoplysninger, som forslaget lægger op til, vil efter Datatilsynets opfattelse i nogle tilfælde være omfattet af persondatalovens § 8 om behandling af oplysninger om strafbare forhold.

Efter persondatalovens § 8, stk. 2, må oplysninger om strafbare forhold som udgangspunkt ikke videregives. Videregivelse kan dog ske, når visse nærmere opregnede betingelser er opfyldt. Det er Datatilsynets vurdering, at disse betingelser ikke i alle tilfælde kan antages at være opfyldt i forbindelse med den foreslåede ændring af § 84 c om offentliggørelse af oplysninger om navngivne personer, som har overtrådt lovgivningen.

Persondatalovens § 8 kan fraviges ved særlovgivning, hvis denne ikke strider mod databeskyttelsesdirektivet. Datatilsynet har i andre sager om fravigelse af persondataloven givet udtryk for den opfattelse, at en særskilt hjemmel til registrering og videregivelse af oplysninger i videre omfang end, hvad der følger af persondataloven, kun bør tilvejebringes, hvis vægtige samfundsmæssige hensyn taler herfor. Datatilsynet har i sådanne sager fundet ikke at burde udtale sig om, hvorvidt dette var tilfældet.

Datatilsynet skal imidlertid pege på, at offentliggørelse af oplysninger om strafbare forhold på internettet er den mest vidtgående form for videregivelse af oplysninger. Erfaringsmæssigt er oplysninger på internettet meget vanskelige at berigtige eller slette effektivt på grund af søgemaskiner mv.

I det omfang, det med den foreslåede bestemmelse er tilsigtet at fravige persondataloven, skal Datatilsynet hænsthille, at dette præciseres i bemærkninger-

ne, herunder at fravigelsen medfører en ringere retsstilling for de registrerede personer end efter persondataloven.

3. Generelt omhandler lovforslaget både bestemmelser om Finanstilsynets behandling af personoplysninger og bestemmelser om andre aktørers behandling af oplysninger, der – så vidt ses – i en række tilfælde vil være omfattet af persondatalovens anvendelsesområde.

Det er for eksempel Datatilsynets opfattelse, at lovforslagets § 1, nr. 31, om ændring af § 20, stk. 6, i lov om værdipapirhandel m.v. kan indebære, at der sker behandling, herunder videregivelse, af personoplysninger, idet omfang identiteten på de omhandlede medlemmer af eller deltagere i det regulerede marked er omfattet af persondatalovens § 3, nr. 1.

Tilsvarende kan lovforslagets § 1, nr. 33, om værdipapirhandelslovens §§ 21 og 22, hvorefter operatøren af et reguleret marked behandler oplysninger om en udsteder af værdipapirer, efter omstændighederne indebære, at operatøren behandler personoplysninger.

3.1. Datatilsynet skal for god ordens skyld henlede opmærksomheden på persondatalovens regler om registreredes rettigheder, herunder reglerne om oplysningspligt i kapitel 8.

Efter persondatalovens § 28, stk. 1, og § 29, stk. 1, påhviler det den dataansvarlige eller dennes repræsentant at give den registrerede meddelelse om den dataansvarliges eller dennes repræsentants identitet samt formålet med behandlingen. Den dataansvarlige skal endvidere give meddelelse om alle yderligere oplysninger, der er nødvendige for, at den registrerede kan varetage sine interesser, herunder f.eks. kategorier af modtagere af oplysningerne. Loven indeholder i § 28, stk. 2, § 29, stk. 2-3, og § 30, en række undtagelser fra oplysningspligten. Det afhænger af en konkret vurdering i hvert enkelt tilfælde, hvorvidt der vil kunne gøres undtagelse fra oplysningspligten.

3.2. Datatilsynet skal endvidere henlede opmærksomheden på persondatalovens regler om anmeldelsespligt i kapitel 12 og 13.

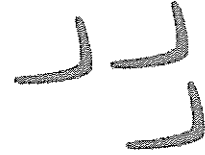
Det er således umiddelbart Datatilsynets opfattelse, at den behandling af personoplysninger som Finanstilsynet – eller den som Finanstilsynet udpeger hertil – foretager efter forslaget § 27 a, stk. 3, 2. pkt., og § 84 c, vil være anmeldelsespligtig.

4. Afslutningsvis skal Datatilsynet for en god ordens skyld henlede opmærksomheden på persondatalovens § 57. Efter denne bestemmelse skal der indhentes en udtalelse fra Datatilsynet i forbindelse med udfærdigelse af bekendtgørelser, cirkulærer eller lignende generelle retsforskrifter, der har betydning for beskyttelsen af privatlivet i forbindelse med behandling af oplysninger.

5. Kopi af dette brev er sendt til Justitsministeriets Lovafdeling til orientering.

Med venlig hilsen

Camilla Metz Larsen



Finanstilsynet
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

Sendt til: finansstilsynet@ftnet.dk

6. september 2004

Vedrørende udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed

Datatilsynet
Borgergade 28, 5.
1300 København K

Finanstilsynet har ved e-post af 16. august 2004 anmodet om Datatilsynets bemærkninger til ovennævnte lovudkast.

CVR-nr. 11-88-37-29

I den anledning skal Datatilsynet bemærke følgende:

Telefon 3319 3200
Fax 3319 3218

1. I henhold til lovforslagets § 1, nr. 8, fastsættes i § 27 i lov om værdipapirhandel m.v. regler om oplysningsforpligtelse for udstedere af værdipapirer. En udsteder af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller handles på en autoriseret markedsplads eller et andet reguleret marked, eller for hvilke, der er indgivet anmodning om optagelse til notering eller handel på sådanne markeder, skal hurtigst muligt offentliggøre intern viden, jf. § 34, stk. 2, såfremt denne viden direkte vedrører virksomheden.

E-post
dt@datatilsynet.dk
www.datatilsynet.dk

Efter forslaget § 27, stk. 5, skal udstederne uden ugrundet ophold og i et passende tidsrum efter, at offentliggørelsen er sket, lade al sådan viden figurere på sin hjemmeside.

J.nr. 2004-112-0135
Sagsbehandler
Anette Gramstrup
Direkte 3319 3226

Det fremgår af bemærkningerne, at der med de foreslåede bestemmelser i § 27 gennemføres en række regler i markedsmisbrugsdirektivet samt i Kommissionens første direktiv om intern viden og kursmanipulation. Formålet med bestemmelsen er at sikre et højt informationsniveau og en effektiv prisdannelse på de værdipapirer, der er optaget på regulerede markeder. Pligten til at offentliggøre intern viden er endvidere af betydning for investorbeskyttelsen og tilliden til de regulerede markeder, idet det herigennem sikres, at samtlige markedsdeltagere har adgang til hurtig og relevant information om udstederne og de værdipapirer, der handles på markederne. Endelig er hurtig offentliggørelse af intern viden medvirkende til at mindske risikoen for misbrug af intern viden i form af insiderhandel.

I det omfang oplysninger om intern viden behandles inden for persondatalovens anvendelsesområde, jf. lovens § 1, går Datatilsynet ud fra, at behandlingen – herunder offentliggørelsen – vil ske med respekt af reglerne i persondataloven. Såfremt der med de foreslåede regler tilsigtes en fravigelse af persondatalovens regler, skal Datatilsynet anbefale, at dette tydeliggøres i lov-bemærkningerne.

2. I henhold til lovforslagets § 1, nr. 10, indsættes bestemmelser i § 28 a i lov om værdipapirhandel m.v. om indberetning og offentliggørelse af ledende medarbejders og disses nærtstående personers transaktioner, som de udfører for egen regning, og som vedrører aktier udstedt af det pågældende selskab eller andre værdipapirer, som er knyttet til sådanne aktier.

Den ledende medarbejder skal give meddelelse til det udstedende selskab, jf. § 28 a, stk. 1, og den nærtstående person skal give meddelelse til den ledende medarbejder, som videregiver oplysningen til det udstedende selskab, jf. § 28 a, stk. 3.

Det følger af forslaget § 28 a, stk. 5, at en udsteder skal indberette oplysningerne til Finanstilsynet. Finanstilsynet offentliggør straks herefter disse oplysninger.

Efter forslaget § 28 a, stk. 7, skal meddelelsen efter stk. 1 og 3 samt indberetning efter stk. 5 indeholde følgende oplysninger: 1) navnet på den fysiske eller juridiske person, der i henhold til stk. 1 eller 3 har pligt til at give meddelelse, 2) årsagen til, at den pågældende er forpligtet til at give meddelelse, 3) navnet på udstederen af de pågældende værdipapirer, 4) fondskode og betegnelse for de pågældende værdipapirer, 5) transaktionens karakter (køb, salg eller anden transaktion), 6) handelsdato og hvilket marked transaktionen er gennemført på, samt 7) antallet af handlede værdipapirer og kursværdien heraf.

Det fremgår bl.a. af bemærkningerne til § 28 a, at formålet med de forslåede bestemmelser er at skabe gennemsigtighed og offentlighed omkring ledende medarbejders handel med aktier i det udstedende selskab. Ledende medarbejders handel med aktier i det udstedende selskab kan være udtryk for en forventning om udstederens kommende indtjening og udvikling. Oplysninger om sådanne transaktioner udgør derfor et vigtigt informationselement for investorerne. Offentliggørelse kan også udgøre en forbyggende foranstaltning mod misbrug af intern viden i form af insider handel.

De i forslaget § 28 a, stk. 7, opregnede oplysningstyper er omfattet af persondatalovens § 6. Det er Datatilsynets umiddelbare vurdering, at indberetning og offentliggørelse af sådanne oplysninger ligger inden for rammerne af persondatalovens § 6.

Datatilsynet skal for en god ordens skyld henlede opmærksomheden på, at der i henhold til persondatalovens kapitel 8 påhviler den dataansvarlige en generel oplysningspligt over for den registrerede.

Efter persondatalovens § 28, stk. 1, og § 29, stk. 1, påhviler det den dataansvarlige eller dennes repræsentant at give den registrerede meddelelse om den dataansvarliges eller dennes repræsentants identitet samt formålet med behandlingen. Den dataansvarlige skal endvidere give meddelelse om alle yderligere oplysninger, der er nødvendige for, at den registrerede kan varetage sine interesser, herunder f.eks. kategorier af modtagere af oplysningerne.

Loven indeholder i § 28, stk. 2, § 29, stk. 2-3, og § 30, en række undtagelser fra oplysningspligten. Det afhænger af en konkret vurdering i hvert enkelt tilfælde, hvorvidt der vil kunne gøres undtagelse fra oplysningspligten.

3. I henhold til lovforslagets § 1, nr. 25, indsættes som stk. 6, i § 93 i lov om værdipapirhandel m.v., en bestemmelse om, at Finanstilsynet, såfremt det skønnes hensigtsmæssigt, i sager om overtrædelse af de i bestemmelsen nærmere opregnede bestemmelser, kan offentliggøre påtaler, der meddeles i henhold til § 83, stk. 1, og daglige eller ugentlige bøder, der pålægges i henhold til § 95, medmindre offentliggørelsen vil medføre alvorlig fare for finansmarkederne eller vil forvolde sagens parter uforholdsmæssig stor skade.

Det fremgår af bemærkningerne til bestemmelsen, at med den foreslåede bestemmelse gennemføres markedsmisbrugsdirektivets artikel 14, stk. 4. Af markedsmisbrugsdirektivet fremgår, at de kompetente myndigheder skal have adgang til at offentliggøre administrative sanktioner og foranstaltninger, som myndighederne pålægger i konkrete sager. Da den foreslåede udvidelse af Finanstilsynets adgang til offentliggørelse er en konsekvens af markedsmisbrugsdirektivet, forslås det præciseret i bestemmelsen, at adgangen til offentliggørelse af påtaler og tvangsbøder alene skal gælde i sager, der vedrører overtrædelser af regler, der gennemfører markedsmisbrugsdirektivet.

Datatilsynet har noteret sig, at offentliggørelsen af påtaler og tvangsbøder bygger på markedsmisbrugsdirektivets artikel 14, stk. 4.

Datatilsynet forudsætter at reglerne i markedsmisbrugsdirektivet er afklaret i forhold til databeskyttelsesdirektivet, herunder databeskyttelsesdirektivets artikel 8, stk. 5.

Datatilsynet kan imidlertid ikke udelukke, at den foreslåede offentliggørelse kan være en fravigelse af persondatalovens regler. Forholdet til persondataloven ses ikke omtalt i bemærkningerne til lovforslaget.

Persondatalovens § 8 kan fraviges ved særlovgivning, hvis denne ikke strider mod databeskyttelsesdirektivet. Datatilsynet har imidlertid i andre sager om fravigelse af persondataloven givet udtryk for den opfattelse, at en særskilt hjemmel til registrering og videregivelse af oplysninger i videre omfang end, hvad der følger af persondataloven, kun bør tilvejebringes, hvis vægtige samfundsmæssige hensyn taler herfor. Datatilsynet har i sådanne sager fundet ikke at burde udtale sig om, hvorvidt dette var tilfældet.

I det omfang det med den foreslåede bestemmelse er tilsigtet at fravige persondataloven, skal Datatilsynet anbefale, at dette præciseres i bemærkningerne.

4. Datatilsynet skal for en god ordens skyld henlede opmærksomheden på persondatalovens § 57. Efter denne bestemmelse skal der indhentes en udtalelse fra Datatilsynet i forbindelse med udfærdigelse af bekendtgørelser, cir-

kulærer eller lignende generelle retsfor skrifter, der har betydning for beskyttelsen af privatlivet i forbindelse med behandling af oplysninger.

Datatilsynet har ikke i øvrigt bemærkninger til det modtagne lovforslag.

Kopi af dette brev er dags dato sendt til Justitsministeriets Lovafdeling.

Med venlig hilsen

Anette Gramstrup



danskenergi

Finanstilsynet
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

Rosenørns Allé 9
DK-1970 Frederiksberg C
Tlf: 35 300 400
Fax: 35 300 401
e-mail: de@danskenergi.dk
www.danskenergi.dk

Dok. ansvarlig: TAT
Sekretær: bd
Sagsnr: 05/400
Doknr: 20

18-08-2006

Finansiell handel med el: Dansk Energis hørings svar om gennemførelse af direktivet om markedet for finansielle instrumenter (MIFID-direktivet) i Danmark

Dansk Energi har analyseret udkastet til lovforslag med interesse, og udkastet giver foreningen anledning til følgende bemærkninger og anbefalinger.

Dansk Energis overordnede holdning er, at når MIFID-direktivet gennemføres i Danmark, bør implementeringen ske med maksimal respekt for, at finansiell handel med el er væsensforskellig fra handel med bank-, forsikrings- og realkreditydelser, og navnlig opfylder helt andre formål.

MIFID vurderes at kunne have betydning på en række centrale forretningsområder for elhandelselskaberne i Danmark, og dermed også for elkunderne. Først og fremmest angår MIFID som noget nyt handel med derivater af råvarer, herunder af elektricitet og anden energi. Også begrebet investeringsservice er udvidet, og omfatter nu bl.a. porteføljeforvaltning samt handel i egen bog med derivater af elektricitet og energi. Det samme gælder handel med finansielle prissikringsinstrumenter. De udvidede regler indebærer en risiko for, at elhandelselskaber, der udbyder produkter i form af porteføljeforvaltning og derivathandel, enten kan blive stillet over for krav om, at selskaberne indhenter tilladelse til fondsmæglervirksomhed efter de finansielle regler, eller at de i realiteten ophører med at udbyde disse produkter.

Af MIFID fremgår imidlertid, at det ikke indeholder regler, der adresserer de specifikke forhold, der gælder på det finansielle elmarked.

Nedenfor argumenteres for, at elhandel fortsat bør være fritaget fra den finansielle regulering, da der ikke er et reelt behov herfor, og da der efter Dansk Energis kendskab ikke er eksempler på, at der har været problemer i praksis.



Den finansielle regulering er ikke møntet på energisektorens særlige forhold

MIFID-reglerne retter sig mod beskyttelse af investorerne på de egentlige finansielle markeder. Det er her MIFID har sit hovedområde, og der bør derfor ved implementeringen af direktivet tages højde for, at handel med elektricitet og elektricitetsrelaterede finansielle instrumenter ligger i kanten af direktivets fokus (et fokus, som er på de produkter, der udbydes af egentlige finansielle virksomheder).

Det finansielle elmarked er ikke et "investormarked" som f.eks. aktiemarkedet. Navnlig har elmarkedet til hovedopgave at opfylde behovet for stabile rammer og forudsigelige markedsforhold for større slutbrugere af energi, typisk elforsyningsselskaber, store industrielle slutbrugere m.v. Der deltager af samme grund hverken forbrugerkunder eller andre ikke-professionelle aktører i handel på den nordiske elbørs Nord Pool. Når de større, erhvervsdrivende elkunder, der er aktive på elmarkedet, benytter sig af finansiell afdækning, sker det for at sikre elprisen – ikke for at investere i elektriciteten som et omsætningsgode. Dertil kommer, at de fleste produkter med interesse for de større, erhvervsdrivende elkunder kan cleares og bliver clearret gennem Nord Pool's clearingsystem. Derved elimineres modpartsrisikoen.

De produkter, der pt. findes i markedet kan overordnet sammenfattes i tre hovedgrupper:

- (1) Rene fysiske produkter (køb og salg af kilowatt-timer): Disse produkter har aldrig været omfattet af den finansielle regulering, og dette har heller aldrig været aktuelt.
- (2) Finansiell afdækning i forbindelse med fysisk leverance, f.eks. differencekontrakter med underliggende fysisk ydelse: Dette produkt er ikke pt. omfattet af den finansielle regulering, og bør heller ikke være det.
- (3) Rene finansielle produkter til slutkunder uden underliggende fysisk leverance til kunden: Dansk Energi har hele tiden anset rene finansielle produkter for – i princippet – omfattet af den finansielle regulering (dog med den modifikation, der følger af Finanstilsynets undtagelsesbekendtgørelse med hensyn til elderivater til professionelle elkunder med et forbrug over 10 mio. kilowatttimer om året, og til andre energiselskaber).

I engros-markedet handles endvidere en række produkter mellem professionelle aktører. Denne handel er i dag ikke omfattet af den finansielle regulering, og bør heller ikke omfattes. Som eksempel herpå kan nævnes market maker-funktioner, der består i, at et eller flere selskaber har påtaget sig at stille priser i engros-markedet. Disse produkter har ikke før været omfattet. Dansk Energi har svært ved at se rationalet bag, at man skulle omfattes af reguleringen for at yde markedet en sådan likviditetsfremmende ydelse.

Det er uklart, hvordan produkter i engros-markedet der anvendes til afdækning for decentrale kraftvarmeproducenter skal ansues i den finansielle regulerings optik. Da der er tale om en hedge af en fysisk leverance, anbefaler Dansk Energi, at disse produkter ikke omfattes af den finansielle regulering.

Elhandelsselskabernes handel med elderivater er ikke ureguleret, men er underlagt de regler, der er udstukket af den fælles nordiske elbørs Nord Pool i Oslo. Ud over at være et forum for handel, har elbørsen til formål at sikre gennemsigtighed i prisdannelsen. Nord Pool fungerer i



stil med andre råvarebørser og har detaljerede regler om sikkerhedsstillelse, forbud mod insiderhandel og markedsmanipulation o.lign. Nord Pool er allerede under de norske finanstillsynsmyndigheders tilsyn. Handel på Nord Pool er i ganske vidt omfang styrende for bilateral handel, og denne cleares ligeledes via Nord Pool's clearingsystem.

Selskabernes salg til forbrugerkunder og slutkunder er samtidig reguleret af Energitilsynet efter elforsyningslovgivningen med hensyn til gennemsigtighed omkring priser og vilkår (elforsyningslovens § 82). Den gennemsigtighed, som elforsyningslovgivningen tilsigter, udspringer af samme formål som det, der ligger bag investorbeskyttelsen i MIFID-reguleringen, nemlig hensynet til at navnlig forbrugerkunder kan forstå selskabernes ydelser og disses prissætning.

I kraft af at handel på det finansielle elmarked allerede er underlagt børsens og energimyndighedernes regler, finder Dansk Energi, at man bør være varsom med at underkaste elhandels-selskaberne yderligere lag af regulering i form af finansiell regulering.

Handel med energiderivater bør fortsat forblive undtaget fra den finansielle regulering

Som nævnt har finansiell elhandel et andet sigte end handel på andre finansielle markeder, idet formålet med finansiell elhandel er at understøtte markedet for fysisk el. Elmarkedet i Danmark og de omkringliggende lande er liberaliseret, og det er almindeligt anerkendt, at handel på markedsvilkår er både nyttigt og gavnligt, når det handler om at realisere de fordele, der ligger i en liberalisering. Velfungerende fysiske engros-markeder og tilhørende finansielle markeder er også til fordel for slutbrugerne af energi, eftersom markedshandel gør det muligt for elhandels-selskaberne at styre og begrænse deres risiko. Det har betydning for mulighederne for at pris-sikre strømmen.

Et tilstrækkeligt udbud af prissikringsydelser er naturligvis også væsentlig for elkundernes adgang til at styre deres elpris.

På denne baggrund er der efter Dansk Energis opfattelse ikke noget reelt behov for intens finansiell regulering af handel med el og anden energi, og MIFID-direktivet undtager da også store dele af råvarehandelen fra de krav, som direktivet stiller til investorrettede ydelser og produkter fra finansielle virksomheder.

I Danmark har finansiell handel med el og elprodukter hidtil været undtaget fra den finansielle regulering, herunder kravene om tilladelse m.v., jf. bl.a. Finanstillsynets bekendtgørelse nr. 938 af 16. september 2004 (nugældende). Bekendtgørelsen undtager i første række virksomheder med hovederhverv inden for handel og produktion af elektricitet for så vidt angår investerings-service i form af derivater til andre elhandels-selskaber og til professionelle elkunder med et årsforbrug over 10 mio. kilowatttimer om året.

Efter Dansk Energis opfattelse kan den hidtidige undtagelse opretholdes fuldt ud efter gennemførelse af MIFID, da direktivets artikel 2 udtrykkeligt undtager virksomheder, der for egen regning handler med finansielle instrumenter eller yder investeringsservice inden for råvarederiva-



ter til kunderne i deres hovederhverv, når virksomheden er accessorisk i forhold til hovederhvervet på koncernniveau. Der er for Dansk Energi ikke tvivl om, at elektricitet er indbefattet i undtagelsen for råvarer.

Der er endvidere grund til at henlede opmærksomheden på, at mange af elhandelsselskaberne er små eller mellemstore virksomheder, typisk med under 20 ansatte. De administrative byrder ved løbende at skulle godtgøre og dokumentere opfyldelsen af de krav, som den finansielle regulering stiller (herunder solvens- og minimumskapitalbetingelser, finansielle complianceprogrammer m.v.), står efter vores opfattelse ikke mål med selskabernes administrative kapacitet. Kravene ville formentlig munde ud i øgede omkostninger til skade for kunderne, som beskyttelseshensynet bag direktivet netop sigter på. Der er ligeledes risiko for, at selskabernes palet af produkter bliver mindre – ligeledes til skade for kunderne.

Mange aktører på elmarkedet gavner konkurrencen

Danmark indgår fuldt i det nordiske elmarked, og danske elhandelsselskaber foretager en væsentlig del af deres fysiske og finansielle handel på den nordiske elbørs Nord Pool. Det nordiske elmarked er modent i forhold til andre europæiske regionale markeder og kendetegnes ved, at der er behov for større fysisk og finansiell likviditet og flere aktører. Det er vigtigt, at der ikke sker koncentration på markedet, ligesom det også er vigtigt, at kunderne fortsat har mulighed for at få mange attraktive tilbud og produkter fra elhandelsselskaberne.

Samtidig giver et fælles nordisk marked først et markeds fordele for handlende og kunder, hvis selskabernes konkurrencevilkår er gjort ens og ikke varierer mellem de nordiske lande.

Det er derfor afgørende for branchen, at MIFID-direktivet implementeres således, at danske selskaber ikke underlægges strengere krav, end hvad der gælder i de øvrige nordiske lande.

Hvis der – mod Dansk Energis anbefaling – skal opstilles yderligere barrierer for adgangen til elmarkedet i form af regulering fra Finanstilsynet, er det yderst vigtigt af hensyn til det nordiske marked, at den danske regulering svarer nøjagtigt til den norske og svenske regulering. Herved bemærkes, at Norge og Sverige efter vore oplysninger har tænkt sig at implementere undtagelserne til direktivet bredest muligt med hensyn til handel med energiderivater. I Norge har det lovforberedende udvalg endda foreslået at skrive undtagelsesbestemmelsen i direktivets art. 2 ind i selve loven. Ifølge de oplysninger, Dansk Energi har fra den tyske energibrancheorganisation, agter også Tyskland at gennemføre undtagelserne med hensyn til derivathandel bredest muligt.

Hvis elhandel måtte blive inddraget under den finansielle regulering vil der endvidere opstå et behov for tage stilling til, hvordan produkterne på elmarkedet prissættes af hensyn til de opgørelser af kapitaldækning og solvens, som MIFID-reglerne kræver. I forlængelse heraf bør Dansk Energi for en ordens skyld også understrege, at der af hensyn til selskaberne bør fastsættes en lang frist inden for direktivets ramme.



Dansk Energis anbefalinger

Sammenfattende anbefaler Dansk Energi

- at den offentligretlige finansielle regulering begrænses til de områder, hvor der foreligger behov for at regulere, navnlig hvor ikke-professionelle investorer bør beskyttes;
- at undtagelsesbestemmelserne i direktivets artikel 2 gennemføres i det videst mulige omfang;
- at implementeringen generelt tager højde for de særlige forhold, der gælder på markederne for handel med energi og energiderivater; og
- at en kommende bekendtgørelse om udførelse af tjenesteydelser uden tilladelse som minimum undtager de energiselskaber, der er undtaget i den nuværende bekendtgørelse.

Dansk Energi står til rådighed for afklaring af de spørgsmål, som MIFID-reguleringen rejser i forhold til handel med el og energiderivater.

Med venlig hilsen
Dansk Energi

Thomas Andersen Thrane

Thomas Andersen Thrane