



NOTAT

15. marts 2017

Høringsnotat vedrørende forslag til lov om kapitalmarkeder og lov om ændring af lov om finansiel virksomhed, lov om finansielle rådgivere og boligkreditformidlere og forskellige andre love (Gennemførelse af direktiv om markeder for finansielle instrumenter (MiFID II) og ændringer som følge af den tilhørende forordning om markeder for finansielle instrumenter (MiFIR) m.v.) (Marts I)

1. Indledning

Formålet med de to lovforslag er at øge gennemsigtigheden i handlen med finansielle instrumenter, som fx aktier og obligationer, til fordel for investorerne, styrke forbrugerbeskyttelsesniveauet og skabe bedre konkurrence mellem de aktører, der er til stede på kapitalmarkederne.

Endvidere sikres det, at rammerne for handel med finansielle instrumenter fortsat er tidssvarende og anvendelige samt med til at sikre velfungerende og effektive kapitalmarkeder til gavn for den finansielle stabilitet og kapitalfremskaffelsen for virksomheder, herunder små og mellemstore virksomheder.

Forslag til lov om kapitalmarkeder erstatter den gældende lov om værdipapirhandel m.v. og er det mest betydningsfulde reguleringsinitiativ inden for kapitalmarkedsområdet siden gennemførelsen af Børsreform II, der dannede grundlag for udarbejdelsen af værdipapirhandelsloven i 1995.

Med lovforslagene gennemføres Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter (herefter MiFID II) og de ændringer, der er nødvendige for anvendelsen af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 600/2014 af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter (herefter MiFIR)

Lovforslagene blev sendt i høring den 14. december 2016 med frist for høringssvar den 16. januar 2017. Der er modtaget 19 høringssvar.

De væsentligste bemærkninger fra de hørte parter til de enkelte emner i lovforslagene gennemgås og kommenteres nedenfor.

Visse høringssvar har givet anledning til redaktionelle og tekniske ændringer og præciseringer i lovtekst og bemærkninger. Disse ændrer ikke ved substansen i de pågældende forslag til lovbestemmelser og omtales derfor ikke nærmere i dette notat. Derudover indeholder enkelte høringssvar bemærkninger og opfordringer til lovinitiativer både på nationalt og

europæisk plan, som ikke vedrører nærværende lovforslag. Disse omtales som udgangspunkt heller ikke nærmere i dette notat.

2. Generelle bemærkninger

De hørte parter er generelt positive over for lovforslagene, herunder i forhold til at sikre at reglerne er anvendelige, tidssvarende og sammenhængende samt i forhold til at undgå overflødig regulering.

Nasdaq Copenhagen bemærker, at lov om værdipapirhandel m.v. længe har trængt til en gennemgribende revision, da den har båret præg af mange års lovgivningsmæssige knopskydninger, og Nasdaq udtrykker derfor tilfredshed med den nye kapitalmarkedslov.

2.1. Implementering af EU-ret

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen, Dansk Industri, Danmarks Rederiforening og ATP anfører, at de er positive over for regeringens principper for implementering af EU-regulering. Der er en overordnet opbakning til, at der med lovforslagene er tilsigtet en minimumsimplicitering.

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører endvidere, at det i bemærkningerne til hver bestemmelse bør angives, om den nationale regulering går videre end minimumskravene i EU-reguleringen. Er dette tilfældet, bør det beskrives i bemærkningerne hvorfor. Det anføres videre, at det bør fremgå af de almindelige bemærkninger, at der er tale om en direktivkonform implementering. Til en række forslag til bestemmelser i lov om kapitalmarkeder anføres det, at de afviger fra direktivteksten.

Kommentar

Med forslaget til afsnit 9 under de almindelige bemærkninger i lov om kapitalmarkeder er forholdet til EU-retten nærmere beskrevet. På de områder, hvor lovforslaget går videre end direktivets krav, er dette anført og ledsaget af en forklaring på, hvorfor der foreslås yderligere regler eller krav på de enkelte områder. Det bemærkes, at de steder, hvor lovforslaget stiller flere krav end minimumskravene i direktiverne er det fortsat indenfor de valgmuligheder, som direktiverne giver.

Det fremgår af forslaget til afsnit 9 under de almindelige bemærkninger, at der er tale om direktivnær implementering.

Ordlyden af enkelte lovbestemmelser fraviger direktivteksten, fordi det vurderes at en ændret ordlyd vil tydeliggøre indholdet af bestemmelsen. Der vil derfor i enkelte tilfælde ikke være tale om en ordret gengivelse af direktiverne. Der er ikke hermed tilsigtet en ændring i indholdet, forståelsen eller fortolkningen af de pågældende EU-regler.

2.2. Beskrivelse af eventuel ændring af retstilstanden (lov om kapitalmarkeder)

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at det udtrykkeligt bør beskrives, om forslaget medfører en ændring af gældende ret, og i givet fald hvilken ændring.

Kommentar

Lov om kapitalmarkeder viderefører i et vist omfang gældende ret i lov om værdipapirhandel m.v. Det fremgår af indledningen i de specielle bemærkninger til de enkelte bestemmelser, om bestemmelsen viderefører en gældende bestemmelse. Det fremgår også, om videreførelsen sker med sproglige ændringer og/eller eventuelle materielle ændringer. Hvis det sidste er tilfældet, er den materielle ændring kort beskrevet.

3. Bemærkninger til konkrete emner

Kommenteringen af høringssvarene vil ske med udgangspunkt i opdelingen anført nedenfor. Pkt. 3.1-3.10 omhandler alene bemærkninger til forslaget til lov om kapitalmarkeder (herefter KML) og svarer til overskriften på de relevante afsnit i KML, mens pkt. 3.11 alene omhandler bemærkninger til forslaget til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed, lov om finansielle rådgivere og boligkreditformidlere og forskellige andre love (herefter følgeloven).

- 3.1. Generelle bestemmelser
- 3.2. Udstedere og udbydere
- 3.3. Regulerede markeder
- 3.4. Multilaterale handelsfaciliteter (MHF) og organiserede handelsfaciliteter (OHF)
- 3.5. Fælles regler for markedspladser
- 3.6. Fondsmæglerselskaber m.fl.
- 3.7. Udbydere af dataindberetningstjenester
- 3.8. Netting, tilslutning til en værdipapircentral (CSD), registrering, finansiel sikkerhedsstillelse og slutafregning
- 3.9. Tilsyn og offentliggørelse
- 3.10. Straf
- 3.11. Følgeloven

3.1. Generelle bestemmelser

3.1.1. Anvendelsesområdet

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at det ikke er optimalt at benytte termen ”fondsmæglerselskab”. Det findes upræcist at angive i bemærkningerne til forslaget til § 2 i KML, at begrebet fondsmægler erstatter værdipapirhandler, da der ikke med den nye lov er en samlebetegnelse for virksomheder omfattet af loven. Det foreslås, at begrebet investeringselskab i stedet anvendes.

Kommentar

Det bemærkes, at der heller ikke i lov om værdipapirhandel m.v. er en samlet betegnelse for alle, der er omfattet af loven. Både lov om værdipapirhandel m.v. og KML omfatter en lang række juridiske og fysiske

personer og omfatter dermed flere end begrebet værdipapirhandler dækker over.

Når betegnelsen ”fondsmæglerselskab” er valgt fremfor ”investerings-selskab” skyldes det, at investeringsselskab anvendes i lov om finansiel virksomhed, hvor det hovedsagligt omfatter udenlandske virksomheder, der udøver aktiviteter som omfattet af bilag 4, afsnit A, til lov om finansiel virksomhed. Det er derfor fundet uhensigtsmæssigt at anvende terminologien investeringsselskab i KML. Dette præciseres i bemærkningerne til bestemmelsen.

3.1.2. Definitioner

3.1.2.1. *Multilateralt system, reguleret marked, multilateral handelsfacilitet (MHF) og organiseret handelsfacilitet (OHF)*

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører generelt, at definitionerne i loven bør følge MiFID II stringent.

Danske Advokater og Nasdaq Copenhagen anfører, at definitionerne af et multilateralt system, et reguleret marked, en multilateral handelsfacilitet (MHF) og en organiseret handelsfacilitet (OHF), jf. lovforslagets § 3, nr. 1, 2, 3 og 4, ikke svarer til definitionerne i MiFID II. Det anføres, at disse bør være ens for at undgå fortolkningstvivel.

Kommentar

Definitionsbestemmelserne i MiFID II indeholder i nogle tilfælde ud over selve definitionen af begrebet pligter af materiel karakter. I disse tilfælde gennemføres implementeringen dels som en definitionsbestemmelse og dels som en bestemmelse, der indeholder en forpligtelse. Som følge heraf gennemføres de pågældende definitionsbestemmelser i MiFID II ikke nødvendigvis tekstnært. Dermed fremhæves det, at eksempelvis forskellen på et reguleret marked og en multilateral handelsfacilitet (MHF) vedrører de regler, som markedspladsen anvender, frem for selve aktiviteten.

Med definitionerne i lovforslaget på et multilateralt system, et reguleret marked, en multilateral handelsfacilitet (MHF) og en organiseret handelsfacilitet (OHF) er der tilsigtet en direktivnær implementering af de tilsvarende definitioner i MiFID II. For at gøre definitionerne mere forståelige er sproget i lovtæksten anderledes end i direktivet. Der er dog ikke tilsigtet nogen indholdsmæssig forskel mellem definitionerne i lovtæksten og definitionerne i direktivet. Dette præciseres i bemærkningerne til bestemmelserne.

3.1.2.2. *Algoritmisk handel*

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at kontrolforanstaltningerne ved algoritmisk handel er betydelige, og derfor bør forarbejderne til det foreslåede § 3, stk. 1, nr. 18, forholde sig mere konkret til, hvad der er algoritmisk handel og eventuelle usikkerheder forbundet med at fastslå dette. Konkret bør det, hvis det er afklaret i regi af ESMA, fremgå

af bemærkningerne, hvorvidt bestemmelsen samt bestemmelserne i kapitel 24 finder anvendelse for handler, der er foretaget over the counter "OTC".

Kommentar

Definitionen af algoritmisk handel og reglernes nærmere anvendelsesområde vil blive fastlagt på europæisk niveau 2 eller 3, dvs. enten i form af en delegeret retsakt eller i form af guidelines. Det vurderes derfor ikke hensigtsmæssigt at forsøge at foruddiskontere indholdet heraf ved at udbyde bemærkningerne i lovforslaget nærmere.

3.1.2.3. Algoritmisk højfrekvensteknik

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen har anført, at det bør fremgå tydeligere, at kriterierne i det foreslåede § 3, stk. 1, nr. 20, i KML for, hvornår der er tale om algoritmisk højfrekvensteknik, er kumulative. Derudover bør det fremgå af bestemmelsen, hvad der karakteriserer "en hurtig direkte elektronisk adgang".

Kommentar

Algoritmisk højfrekvenshandel er en særlig form for algoritmisk handel, hvor et handelssystem meget hurtigt analyserer data eller signaler fra markedet og derefter reagerer på analysen ved at afgive eller opdatere et stort antal ordrer på meget kort tid. Det fremgår af bestemmelsens ordlyd, at kriterierne a, b og c skal være opfyldt, for at der er tale om algoritmisk højfrekvensteknik. Derudover vil det blive præciseret i bemærkningerne, at der er tale om kumulative betingelser.

"Hurtig direkte elektronisk adgang" er ikke defineret direkte i EU-lovgivningen. Begrebet "direkte elektronisk adgang" er defineret i artikel 4, stk. 1, nr. 41, i MiFID II og i lovforslagets § 3, stk. 1, nr. 19. Kommissionen er tillagt beføjelse til at vedtage delegerede retsakter med henblik på at præcisere definitionerne i artikel 4. Kommissionen har i denne forbindelse offentliggjort forslag til delegeret retsakt (COM 2016(2398)), hvortil der henvises, dog med det forbehold, at der er tale om et forslag og ikke en endelig forordning. Det tilføjes i bemærkningerne, at Kommissionen har beføjelse til at vedtage delegerede retsakter, der bl.a. vil indeholde en nærmere præcisering af definitionen "direkte elektronisk adgang". Det er dog usikkert, om Kommissionen i den sammenhæng vil komme med en præcisering af "hurtig".

3.1.2.4. Andele i institutter for kollektiv investering

Investeringsfondsbranchen, FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at det i bemærkningerne til forslaget til § 4, stk. 1, nr. 3, i KML om definitionen af andele i institutter for kollektiv investering bør anføres, at bestemmelsen også omfatter andele i alternative investeringsfonde, der har registreret hjemsted i tredjelande, uanset om de har en markedsføringstilladelse i et EU/EØS-land.

Investeringsfundsbranchen anfører endvidere, at det er positivt, at der vil blive udstedt en bekendtgørelse med hjemmel i forslaget til § 4, stk. 2, i KML for så vidt angår kapitalforeninger, hvor der efter foreningens vedtægter kun er mulighed for deltagelse af én investor.

Kommentar

Forslaget til § 4, stk. 1, nr. 3, i KML omfatter både andele i danske alternative investeringsfonde og danske UCITS og andele i henholdsvis alternative investeringsfonde og UCITS fra andre EU/EØS-lande m.v., ligesom også andele i alternative investeringsfonde med registreret hjemsted i et tredjeland og udenlandske investeringsinstitutter er omfattet af bestemmelsen.

Det er i den forbindelse ikke relevant, om de pågældende institutter for kollektiv investering, der udbyder andele, har opnået markedsføringstilladelse i et EU/EØS-land m.v. eller ej. Markedsføringstilladelse er således ikke afgørende for, hvorvidt en andel i en alternativ investeringsfond skal anses for at være et finansielt instrument.

3.1.2.5. Investeringsforvaltningsselskaber

Investeringsfundsbranchen anfører, at forslaget til § 6, stk. 1, nr. 2, i KML tilpasses, så punktet omhandler forvaltere af alternative investeringsfonde, som ikke er selvforvaltende, og som har tilladelse som værdipapirhandler i medfør af lov om finansiell virksomhed, frem for investeringsforvaltningsselskaber med tilladelse efter lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.

Kommentar

Det er væsentligt at sondre mellem investeringsforvaltningsselskaber og forvaltere af alternative investeringsfonde. Forslaget til § 6 vedrører investeringsforvaltningsselskaber, mens forslaget til § 7 vedrører forvaltere af alternative investeringsfonde. De to bestemmelser bør regulere samme tre tilfælde for de to virksomhedstyper:

§ 6 handler om investeringsforvaltningsselskaber (IFS) og regulerer tre tilfælde:

- 1) IFS med dansk IFS-tilladelse*
- 2) IFS med dansk IFS-tilladelse og med "dobbelt-tilladelse" som FAIF*
- 3) Udenlandske IFS'er (som så kaldes administrationsselskaber) med IFS-tilladelse*

§ 7 handler om forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF) og skal regulere de samme tre tilfælde:

- 1) FAIF med dansk tilladelse*
- 2) FAIF med dansk tilladelse og med "dobbelt-tilladelse" som IFS*
- 3) Udenlandske FAIF'er*

Derfor bør der indsættes et nyt nr. i forslaget til § 7 i KML, så forvaltere af alternative investeringsfonde, der også er meddelt tilladelse efter lov om finansiel virksomhed (forvalter med "dobbelttilladelse) omfattes af begrebet "forvaltere af alternative investeringsfonde" i KML. Det foreslås på den baggrund, at der indsættes et nyt § 7, stk. 1, nr. 2, hvorefter den nuværende nr. 2 bliver nr. 3. Herved kommer de to bestemmelser til at være enslydende for hver deres virksomhedstype, hvilket har været hensigten, og den situation som Investeringsfondsbranchen nævner dækkes.

3.2. Udstedere og udbydere

3.2.1. Prospekter

Dansk Industri og Nasdaq Copenhagen ser positivt på, at reglerne om små prospekter (udbud mellem 1 og 5 mio. euro) ikke foreslås videreført. Dansk Industri anfører, at det vil gøre det nemmere for selskaber at hente kapital på kapitalmarkederne, når der er tale om mindre udbud. Nasdaq Copenhagen anfører, at det fremover vil være nemmere for mindre virksomheder at blive optaget på First North.

Investeringsfondsbranchen anfører, at der bør medtages en bestemmelse i forslaget til § 11 i KML, der svarer til § 23, stk. 4, nr. 3, i lov om værdipapirhandel m.v., der fritager andele i kollektive investeringsordninger fra prospektpligten, bortset fra fonde af den lukkede type.

Kommentar

Anvendelsesområdet for prospektreglerne fremgår af forslaget til § 1, stk. 2, i KML. Ifølge bestemmelsen omfatter anvendelsesområdet kun andele i kollektive investeringsordninger af den lukkede type. Derfor er undtagelsen for foreninger af den åbne type ikke medtaget i forslaget til § 11 i KML, da de ikke er omfattet af anvendelsesområdet.

For at undgå nogen usikkerhed – og for at imødekomme høringssvaret – tilpasses lovforslaget, så anvendelsesområdet affattes som i lov om værdipapirhandel m.v., og at andele i kollektive investeringsordninger, bortset fra de lukkede fonde, fremgår af undtagelsesbestemmelsen, som det er tilfældet i gældende ret.

3.2.2. Repræsentanter for obligationsudstedelser

3.2.2.1. Udpegning af repræsentanter

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at det kunne overvejes at fremhæve i bemærkningerne til forslaget til § 15, stk. 1, i KML, at en obligation kan være såvel et VP-registreret fondsaktiv efter KML som en fysisk obligation efter gældsloven.

Kommentar

Reglerne om repræsentanter i forbindelse med obligationsudstedelser finder anvendelse på obligationer. Der er ikke i regelsættet tilsigtet nogen sondring mellem, om en obligation er et fondsaktiv eller er papirbaseret,

hvorfor den generiske betegnelse "obligation" vurderes passende. Retsvirkningen af registrering i Finanstilsynets register er endvidere den samme uagtet obligationsudstedelsens grundlag eller form. Det foreslås, at der i bemærkningerne til anvendelsesområdet i forslaget til § 1, stk. 3, i KML tilføjes, at reglerne finder anvendelse uanset om obligationerne er papirbaserede eller fondsaktiver.

I § 3, stk. 5, i bekendtgørelse nr. 771 af 26. juni 2014 om repræsentanter i forbindelse med obligationsudstedelser er der endvidere taget højde for, at dokumentation for, at obligationen er udstedt, kan indsendes til Finanstilsynet i form af en bekræftelse fra en værdipapircentral eller anden behørig dokumentation. Sidstnævnte er indsat som en mulighed i anerkendelse af, at ikke alle obligationsudstedelser foretages via værdipapircentral.

3.2.2.2. Afsættelse af en repræsentant

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at den gældende bestemmelse i § 4 d, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., som bliver videreført i forslaget til § 16, stk. 1, i KML, også henviser til regler om afsættelse af en repræsentant. FinansDanmark og Børsmæglerforeningen mener, at det bør fremgå mere klart af bemærkningerne, om henvisningen til reglerne om afsættelse medfører nogen ændring i fortolkningen af bestemmelsen.

Kommentar

Lovforslagets bemærkninger angiver, at den foreslåede bestemmelse i § 16 med sproglige og redaktionelle ændringer viderefører § 4 c, stk. 3, og § 4 d i lov om værdipapirhandel m.v. Der er således ikke tilsigtet nogen materielle ændringer med bestemmelsen.

Kravet om at det skal fremgå af enten obligationsvilkårene eller en tilknyttet aftale, hvordan repræsentanten afsættes eller udskiftes findes stadig i § 20, stk. 1, nr. 3. De hidtidige regler var plaget af en del gentagelser, som blot er forsøgt fjernet i dette lovforslag.

3.2.2.3. Interessekonflikter

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at det bør fremgå af bemærkningerne til den foreslåede § 17 i KML, om karakteren af en interessekonflikt vil blive offentliggjort i Finanstilsynets register over obligationsejerrepræsentanter. I dag bliver det blot offentliggjort, om der foreligger en interessekonflikt. FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører endvidere, at begrebet "nærtstående", som er anvendt i et eksempel på en interessekonflikt i bemærkningerne, bør præciseres.

Kommentar

Kravene til, hvad der fremgår af Finanstilsynets register, fastsættes ved bekendtgørelse. Det er ikke hensigten, at der indsættes krav i bekendtgørelsen om, at karakteren af interessekonflikten skal fremgå af registeret.

Der lægges derfor ikke op til en ændring af de gældende regler på området. Det er derimod op til investorerne at spørge nærmere ind til karakteren af interessekonflikten hos udsteder eller repræsentanten.

For at undgå tvivl om, hvad der skal forstås ved "nærtstående", og da bemærkningerne indeholder andre eksempler på interessekonflikter, tages det nævnte eksempel ud af bemærkningerne.

3.2.2.4. Rettigheder og beføjelser

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at der til forslagene i § 18, stk. 1, og § 16, stk. 3, i KML bør indsættes en tilføjelse i bemærkningerne om, at repræsentantens beføjelser og rettigheder også omfatter retten til at indgå aftaler om pant, kautionsforpligtelser og garantierklæringer med retsvirkning for obligationsejerne. Der tænkes ikke alene på pantsætningsaftaler, men også på såkaldte interkreditoraftaler, der på mange punkter begrænser obligationsejernes rettigheder og beføjelser.

Kommentar

Reglerne om repræsentanter i forslaget til KML er tilrettelagt således, at der er stor aftalefrihed i forhold til repræsentantens rettigheder og beføjelser. Lovforslaget indeholder kun én bestemmelse om repræsentantens beføjelser, nemlig reglen i forslaget til § 18, stk. 2, i KML. På alle andre områder er repræsentantens rettigheder, beføjelser og forpligtelser styret af den indgåede aftale.

Det følger endvidere af forslaget til § 15 i KML, at repræsentanten kan varetage obligationsejernes interesser. Heraf følger også, at repræsentanten ikke har flere rettigheder og beføjelser end obligationsejerne ud over de tilfælde, hvor klausuler, jf. § 16, stk. 1, 2. pkt., begrænser obligationsejernes beføjelser til fordel for repræsentanten. Samtidig følger det af forslaget til § 16, stk. 3, at repræsentantens udøvelse af sine beføjelser har umiddelbar retsvirkning for obligationsejerne. Det gælder også i forhold til at indgå aftaler om pant, kautionsforpligtelser og garantierklæring. Hverken lovtæst eller bemærkninger indebærer at der er grænser for den umiddelbare retsvirkning af repræsentantens udøvelse af sine beføjelser.

Bemærkningerne angiver således bl.a.: "Obligationsejerne vil i forbindelse med, at de køber en obligation med en tilknyttet repræsentant, fraskrive sig de rettigheder, der i vilkårene for obligationen eller tilknyttede aftaler alene er overladt til repræsentanten."

3.2.2.5. Pant og sikkerhedsstillelse

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen henviser til, at bemærkningerne til det foreslåede § 18, stk. 2, i KML angiver, at sikkerhedsstillelsen skal vedrøre obligationsudstedelsen, hvilket dog skal forstås bredt. Det bør præciseres nærmere, hvad der skal forstås ved bred forståelse.

Kommentar

Hensigten med bestemmelsen i det foreslåede § 18, stk. 1, er, at der kan stilles sikkerhed over for repræsentanten på vegne af både obligations-ejere, men også andre, som repræsentanten repræsenterer ved den pågældende obligationsudstedelse. Det betyder, at bestemmelsen f.eks. også finder anvendelse på en betalingsagent, en verifikationsagent, værdipapircentraler og andre parter, hvis opgaveudførelse i henhold til obligationsvilkårene eller tilknyttede aftaler skal betales ud af de samme pengestrømme som obligationsejernes krav. Disse parter bidrager alle til at sikre en effektiv infrastruktur omkring udstedelsen. Repræsentanten kan også holde sikkerheder på vegne af sådanne tilknyttede kreditorer.

Formålet med forslaget til § 18, stk. 2, i KML og bemærkningerne hertil er derfor at fastslå, at når en repræsentant er registreret, kan denne holde sikkerheder på vegne af obligationsejerne og de øvrige kreditorer i § 16, stk. 1, som repræsentanten repræsenterer i forbindelse hermed. Dette kan med fordel præciseres i bemærkningerne.

3.2.3. Oplysningspligter for udstedere

3.2.3.1. Anvendelsesområdet for oplysningsforpligtelser for udstedere med aktier og gældsbeviser optaget til handel på regulerede markeder

Nasdaq Copenhagen anfører, at kapitel 5 i KML om oplysningsforpligtelser for udstedere med aktier og gældsbeviser optaget til handel på et reguleret marked ikke omfatter oplysningsforpligtelser for andre typer af udstedere omfattet af transparensdirektivet. Nasdaq Copenhagen er usikre på, hvad dette betyder i praksis, og hvad årsagen til denne indsnævring af anvendelsesområdet er.

Kommentar

Anvendelsesområdet for det foreslåede kapitel 5 i KML fremgår af det foreslåede § 1, stk. 4, i KML, hvoraf følger, at kapitlet finder anvendelse på udstedere af omsættelige værdipapirer. Der er ikke tale om materielle ændringer i forhold til anvendelsesområdet i lov om værdipapirhandel. På baggrund heraf foreslås overskriften til kapitel 5 tilpasset, så det fremgår, at kapitlet omhandler omsættelige værdipapirer. Det fremgår af forslaget til de enkelte bestemmelser i kapitlet, hvilke typer af omsættelige værdipapirer de hver især finder anvendelse på.

3.2.3.2. Krav til offentliggørelse af oplysninger

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at det bør fremgå af bemærkningerne til den foreslåede § 24 i KML, hvad der forstås med at ”udbrede oplysninger”. Dette skal gøres ved, at der henvises til vejledningen til bekendtgørelse om udsteders oplysningsforpligtelser.

Kommentar

Det fremgår af det foreslåede § 24, stk. 2, i KML, hvordan udbredelse af oplysningerne skal ske, hvilket bliver præciseret nærmere i bemærkningerne til bestemmelsen. Heraf fremgår at oplysningerne efter stk. 1 skal

udbredes via medier, som med rimelighed kan forventes at sørge for, at oplysningerne når ud til offentligheden i hele Den Europæiske Union og EØS-lande m.v. Det følger således af loven og bemærkningerne, hvad der skal forstås ved at udbrede oplysninger.

3.2.3.3. Tidsfrister i udsteders oplysningsforpligtelse og ved storaktionærmeddelelser (§§ 30, 31 og 41 i KML)

Dansk Industri, Investeringsfondsbranchen, FinansDanmark og Børsmæglerforeningen finder det positivt, at tidsfristen foreslås ændret i overensstemmelse med tidsfristerne i transparensdirektivet.

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at bemærkningerne til forslaget i henholdsvis §§ 30, 31 og 41 i KML bør præciseres ved at tilføje, at udsteder anses for at have givet meddelelse eller flaget rettidigt, hvis meddelelsen er sendt inden midnat henholdsvis den 3. og 4. hverdag efter transaktionen.

Kommentar

For at et marked kan betegnes som effektivt, forudsættes det, at der er et højt informationsniveau fra ustederne, så prisen på det enkelte omsættelige papir afspejler de fundamentale økonomiske forhold hos ustederne på de regulerede markeder. Endvidere er det vigtigt, at investorerne på samme tid får adgang til de relevante oplysninger om den enkelte usteder.

For så vidt angår flagning er det fundet væsentligt, at dette sker straks af hensyn til markedets øvrige aktører, der skal have alle relevante oplysninger om ejerskab.

Den absolutte frist på henholdsvis 3 eller 4 hverdage indebærer ikke, at usteder i alle tilfælde anses for at have givet meddelelse rettidigt, selv om meddelelsen er sendt inden midnat den 3. eller 4. hverdag efter modtagelsen af meddelelsen.

Der vil eksempelvis være tale om en overtrædelse af reglerne, hvis en virksomhed forsætligt undlader at offentliggøre besiddelse af egne aktier fra en transaktion før den absolutte frist på 4 hverdage i § 31. Dette vil blive præciseret i bemærkningerne.

For at undgå uklarheder omkring tidsfristen i den foreslåede § 41 i KML foreslås bemærkningerne hertil også tilpasset, således at der ikke længere gives det indtryk, at den absolutte frist indebærer, at investor i alle tilfælde anses for at have flaget rettidigt, hvis meddelelsen er sendt inden midnat den 4. hverdag efter transaktionen. Meddelelsen til udstederselskabet skal gives straks, og herved forstås, at investor umiddelbart efter at have foretaget investeringen skal sende meddelelse herom til udstederselskabet og Finanstilsynet.

Ved en gennemgang af reglerne omkring storaktionærmeddelelserne ses der ikke at være overensstemmelse med anvendelsen af terminologierne ”flagningspligt” og ”meddelelsespligt”. Lovforslaget foreslås derfor endvidere tilpasset således, at terminologien for henholdsvis flagningspligt og meddelelsespligt vil blive anvendt konsekvent. Ved flagningspligt skal der fremadrettet forstås de tilfælde, hvor en storaktionær meddeler besiddelse af aktier, samt de tilfælde, hvor udsteder meddeler besiddelse af egne aktier. Det findes hensigtsmæssigt, at udsteders pligt til at give meddelelse, når en storaktionær meddeler at have nået eller passeret en flagningspligtig grænse, fremadrettet omfattes af udsteders oplysningsforpligtelse, og at denne pligt defineres som meddelelsespligten.

3.2.3.4. Udsteders pligt til at meddele besiddelse af direkte og indirekte besiddelse af egne aktier

ATP anfører, at det er en væsentlig forringelse af gennemsigtigheden for investorerne, når udsteders flagningspligt for egne aktier i den foreslåede § 31 i KML fremadrettet kun skal gælde, når besiddelsen udgør, overstiger eller falder under grænserne på 5 eller 10 pct. af stemmerettighederne eller aktiekapitalen. Baggrunden herfor er, at det betragtes som værende mindst lige så vigtigt for investorerne at få oplysninger om eventuelle ændringer af de øvrige grænser for udsteders besiddelse af egne aktier som for andre storaktionærer, herunder ikke mindst i forhold til beregning af stemmewægt på generalforsamlinger. ATP foreslår på den baggrund, at de gældende grænser for udsteders flagning af egne aktier fastholdes.

Kommentar

Reglerne om offentliggørelse af en meddelelse om udsteders direkte og indirekte besiddelse af egne aktier, når besiddelsen udgør, overstiger eller falder under grænserne 5 og 10 pct. af stemmerettighederne eller aktiekapitalen, er en videreførelse af den hidtidige gennemførelse af gennemsigtighedsdirektivet. Grænserne på 5 og 10 pct. er valgt som følge af en direktivnær implementering.

Investorer kan endvidere finde oplysninger om udstederselskabets ejerskab over egne aktier i Det Offentlige Ejerregister. Derfor findes hensynet til, at investorerne får kendskab til udsteders besiddelse af egne aktier via flagning, ud over de krav der stilles i den foreslåede § 31 i KML, ikke at kunne begrunde en fravigelse fra den direktivnære implementering.

3.2.3.5. Ligebehandling af aktionærer m.v.

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at anvendelse af ordet ”generalforsamling” i den foreslåede § 35, stk. 3, i KML ikke harmonerer med betragtning 22 i præambelen til gennemsigtighedsdirektivet, der omtaler generalforsamlinger (general meeting) som noget, der kan afholdes for såvel aktionærer som obligationsejere. FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at ”generalforsamlinger” bør forstås bredt, og at det også kan være et obligationsejermøde. Til sidst anfører FinansDanmark og Børsmæglerforeningen, at det vil være mest hensigtsmæssigt, at

det er den berørte kreds af værdipapirejere, som beslutter, hvorledes kommunikationen med den pågældende kreds skal foregå.

Kommentar

Med den foreslåede § 35, stk. 3, i KML er der tiltænkt en direktivnær implementering af betragtning 22 til gennemsigthedsdirektivet.

Af betragtning 22 fremgår det, at det på en generalforsamling for indehavere af aktier og/eller gældsbeviser bør kunne besluttes, om der skal gøres brug af moderne informations- og kommunikationsteknologi. Af denne grund tilpasses lovforslaget, så beslutning om anvendelsen af elektronisk kommunikation over for indehavere fremadrettet træffes på en generalforsamling eller et obligationsejermøde. Bemærkningerne til den foreslåede § 35, stk. 3, tilpasses i overensstemmelse hermed.

3.3. Regulerede markeder

3.3.1. Tilladelse m.v.

Nasdaq Copenhagen finder det positivt, at erhvervsministeren med den nye bestemmelse i § 62, stk. 1, nr. 2, i KML kun har mulighed for at fastsætte regler om, at et reguleret marked har en underretningspligt over for Finanstilsynet ved indgåelse af aftaler om outsourcing eller andre forhold af vidtrækkende betydning. Hermed ophæves den tidligere pligt i § 12, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v. om forudgående tilladelse fra Finanstilsynet, som ifølge Nasdaq Copenhagen har været betydelig ressourcerekrævende i forhold til tilsvarende processer i de andre nordiske lande.

Nasdaq Copenhagen foreslår, at bestemmelsen i § 61, stk. 2, udgår, da der er tale om en national regel, der begrænser et reguleret markedes frihed til at fastsætte sit eget navn. Nasdaq Copenhagen finder ikke, at det er navnet på operatøren af et reguleret marked, der skal sikre klarhed om, hvilke regler, der er knyttet til de finansielle instrumenter, og de finder heller ikke grund til, at danske operatører af regulerede markeder skal begrænses i deres valg af navn i forhold til udenlandske operatører af regulerede markeder.

Kommentar

Formålet med navnepligten for et reguleret marked i forslaget til § 61, stk. 2, er overordnet at sikre, at det fremgår tydeligt, at der er tale om et reguleret marked, hvormed der gælder andre offentligretlige regler, end der eksempelvis gør for en multilateral handelsfacilitet (MHF) eller en organiseret handelsfacilitet (OHF), herunder hvilke regler der gælder for handlen med de finansielle instrumenter. I bestemmelsens 2. pkt. er der ligeledes indbygget en valgfrihed, idet det fremgår heraf, at navnepligten for det regulerede marked ikke gælder, såfremt det på anden måde klart fremgår, hvilke regler der er knyttet til de finansielle instrumenter, som er optaget til handel på det pågældende regulerede marked. På baggrund af den i forvejen indbyggede valgfrihed findes der ikke grundlag for at opretholde navnepligten men i stedet blot stille krav om, at det klart skal

fremgå, hvilke regler der er knyttet til de finansielle instrumenter, som er optaget til handel. Det foreslås derfor at lovforslaget tilpasse således, at navnepligten i § 61, stk. 2, 1. pkt. udgår af lovforslaget.

3.3.2. Ledelse og indretning af det regulerede marked

Nasdaq Copenhagen stiller spørgsmål ved grænsen på 100 mio. kr. eller derudover i to på hinanden følgende regnskabsår, der afgør, hvilke krav der stilles til ledelsen i en operatør af et reguleret marked. Det anføres, at MiFID II ikke angiver denne grænse.

Nasdaq Copenhagen anfører videre, at artikel 45, stk. 4, i MiFID II giver mulighed for, at undtage fra nedsættelse af en nomineringsudvalg, hvis ledelsesorganet ikke har kompetence i forhold til udnævnelse. Nasdaq Copenhagen mener, at det er tilfældet i dansk ret, og at undtagelsen derfor bør udnyttes.

Nasdaq Copenhagen anfører desuden, at det af artikel 45, stk. 7, i MiFID II følger, at i forbindelse med meddelelse af tilladelse til et reguleret marked, skal medlemsstaterne sikre, at den eller de personer, der rent faktisk leder et allerede godkendt reguleret markeds forretninger og drift, anses for at opfylde kravene om egnethed og hæderlighed. Nasdaq Copenhagen anfører, at det betyder, at der for disse personer ikke skal foretages en ny egnetheds- og hæderlighedsvurdering i Danmark.

Nasdaq Copenhagen foreslår endvidere, at en tilsvarende mulighed også skal kunne finde anvendelse på situationer hvor en operatør af et reguleret marked i drift foretager udskiftning i bestyrelsen eller direktionen, idet der ikke synes at være nogen grund til, at hensynet bag artikel 45, stk. 7, i MiFID II ikke også skulle gælde i disse situationer.

Kommentarer

Artikel 45, stk. 2, litra a, fastsætter specifikke krav til hæderligheds- og egnhedsvurderingen, og artikel 45, stk. 4, i MiFID II fastsætter hvornår der skal nedsættes et nomineringsudvalg. Begge bestemmelser indeholder krav, der kun gælder for operatører af et reguleret marked, der er væsentlige i kraft af deres størrelse, interne organisation og deres aktiviteter art, omfang og kompleksitet.

Bestemmelserne gennemføres med lovforslagets §§ 65 og 70. Grænsen for, hvornår en operatør af et reguleret marked bliver omfattet af bestemmelserne, er fastsat ud fra en vurdering af, hvordan bestemmelserne i MiFID II tilpasses danske forhold. Den stationære grænse på 100 mio. kr. eller derover vurderes at afspejle en operatør af et reguleret marked, der i en dansk kontekst anses for at være væsentlig i kraft af sin størrelse, interne organisation og sine aktiviteter art, omfang og kompleksitet. Med denne grænse vil Nasdaq Copenhagen på nuværende tidspunkt være eneste operatør, der omfattes af bestemmelserne. Begrundelsen for den

anvendte grænse vil blive tilføjet i de specielle bemærkninger til §§ 65 og 70.

Efter dansk selskabsret er det generalforsamlingen, der vælger medlemmer til selskabets bestyrelse, men bestyrelsen har en vigtig rolle i udvælgelsen af kandidater. Indstillingen af nye bestyrelsesmedlemmer til generalforsamling forestås i praksis ofte af bestyrelsen, der vil være nærmest til at vurdere, hvilke kompetencer der savnes, og dermed hvilke kandidater der er egnede til at indgå i bestyrelsen. Bestyrelsen har således i praksis kompetence til at udvælge kandidater til bestyrelsen i form af indstilling til generalforsamlingen, hvorfor undtagelsen i artikel 45, stk. 4 ifht. nomineringsudvalg, ikke er relevant i en dansk kontekst.

Artikel 45, stk. 1, i MiFID II indeholder et krav om, at alle ledelsesmedlemmer i en markedsoperatør til enhver tid skal være egnede og hæderlige. Vurderingen af, om egnetheds- og hæderlighedskravene er opfyldt, tager udgangspunkt i den konkrete stilling i den konkrete operatør.

Artikel 45, stk. 7, 1. afsnit, i MiFID II, indeholder desuden krav om, at den kompetente myndighed skal afslå at meddele tilladelse, hvis den ikke finder det godtgjort, at ledelsesmedlemmerne lever op til egnetheds- og hæderlighedskravene. Artikel 45, stk. 7, 2. afsnit i MiFID II udgør en undtagelse til denne bestemmelse, idet den angiver, at medlemsstaterne i forbindelse med meddelelse af tilladelse til et reguleret marked sikrer, at ledelsen i et allerede godkendt reguleret markeds forretninger og drift i overensstemmelse MiFID II anses for at opfylde kravene i artikel 45, stk. 1.

Undtagelsen omfatter kun de situationer, hvor der meddeles tilladelse til et reguleret marked, og kan ikke udstrækkes til andre situationer, som eksempelvis løbende udskiftning i ledelsen. En sådan udvidelse af undtagelsen vil overflødig gøre egnetheds- og hæderlighedskravene.

Det bemærkes i øvrigt, at undtagelsen ikke kun omfatter ledelsesmedlemmer i en allerede godkendt operatør af et reguleret marked i et andet land inden for Den Europæiske Union, men også ledelsesmedlemmer i en operatør af et allerede godkendt reguleret marked i Danmark og i et land, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område. Dette vil blive præciseret både i § 59, stk. 3, og i bemærkninger hertil.

3.3.3. Optagelse til handel, suspension, sletning og overvågning

3.3.3.1. Suspension eller sletning og overvågning

Nasdaq Copenhagen anfører, at det er problematisk, at bestemmelsen i forslaget til § 78 i KML om et reguleret markeds suspension eller sletning af finansielle instrumenter, når disse ikke opfylder markedets regler, er strafbelagt. Det anføres, at det vil medføre et opgør med den eksisterende praksis omkring suspension. I dag suspenderer Nasdaq Copenhagen, når det er relevant af hensyn til markedets ordentlige funktion. Det anføres

endvidere, at bestemmelsen ikke forholder sig til overtrædelser af relevant lovgivning, hvilket ikke umiddelbart giver mening set i forhold til forslaget til § 79 i KML, der omhandler suspension eller sletning som følge af overtrædelse af visse nærmere angivne bestemmelser.

Nasdaq Copenhagen anfører, at ordlyden i forslaget til § 78, stk. 4, og § 108, stk. 4, i KML ikke er enslydende, hvilket er uhensigtsmæssigt. Det samme gør sig gældende for § 79, stk. 2, og § 109, stk. 2, i KML.

Kommentar

Forslaget til § 78, stk. 1, i KML svarer til den gældende § 25, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. Den gældende bestemmelse er strafbelagt, ligesom det foreslås i KML. På baggrund af de modtagne bemærkninger foreslås bemærkningerne om straf for overtrædelse af § 78, stk. 1, og § 108, stk. 1, tilpasset, så det fremgår, at det eksempelvis vil være en overtrædelse af stk. 1, hvis en operatør sletter et instrument fra handel, når det efterfølgende kan konstateres, at instrumentet opfyldte markedets regler. Dermed bruges suspension ikke som eksempel på en overtrædelse. Det er således ikke hensigten, at Nasdaq Copenhagen skal ændre praksis på området på baggrund af lovforslaget.

Med hensyn til samspillet mellem forslaget til § 78, stk. 1, og § 79, stk. 1, i KML vedrører forslaget til § 78, stk. 1, i KML markedets egne regler. Forslaget til § 79, stk. 1, i KML vedrører efterfølgende suspension eller sletning, når der i forbindelse med overtrædelse af markedets egne regler er mistanke om markedsmissbrug, overtrædelse af overtagelsestilbudsreglerne eller manglende fremlæggelse af intern viden. Begge bestemmelser er en direktivnær gennemførelse af artikel 52 i MiFID II.

Det fremgår af forslaget til § 81 i KML, at operatøren af et reguleret marked skal underrette Finanstilsynet, hvis der bl.a. er formodning om overtrædelser af markedsmissbrugsforordningen. Det fremgår endvidere af forslaget til § 82 i KML, at operatører skal have ordninger til kontrol af, at udstedere opfylder deres oplysningsforpligtelser. Operatøren er derfor pålagt at påse overholdelse af visse offentligretlige regler. Der kan i forlængelse af denne overvågning være tale om brud på markedspladsens regler, hvorfor der kan være tale om både overtrædelse af markedspladsens regler og offentligretlige regler.

Som anført af Nasdaq Copenhagen til forslaget til § 78 i KML, suspenderes handlen, når det er nødvendigt af hensyn til markedets ordentlige funktion. Skulle det ske i forbindelse med eksempelvis et manglende overtagelsestilbud, vil forslaget til § 79 i KML være relevant, selvom Nasdaq Copenhagen ikke selv har regler om overtagelsestilbud i deres regelsæt.

For så vidt angår ordlyden af forslaget til § 78, stk. 4, og § 108, stk. 4, i KML foreslås forslaget til § 78, stk. 4, i KML tilpasset så den svarer til forslaget til § 108, stk. 4, i KML. For så vidt angår forslaget til § 79, stk.

2, og § 109, stk. 2, i KML foreslås § 109, stk. 2, i KML tilpasset, så den er enslydende med § 79, stk. 2, i KML.

3.3.3.2. Operatører af regulerede markeders pligter

Nasdaq Copenhagen anfører, at forslaget til § 81 i KML om underretningspligten for en operatør af et reguleret marked til Finanstilsynet, når der konstateres væsentlige brud på markedets regler m.v. fraviger den eksisterende regel i § 11 i lov om værdipapirhandel m.v. Det anføres, at det vil indskrænke den nuværende underretningspligt for så vidt angår overtrædelser af lovgivning, mens det udvider underretningspligten for så vidt angår overtrædelser af markedets egne regler.

Nasdaq Copenhagen anfører endvidere, at det bør præciseres i bemærkningerne til forslaget til § 82 i KML, hvilke pligter et reguleret marked har i relation til kontrol af prospekter i forbindelse med optagelse til handel.

Kommentar

Forslaget til § 81 i KML er en direktivnær gennemførelse af artikel 54 i MiFID II, hvilket er årsagen til, at ordlyden i § 11 i lov om værdipapirhandel m.v. ikke foreslås videreført. Ud over underretningspligten i forslaget til § 81 i KML skal operatøren også i medfør af eksempelvis forslaget til §§ 76 og 82 i KML påse overholdelse af offentligretlige regler. Der er imidlertid ikke en underretningspligt knyttet til denne kontrol. Det er derfor korrekt, at underretningspligten vil ændre sig i forbindelse med forslaget til § 81 i KML.

Med hensyn til bemærkningerne til forslaget til § 82 i KML foreslås det præciseret i bemærkningerne til bestemmelsen, at operatøren af en markedsplads ikke skal kontrollere indholdet i et prospekt, men alene kontrollere, at der er et godkendt, offentliggjort og gyldigt prospekt.

3.3.3.3. Sletning af finansielle instrumenter fra handel efter anmodning

ATP anfører, at det med lovforslaget vil være op til operatøren af det regulerede marked at regulere og træffe beslutning om sletning. Det anføres, at bestemmelsen og bemærkningerne ikke tager stilling til frivillig sletning/afnotering. ATP anfører videre, at det er vigtigt med klare regler på området. Det anføres, at det er afgørende for investorerne tillid til markedet, at man som investor ikke let kan blive udsat for, at børsnoterede aktier bliver slettet fra handel.

Nasdaq Copenhagen anfører, at de er bekymrede over, at § 25, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. ikke foreslås videreført. Bestemmelsen fastsætter, at hvis en udsteder fremsætter anmodning om sletning skal operatøren af det regulerede marked tage anmodningen til følge. Sletning kan dog ikke foretages, hvis der er sandsynlighed for, at dette vil være til væsentlig skade for investorerne interesser eller markedets ordentlige funktion. Nasdaq Copenhagen anfører, at der i de seneste år har været en

del sager om sletning, hvor der har været uenighed mellem forskellige aktionærgrupper i det relevante selskab. Det anføres, at disse sager viser et klart behov for offentligretlig regulering på området. Når en aktie slettes fra handel, medfører det en forringet likviditet i aktien, en ringere gennemsigtighed i prisdannelsen og manglende adgang til information omkring selskabet.

Nasdaq Copenhagen anfører endvidere, at de frygter, at manglende regler om sletning kan medføre, at et selskab går på børsen, rejser ny nødvendig kapital og derefter går af børsen igen, hvilket vil efterlade de nye aktionærer i en u hensigtsmæssig situation. Det anføres, at det er væsentligt, at der fastsættes offentligretlige regler, så der er en ensartet regulering uanset markedsplads. Endelig anføres det, at det vil være en byrde for markedspladsen selv at skulle fastsætte regler om sletning. Endvidere vil det være en byrde, at sager om sletning ikke vil kunne påklages til Finanstilsynet, men i stedet vil skulle behandles ved domstolene.

Danske Advokater anfører, at spørgsmålet om sletning bør være lovreguleret.

Kommentar

I § 25, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. er der en regel om sletning fra handel efter udsteders anmodning. Reglen foreslås ikke videreført i lovforslaget. Dette skyldes, at der med lovforslaget er tale om en direktivnær implementering af MiFID II.

Der vurderes ikke at være et særligt behov for offentligretlig regulering på området. Tværtimod vurderes det hensigtsmæssigt, at de enkelte markedspladser selv kan fastsætte regler om sletning. Der ses ikke at være behov for, at alle regulerede markeder har samme regler om sletning. Ved at fjerne den offentligretlige regulering af spørgsmålet gives markedspladserne mulighed for at fastsætte de regler, som de mener giver størst klarhed over, hvornår finansielle instrumenter kan slettes fra handel. Det stemmer ligeledes overens med regeringens fem principper for god implementering, at regler fastsættes gennem alternativer til regulering.

Markedspladsen, herunder fx Nasdaq Copenhagen, kan dermed fastsætte regler om sletning i sit eget regelsæt, der er klare, og som forhindrer u hensigtsmæssig adfærd, herunder at et selskab går på børsen, rejser ny nødvendig kapital og derefter går af børsen igen, hvilket vil efterlade de nye aktionærer i en u hensigtsmæssig situation. Markedspladsen kan således fastsætte regler, der sikrer, at sletning ikke vil være til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.

3.4. Multilaterale handelsfaciliteter (MHF) og organiserede handelsfaciliteter (OHF)

3.4.1. Alternative markedspladser

Nasdaq Copenhagen anfører, at en væsentlig del af investorbekyttelsen, der ligger i markedspladstypen ”alternativ markedsplads”, forsvinder med lovforslaget. Det skyldes, at de alternative markedspladser fremover alene vil være multilaterale handelsfaciliteter (MHF’er). Det betyder, at reglerne om overtagelsestilbud og flagning ikke længere vil være gældende. Det anføres, at da de alternative markedspladser blev indført som markedspladstype, var det afgørende, at der var regler om overtagelsestilbud og flagning. Det anføres, at denne type beskyttelse bør videreføres.

Kommentar

Markedspladstypen alternativ markedsplads er en særlig dansk type markedsplads og blev oprindeligt indført for at give mulighed for en type markedsplads, der var mindre reguleret end en traditionel børs. Det betød, at reglerne om markedsmisbrug eksempelvis ikke fandt anvendelse på alternative markedspladser. Muligheden for alternative markedspladser blev videreført i forbindelse med gennemførelsen af MiFID I, selvom multilaterale handelsfaciliteter (MHF’er) blev introduceret, da der var stor forskel på reguleringen af regulerede markeder og multilaterale handelsfaciliteter (MHF’er). Denne forskel blev mindre i forbindelse med ikrafttræden af markedsmisbrugsforordningen sidste år, der har medført, at reglerne om markedsmisbrug også gælder for MHF’er og dermed også for alternative markedspladser.

Med ikrafttræden af markedsmisbrugsforordningen og med den nye markedspladstype organiserede handelsfaciliteter (OHF’er) vurderes der ikke længere behov for en særlig dansk type markedsplads. De alternative markedspladser foreslås på den baggrund ikke videreført.

Reglerne om overtagelsestilbud og flagning på MHF’er foreslås heller ikke videreført med lovforslaget. Det skyldes, at der er tale om en regel i strid med regeringens fem principper for god implementering. Det er en byrde for investorer at skulle fremsætte overtagelsestilbud og flage.

3.4.2. Tilladelse og inddragelse af tilladelse

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at det bør fremgå af forslaget til § 86 i KML, at operatører af en multilateral handelsfacilitet (MHF) og organiseret handelsfacilitet (OHF) også kan være værdipapirhandlere/pengeinstitutter.

Nasdaq Copenhagen påpeger, at bemærkningerne til det foreslåede § 86, stk. 2, nr. 2, i KML, hvorefter en operatør af et reguleret marked skal opfylde kravene i § 14 i lov om finansiel virksomhed for at opnå tilladelse til at drive en MHF eller en OHF, er uklart formulerede. Nasdaq Copenhagen beder i denne forbindelse om en redegørelse for, om en operatør af et reguleret marked skal være medlem af en investorgarantiordning, når operatøren ikke foretager handler for egen regning. Derudover beder Nasdaq Copenhagen om en redegørelse for, hvorfor en operatør af et re-

guleret marked pålægges yderligere krav, når denne ligeledes driver en MHF eller OHF.

Kommentar

Operatører af et reguleret marked er reguleret i KML, hvorimod værdipapirhandlere og pengeinstitutter er reguleret i lov om finansiel virksomhed, herunder hvilken type af virksomhed de har tilladelse til at drive. Med ændringerne i følgeloven, vil det fremover følge af lov om finansiel virksomhed og lovens bilag 4, afsnit A, at pengeinstitutter og fondsmæglerselskaber kan drive en multilateral handelsfacilitet (MHF) og en organiseret handelsfacilitet (OHF). På baggrund heraf vurderes der ikke at være behov for at ændre i ordlyden i forslaget til § 86 i KML.

Det følger af MiFID II, at en operatør af et reguleret marked på linje med et fondsmæglerselskab skal kunne opnå tilladelse til at drive en multilateral handelsfacilitet (MHF) eller en organiseret handelsfacilitet (OHF), hvis vedkommende også overholder kravene til fondsmæglerselskaber i MiFID II. Der er tale om en særregel, der giver en operatør af et reguleret marked adgang til at udøve en investeringsaktivitet, der ellers kræver tilladelse som fondsmæglerselskab. Kravene til fondsmæglerselskaber er gennemført i lov om finansiel virksomhed, hvor det fremgår af § 14, stk. 6, at et fondsmæglerselskab skal være medlem af en investorgarantiordning.

For at der ikke skal opstå tvivl om, hvornår en operatør af et reguleret marked har pligt til at være medlem af en investorgarantiordning, foreslås det præciseret i bemærkningerne til det foreslåede § 86, stk. 2, nr. 2, at markedsoperatøren kun er forpligtet til at være medlem af en investorgarantiordning, når operatøren driver en OHF og benytter sig af handel for egen regning og ejermatchningshandler, dvs. udførelse af ordrer over egenbeholdningen.

3.4.3. Fælles regler for drift af en multilateral handelsfacilitet (MHF) og en organiseret handelsfacilitet (OHF)

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at det bør fremgå af bemærkningerne til den foreslåede § 90 i KML, hvad betingelserne er for, at et værdipapir kan handles på en MHF eller en OHF. I denne forbindelse bør det fremgå af loven eller bemærkningerne, i hvilket omfang der er krav om samtykke fra udstederen af værdipapiret, om værdipapirer kan optages til handel efter deres art, eksempelvis realkreditobligationer, eller om MHF'en eller OHF'en skal optage bestemte ISIN-koder til handel. Til sidst bør det præciseres, hvilke oplysninger MHF'en eller OHF'en kan eller skal kræve af udstedere af omsættelige værdipapirer, der ikke er optaget til handel på et reguleret marked.

Kommentar

Forslaget til § 90 i KML forudsætter, at det er muligt for en operatør af en MHF og OHF at optage et omsætteligt værdipapir til handel uden

udstederens samtykke, hvis dette i forvejen er optaget til handel på et reguleret marked i Danmark eller et andet EU/EØS-land med udstederens samtykke.

Kapitel 17 i KML fastsætter regler for driften af en MHF og en OHF. Det fremgår bl.a. heraf, at en operatør af handelsfaciliteten skal have klare og gennemsikrelige regler og procedurer, der sikrer en redelig og korrekt handel, og som indeholder objektive kriterier for effektiv udførelse af ordrer. Endvidere skal de have regler for, hvilke finansielle instrumenter der kan handles via handelsfacilitetens systemer, og ikke-diskriminerende regler, der fastlægger objektive kriterier for adgang til handelsfaciliteten, jf. forslaget til KML § 89, stk. 2, nr. 1, 2 og 6. Tilrettelæggelsen af den nærmere drift af en MHF og en OHF tillægges derfor operatøren selv via privatretlige regler og inden for lovens overordnede rammer. Det betyder bl.a., at det er operatøren, som fastsætter, hvilke typer af værdipapirer der kan optages til handel.

De oplysninger, som en operatør af en MHF eller OHF kan kræve, afhænger ligeledes af den aftale, der vil blive indgået mellem operatøren og en udsteder. De oplysninger, som en operatør skal kræve, vil afhænge af, hvilke oplysninger der er nødvendige for, at operatøren kan opfylde sine lovgivningsmæssige forpligtelser, herunder til at drive markedet på en betryggende og hensigtsmæssig måde.

3.4.4. Særlige regler om drift af en organiseret handelsfacilitet (OHF)

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen bemærker, at der både i MiFID II og i KML bruges betegnelsen ”kunde” og ”medlem” om dem, der handler på en OHF, og ønsker derfor en forklaring på forskellen mellem de to betegnelser i bemærkningerne.

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen bemærker endvidere, at det i bemærkningerne til § 103 i KML er antaget, at der gælder best execution-forpligtelser for en OHF, dvs. at OHF'en skal varetage sine kunders interesser på bedst mulig vis. FinansDanmark og Børsmæglerforeningen finder det dog uklart, hvad der menes med, at en OHF har best execution-forpligtelser.

Kommentar

Ved medlemmer forstås en person, som har adgang til et reguleret marked eller en MHF, jf. bemærkningerne til den foreslåede § 88 i KML og betragtning 16 i præambelen til MiFID II. Betegnelsen kunder bruges derimod for deltagere på en OHF. Eksempelvis skal en person, der ønsker at blive medlem af en MHF, både opfylde MHF'ens egne regler og betingelserne i forslaget til § 91 i KML, hvorimod en person, som ønsker at blive kunde hos en OHF, alene skal opfylde OHF'ens regler herfor, jf. forslaget til § 89, stk. 2, nr. 6, i KML.

For at undgå tvivl om brugen af betegnelsen medlemmer og kunder, findes det hensigtsmæssigt at tilrette de steder i KML, både i lovteksten og bemærkningerne, således at betegnelsen "kunder" bliver brugt i forbindelse med en OHF, og "medlemmer" alene bliver brugt i forbindelse med en MHF.

For så vidt angår best execution-forpligtelser for en OHF så gælder der en sådan. Der foregår p.t. en afklaring af, hvad der nærmere skal forstås herved i en arbejdsgruppe under ESMA. Det er forventningen, at denne arbejdsgruppe afslutter sit arbejde i løbet af maj 2017. Det vurderes derfor ikke hensigtsmæssigt at tilføje mere herom i bemærkningerne.

3.5. Fælles regler for markedspladser

3.5.1. Algoritmisk handel m.v.

Nasdaq Copenhagen anfører, at overskriften "Algoritmisk handel m.v." til lovforslagets kapitel 22 ikke kan være retvisende for alle de bestemmelser, der er i kapitel 22. Eksempelvis er det Nasdaqs Copenhagens opfattelse, at forslaget til § 114 i KML gælder, uagtet om der er tale om algoritmisk handel. Tilsvarende gør sig formentlig gældende for § 116. Nasdaq Copenhagen foreslår, at det præciseres, hvornår kravene i kapitel 22 alene gælder for algoritmisk handel, eller alternativt, at overskriften ændres til "Systemrobusthed, automatisk afbrydelse af handlen og elektronisk handel".

Kommentar

Kapitel 22 i KML indeholder en række krav til operatører af markedspladser, som primært vedrører algoritmisk handel, men der er også bestemmelser, der har et bredere anvendelsesområde. For at tydeliggøre dette, ændres overskriften på kapitel 22 til "Systemrobusthed, automatisk afbrydelse af handlen og elektronisk handel".

3.5.2. Prisstilleraftaler

Nasdaq Copenhagen anmoder om en redegørelse for, om der i forslaget til § 115 i KML alene stilles krav om, at en operatør af et reguleret marked skal indgå skriftlige aftaler med fondsmæglerselskaber, der forfølger en prisstillerstrategi ved hjælp af algoritmisk handel, eller om der stilles krav om en sådan aftaleindgåelse med alle fondsmæglerselskaber, der forfølger en prisstillerstrategi, uanset om der anvendes algoritmisk handel.

Nasdaq Copenhagen anfører endvidere, at det er uklart, hvad der skal forstås ved, at en operatør af en markedsplads "løbende skal overvåge", at de fondsmæglerselskaber, der forfølger en prisstillerstrategi ved hjælp af algoritmehandel, opfylder kravene i prisstilleraftalen. Nasdaq formoder ikke, at der er krav om realtidsovervågning.

Endelig anfører Nasdaq Copenhagen, at det er uklart, hvorledes "algoritmisk handel" skal forstås for så vidt angår markedet ma-

king/prisstillingsordninger. Lovforslaget stiller betydelige krav til systemer, procedurer og ordninger hos operatøren af en markedsplads. Nasdaq Copenhagen anser det for hensigtsmæssigt, at bemærkningerne i højere grad tager stilling til, hvornår reglerne gælder.

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at det bør præciseres, om der kan indgås likviditetsstilleraftaler, som ikke skal opfylde kravene til market maker-aftaler under forslaget til § 137 i KML m.m. Såfremt dette er tilfældet, beder FinansDanmark og Børsmæglerforeningen om, at de relevante karakteristika for sådanne aftaler angives.

Kommentar

Det er hensigten med forslaget til § 115 i KML, at den alene skal finde anvendelse på fondsmæglerselskaber, der forfølger en prisstillingsstrategi ved hjælp af algoritmisk handel. Ved beskrivelsen af bestemmelsen er der henvist til § 138. Det foreslås præciseret i bemærkningerne, at det betyder, at bestemmelsens anvendelsesområde er begrænset.

Operatørens forpligtelse til løbende at overvåge, at kravene i prisstillingsaftalen opfyldes af fondsmæglerselskabet, skal forstås som en pligt til kontinuerligt at kontrollere, om kravene opfyldes. Det skal ikke forstås som et krav om overvågning i realtid. Dette foreslås præciseret i bemærkningerne.

Om definitionen af, hvad der skal forstås ved algoritmisk handel, bemærkes det, at denne definition forventes fastlagt på europæisk niveau 2 som en delegeret retsakt eller niveau 3 i form af guidelines. Der bør derfor ikke ske yderligere uddybning i lovforslaget. Der foretages ikke yderligere i relation til definitionen, da dette fastlægges af Kommissionen.

I forhold til de aftaler, som udstedere har indgået med fondsmæglerselskaber om market making, er disse situationer omfattet af kravet om at indgå en yderligere aftale med operatøren, hvori der åbnes mulighed for sådanne likviditetsstilleraftaler. Dette fremgår af bemærkningerne til § 137. Der kan således ikke indgås likviditetsstilleraftaler, som ikke skal opfylde kravene i § 137.

3.5.3. Volatility guards (KML)

Nasdaq Copenhagen anfører, at det fremgår af forslaget til § 117 i KML, at operatøren af en markedsplads i ekstraordinære tilfælde kan annullere, ændre eller korrigere transaktioner, der er foretaget på markedet i tilfælde, hvor der er væsentlige prisudsving på et finansielt instrument. Dette fremgår ligeledes af bemærkningerne til bestemmelsen. Nasdaq Copenhagen ser gerne, at det fremgår af bemærkningerne til bestemmelsen, om der dermed gøres fuldstændigt op med en operatørs mulighed for eksempelvis at annullere en ordre, så en operatørs mulighed for at annullere en ordre er begrænset til tilfælde af væsentlige prisudsving.

Derudover anfører Nasdaq Copenhagen, at der ved fastlæggelsen af parametre for volatility guards ikke, som anført i bemærkningerne, skal tages højde for usikkerhed om udsteders økonomiske stilling.

Kommentar

Den foreslåede § 117 i KML fastlægger, hvornår en operatør af en markedsplads kan annullere ordrer på grundlag af væsentlige prisudsving i et finansielt instrument. Det er med bestemmelsen ikke tilsigtet at ændre en operatørs adgang til at annullere ordrer i andre berettigede tilfælde, f.eks. ved klart fejlagtige ordrer eller i medfør af markedspladsens egne regler. Dette forhold fremgår af bemærkningerne til lovforslaget: ”Bestemmelsen er ikke til hinder for, at en operatør af en markedsplads kan annullere en ordre i andre tilfælde end ved væsentlige prisudsving, f.eks. i medfør af markedspladsens egne regler, jf. lovforslagets § 71, stk. 2, nr. 4.”. Det vurderes at være en tilstrækkelig beskrivelse af, at der ikke er gjort fuldstændigt op med operatørens muligheder.

For så vidt angår bemærkningen om, at der ved fastlæggelsen af parametre for volatility guards ikke skal tages højde for usikkerhed om udsteders økonomiske stilling, er dette korrekt, hvorfor bemærkningen slettes fra bemærkningerne til forslaget til § 117 i KML.

3.5.4. Positionsrapportering

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at beskrivelsen af en hvedefuture, der er nævnt som et eksempel på et råvarederivat i de almindelige bemærkninger pkt. 3.15.1, bør præciseres. FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at der bør sondres mellem på den ene side kontrakter med en værdi, som afspejler værdien af et underliggende aktiv, og som kan handles på børser, og på den anden side aftaler om levering af aktiver såsom leveringsaftaler mellem en hvedeproducerende landmand og en grossist, hvor førstnævnte skal betragtes som en derivataftale.

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at det bør præciseres, hvad der forstås ved ”slutkunden” i forslaget til § 133, stk. 1, KML. Er det er hensigten, at et fondsmæglerselskab skal være ansvarlig for at indberette transaktioner (rettelig positioner) med andre end fondsmæglerselskabets umiddelbare medkontrahent i en derivatkontrakt.

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen foreslår, at det uddybes, hvad der i den foreslåede § 133, stk. 2, i KML menes med, at indberetning skal ske ”i overensstemmelse med artikel 26” i MiFIR, herunder i forhold til spørgsmålet om, hvordan man indberetter en oversigt over egne og kunders positioner, ”indtil slutkunden er nået, i råvarederivater, emissionskvoter eller derivater heraf”.

Kommentar

De almindelige bemærkninger i pkt. 3.15.1 dækker over bemærkningerne til kapitel 23 i KML om handel med råvarederivater og emissionskvoter.

Det givne eksempel i bemærkningerne kan dække over begge de situationer, som FinansDanmark og Børsmæglerforeningen nævner, hvorfor der ikke findes grund til at tilrette eksemplet.

Den foreslåede § 133, stk. 1, i KML gennemfører artikel 58, stk. 2, i MiFID II, som bruger begrebet "slutkunden". Det fremgår allerede af ordlyden i § 133, stk. 1, at fondsmæglerselskaber både skal indberette egne positioner, kunders positioner og disses kunders positioner. Ved slutkunden forstås i denne forbindelse den sidste kunde i rækken, hvilket foreslås præciseret i bemærkningerne til bestemmelsen.

I forhold til både § 133, stk. 1 og 2, er en arbejdsgruppe under ESMA i gang med at se på en præcisering af reglerne om indberetning, herunder samspillet med MiFIR.

3.6. Fondsmæglerselskaber m.fl.

3.6.1. Systematiske internalisatorer

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at det bør fremgå af bemærkningerne til forslaget til § 141 i KML, hvis der er opnået afklaring over visse centrale begreber i ESMA-regi. Det anføres endvidere, at det vil være hensigtsmæssigt at angive en tidsramme for, hvor hurtigt en SI-beregning skal foretages. Det bør også fremgå, hvordan der sker afregistrering.

Kommentar

Systematisk internalisering (SI) er udførelse af kundeordrer uden om en markedsplads. Reglerne herom vil i høj grad blive uddybet på niveau 2 og 3. Det er derfor ikke alle begreber m.v., der er endeligt afklaret på nuværende tidspunkt. Det foreslås, at der indsættes henvisninger til relevante niveau 2- og 3-regulering i bemærkningerne, hvor sådan er færdig. Disse henvisninger viser også, hvor reglerne om tidsrammen for SI-beregninger findes.

På baggrund af høringsvaret er bestemmelsen gennemgået på ny. Med henblik på at sikre en så direktivnær implementering af MiFID II som mulig ændres forslaget til § 141, stk. 2, i KML, så der ikke længere stilles krav om, at et fondsmæglerselskab, der ønsker at lade sig omfatte af reglerne om systematisk internalisering, skal underrette Finanstilsynet om, hvilke instrumenter det omfatter, men blot at de ønsker at være systematisk internalisator.

3.7. Udbydere af dataindberetningstjenester

3.7.1. Særlige regler om godkendte indberetningsmekanismer

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen bemærker, at følgende fremgik af bemærkningerne til det oprindelige forslag til § 161 i KML, som blev sendt i høring i 2015:

”Fondsmæglerselskaber og operatører, som skal indrapportere transaktionsdata til en godkendt indberetningsmekanisme (ARM), kan vælge at uddelegere indrapporteringen til tredjeparter. Det kan skabe sikkerhedsmæssige udfordringer, som en ARM må tage højde for. Ved at uddelegere indrapporteringen kan tredjeparter eksempelvis opnå adgang til fortrolige oplysninger.”

Da afsnittet ikke er medtaget i bemærkningerne til det nye lovforslag, efterspørger FinansDanmark og Børsmæglerforeningen en præcisering af, i hvilket omfang et fondsmæglerselskab så kan uddelegere indrapporteringen til tredjeparter, herunder eksempelvis et moderselskab eller datterselskab.

Kommentar

Med en ARM forstås en godkendt indberetningsmekanisme, der har tilladelse til på vegne af et fondsmæglerselskab at levere data om transaktioner til Finanstilsynet og Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA), jf. forslaget til § 3, nr. 16. I hvilket omfang et fondsmæglerselskab kan uddelegere indrapporteringen til tredjeparter, herunder ARM, er ved at blive fastlagt nærmere af ESMA. Der er for disse nye udbydere af dataindberetningstjenester tale om regulering af et helt nyt område.

3.8. Netting, tilslutning til en værdipapircentral (CSD), registrering, finansiell sikkerhedsstillelse og slutafregning

3.8.1. Gennemførelsen af finalitydirektivet i dansk ret

CLS Group anbefaler flere forskellige ændringer og tilføjelser til den oprindelige gennemførelse af finalitydirektivet i lov om værdipapirhandel m.v., som foreslås videreført i kapitel 31 i KML. De af CLS Group foreslåede ændringer angår bl.a. en klarere skelnen mellem overførselsordrer og netting samt krav til udenlandske betalingssystemer.

Kommentar

På baggrund af høringsvaret fra CLS Group foretages der mindre sproglige ændringer til forslaget til § 163 i KML, således at der ikke er tvivl om, at overførselsordrer uden et element af netting også er beskyttet af bestemmelsen i overensstemmelse med finalitydirektivet.

Endvidere ændres den foreslåede § 164 i KML, så denne svarer til § 57, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. om aftaler om netting med udenlandske clearingcentraler og betalingssystemer. Der har ikke været til tænkt en ændring af den gældende § 57, stk. 3, hvilket foreslås præciseret med tilpasningen.

På baggrund af høringsvaret tilpasses endelig ordlyden i § 174, stk. 3, således at Finanstilsynet skal godkende aftalen om overførselsordrer eller netting mellem deltageren og systemet, fremfor ”tilslutningsaft-

alen". Der er alene tale om en sproglig korrektion og ikke en materiel ændring af bestemmelsen.

CLS Groups øvrige bemærkningerne vedrører eksempelvis konkursloven og behandles derfor ikke her..

3.8.2. Værdipapircentralers (CSD'ers) registreringsvirksomhed

VP Securities og FinansDanmark og Børsmæglerforeningen foreslår at præcisere samtidighedskravet i forslaget til § 182, stk. 3, i KML, når der er tale om afvikling af værdipapirer i en offentlig enhed, som VP og andre CSD'er vil outsource afviklingen til.

VP Securities foreslår endvidere, at kredsen af kontoførende institutter i forslaget til § 190, stk. 1, i KML skal udvides til også at omfatte centrale modparter (CCP'er).

Kommentar

Efter artikel 30, stk. 5, i forordning om forbedring af værdipapirafviklingen i Den Europæiske Union og om værdipapircentraler (CSDR) kan en værdipapircentral (CSD) outsource bl.a. afviklingen af værdipapirer til en offentlig enhed. Aktuelt er der tale om den fælles europæiske afviklingsplatform Target2-Securities (T2S), som drives af Eurosystemet, og som en lang række CSD'er fra EU/EØS-lande vil outsource afviklingen til.

Det følger af bemærkningerne til § 182, stk. 3, i KML, at ved registrering af panteretten i forbindelse med afvikling af værdipapirer i T2S og anden offentlig enhed opnås beskyttelse mod retsforfølgning og aftaleerhververe i henhold til lovforslagets § 182, stk. 3. På baggrund af høringsvarene præciseres det i bemærkninger til forslaget til § 182, stk. 3, i KML, at bestemmelsens samtidighedskrav også anses for opfyldt, når der er tale om T2S-afvikling.

Endelig foreslås det, at forslaget til § 190, stk. 1, i KML udvides til også at omfatte CCP'er, hvilket svarer til § 62 i lov om værdipapirhandel m.v., som videreføres med § 190, stk. 1.

3.8.3. De former for sikkerhed, som en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan bestå af

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen mener, at forslaget til § 197 i KML om de former for finansielle instrumenter, som en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan bestå af, er for vidtgående. FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anmoder om at bringe forslaget til § 197 i KML i overensstemmelse med den tilsvarende bestemmelse i lov om værdipapirhandel m.v.

Kommentar

§ 197 i KML viderefører § 58 f i lov om værdipapirhandel m.v. I forhold til lov om værdipapirhandel m.v. er begrebet finansielle instrumenter blevet udvidet med § 4 i forslaget til KML. Det vurderes hensigtsmæssigt

at følge forslaget fra FinansDanmark og Børsmæglerforeningen, da de øvrige finansielle instrumenter under alle omstændigheder ikke kan anvendes til finansiell sikkerhedsstillelse. Formuleringen i bestemmelsen, der blev sendt i høring, var for bred i forhold til, hvilke instrumenter der reelt kan anvendes. Det foreslås, at det tilpasses, hvilke finansielle instrumenter, der kan anvendes som sikkerhed i en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse, så det omfatter de i forslaget til § 4, nr. 1-3, i KML nævnte finansielle instrumenter. Det betyder således, at bestemmelsen kommer till at svare til den nugældende bestemmelse i § 58 f i lov om værdipapirhandel m.v.

3.8.4. Reglerne for finansiell sikkerhedsstillelse og slutafregning

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen foreslår en række tilpasninger til forslaget til § 202 i KML, hvorefter finansiell sikkerhed, der er stillet for ændringer i værdien af finansielle sikkerheder eller fordringer, som er indtrådt efter aftalens indgåelse og som skyldes markedsbetingede forhold, ikke kan omstødes under visse betingelser.

Derudover bemærker foreningerne, at betegnelsen ”fordringer” i § 202, stk. 2, ikke svarer til ”finansielle forpligtelser” i § 58 l i lov om værdipapirhandel m.v.

Kommentar

Efter en gennemgang af høringssvarene er forslaget til § 202, stk. 2, i KML blevet taget op til genovervejelse. På baggrund heraf vurderes det hensigtsmæssigt at understrege i bemærkningerne til § 202, stk. 2, at bestemmelsen omfatter alle markedsforårsagede værdiændringer, som er indtrådt efter aftalens indgåelse.

Med betegnelsen ”fordringer” i forslaget til § 202, stk. 2, i KML er der ment det samme som ”finansielle forpligtelser” i § 58 l i lov om værdipapirhandel m.v. Da begrebet ”finansielle forpligtelser” anvendes i forslaget til KML i relation til slutafregning, findes det hensigtsmæssigt at anvende begrebet ”fordringer” i forslaget til § 202, stk. 2, i KML for at lave en tydelig opdeling mellem finansiell sikkerhedsstillelse og slutafregning..

3.8.5. Udlevering af oplysninger fra VP til Nationalbanken

Danmarks Nationalbank foreslår, at § 60, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. videreføres i KML, således at erhvervsministeren fortsat kan kræve visse oplysninger udleveret fra VP til brug for bl.a. Nationalbanken.

Kommentar

Efter § 60, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. kan erhvervsministeren bestemme, at en værdipapircentral i et nærmere bestemt omfang skal afgive oplysninger om det registrerede til en offentlig myndighed, herunder Danmarks Nationalbank. Reglen er aldrig blevet brugt i praksis, og

spørgsmålet om udveksling af oplysninger kan i øvrigt håndteres kontraktretligt mellem Nationalbanken og VP.

Adgangen til at kræve oplysninger fra VP kan blive relevant for Nationalbanken, hvis VP bliver ramt af en arbejdskonflikt. Nationalbanken vil i en sådan situation have brug for at få oplysninger om statsgælden, med henblik på at banken kan anse sig som frigjort for sin betalingsforpligtelse i henhold til udstedte statsobligationer. Disse betalinger kører almindeligvis automatisk i VP's system. Nationalbanken vurderer i dag, at § 60, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. sikrer, at Nationalbanken har de nødvendige oplysninger til at betale statens gæld.

Det vurderes, at § 60, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. ikke skal videreføres i KML. I øvrigt vil en videreførelse af § 60, stk. 3, i lov om værdipapirhandel være en "overimplementering" af forordning om forbedring af værdipapirafviklingen i Den Europæiske Union og om værdipapircentraler (CSDR).

3.9. Tilsyn, kontrol m.v.

3.9.1. Generelt om tilsyns- og kontrolbeføjelser

Nasdaq Copenhagen henstiller, at det i Finanstilsynets bestemmelser om tilsyns- og kontrolbeføjelser fremgår direkte af lovteksten, at Finanstilsynet alene kan benytte sine beføjelser, når det skønnes nødvendigt for Finanstilsynets virksomhed. Nasdaq Copenhagen bemærker, at de er opmærksomme på, at det fremgår af bemærkningerne til lovforslaget, at Finanstilsynet er bundet af proportionalitetsprincippet i forbindelse med udførelsen af tilsyn.

Nasdaq Copenhagen bemærker endvidere, at der med KML åbnes op for, at Finanstilsynet uden retskendelse kan kræve udlevering af eksisterende optagelser af telefonsamtaler, elektronisk kommunikation eller fortegnelser over datatrafik hos et fondsmæglerselskab, operatører af en markedsplads og udbydere af dataindberetningstjenester.

Dansk Industri og Danmarks Rederiforening anfører, at det generelt rejser retssikkerhedsmæssige betænkeligheder, når en myndighed kan få adgang til privat ejendom uden retskendelse. Det anføres endvidere, at det fremgår af Justitsministeriets vejledning om lov kvalitet fra 2005, at det i hvert enkelt tilfælde bør overvejes, om det er nødvendigt med adgang til kontrolbesøg, eller om mindre indgribende kontrolforanstaltninger er tilstrækkelige.

Dansk Industri, Danmarks Rederiforening og FSR anfører, at det er uklart, i hvilket omfang de bagvedliggende EU-retsakter stiller krav om, at de nationale myndigheder skal have adgang til kontrol uden retskendelse.

Danmarks Rederiforening anfører, at det er tilstrækkeligt, at politiet kan indhente en retskendelse efter kapitel 73 i retsplejeloven til at foretage ransagning.

Kommentar

Finanstilsynet er som offentlig myndighed bundet af det forvaltningsretlige proportionalitetsprincip. Det findes derfor ikke nødvendigt at tilføje ordlyden "når det skønnes nødvendigt" i tilsyns- og kontrolbestemmelserne.

Finanstilsynet har i dag efter lov om værdipapirhandel m.v. mulighed for at kræve udlevering af eksisterende optagelser af telefonsamtaler, elektronisk kommunikation eller fortegnelser over datatrafik uden retskendelse. Som det fremgår af forslaget til bemærkningerne til bestemmelsen i § 214, stk. 3, i KML, er bestemmelsen en videreførelse af § 87, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v. Der er således ikke tiltænkt materielle ændringer af bestemmelsen. Dog er den kreds af juridiske personer, hvorfra Finanstilsynet kan indhente oplysninger blevet afgrænset for at foretage en direktivnær gennemførelse af EU-reguleringen.

Alle Finanstilsynets hovedlove indeholder bestemmelser om, at Finanstilsynet kan foretage tilsyn- og kontrolundersøgelser uden retskendelse hos virksomhederne og kan indhente de oplysninger hos virksomhederne, som tilsynet skønner nødvendige. Det vurderes at svare til, hvad der gælder for tilsyn i andre sammenlignelige lande.

Finanstilsynet og Erhvervsstyrelsen er som offentlige myndigheder underlagt et proportionalitetsprincip. Det betyder, at den mindst indgribende beføjelse altid skal anvendes, herunder også ved udførelsen af kontrol. Myndighederne skal eksempelvis altid anvende beføjelsen til at indhente oplysninger, før myndighederne anvender deres beføjelse til at foretage tilsyns- og kontrolundersøgelser.

Det vil inden anvendelsen af beføjelsen til at foretage tilsyns- og kontrolundersøgelser altid blive vurderet, om andre og mindre indgribende kontrolforanstaltninger er tilstrækkelige. Tilsyns- og kontrolundersøgelser uden forudgående varsel anvendes kun som den allersidste mulighed.

Finanstilsynet og Erhvervsstyrelsen har imidlertid behov for at kunne udøve sin virksomhed også i de særlige tilfælde, hvor en virksomhed måtte nægte at afgive de nødvendige oplysninger eller modvirker tilsyns- og kontrolundersøgelser. Det kan f.eks. dreje sig om situationer, hvor en virksomhed undtagelsesvist nægter Finanstilsynet adgang til virksomheden i forbindelse med tilsyns- og kontrolundersøgelser. Der kan også være tale om en krisesituation, der kræver, at myndighederne skrider til omgående handling, og hvor en umiddelbar adgang til virksomheden er en forudsætning for at håndtere situationen. Manglende adgang til virk-

somheden i disse tilfælde kan have alvorlige konsekvenser for tilsynet med virksomheden.

De foreslåede beføjelser er således nødvendige for, at Finanstilsynet og Erhvervsstyrelsen kan føre en effektiv kontrol med, at de virksomheder, som har pligter efter reglerne i KML og EU-reguleringen, opfylder deres forpligtelser.

Det er overvejet, om det ønskede formål med bestemmelserne ville kunne nås gennem mindre indgribende beføjelser som eksempelvis skrivebordsundersøgelser, dvs. en undersøgelse på baggrund af en skriftlig indkaldelse af materiale uden kontrolundersøgelse. Erfaringerne fra det finansielle område viser imidlertid, at skrivebordsundersøgelser i sig selv sjældent giver Finanstilsynet en tilstrækkelig god indsigt i de tilsynsbelagte virksomheders aktiviteter. Dette gælder særligt, hvor Finanstilsynet og Erhvervsstyrelsen skal påse overholdelsen af regler på et så komplekst område som kapitalmarkedsområdet.

Det vurderes på den baggrund, at kontrollen med virksomhedernes overholdelse af reglerne mest effektivt føres gennem en kombination af skrivebordsundersøgelser og kontrolbesøg. Dertil kommer, at kontrolbesøg muliggør en direkte dialog med virksomhederne, hvilket sikrer, at der bedre tages højde for den enkelte virksomheds specifikke forhold.

Det bemærkes, at det er Finanstilsynets faste praksis at tilrettelægge besøg hos virksomheder efter en forudgående aftale med den konkrete virksomhed. Kontrolbesøg vil dog undtagelsesvist også kunne finde sted med kort varsel eller uvarslet, hvis virksomhedens forhold eller markedsforholdene i øvrigt tilsiger det.

Som det fremgår af de specielle bemærkninger til forslaget til § 215 i KML, har Finanstilsynet i forbindelse med tilsyns- og kontrolundersøgelser som udgangspunkt udelukkende adgang til virksomheden og således ikke til private boliger. I tilfælde hvor en virksomhed er af så lille størrelse, at dens forretningslokale befinder sig i et privat hjem, har Finanstilsynet dog adgang hertil i medfør af den foreslåede bestemmelse.

Det fremgår af lovudkastet, at hvis der er behov for at foretage tilsyns- og kontrolundersøgelser, vil det kunne ske uden forudgående indhentelse af retskendelse. Det er i overensstemmelse med, hvad der generelt gælder for Finanstilsynets og Erhvervsstyrelsens håndhævelse af lovgivningen.

Af Justitsministeriets vejledning om lovqualität, side 39, henvises der for så vidt angår retskendelse i forbindelse med adgang til privat ejendom til Retssikkerhedskommissionens betænkning nr. 1428/2003, side 105, hvoraf det bl.a. fremgår, at spørgsmålet om, hvorvidt der i givet fald skal gælde krav om retskendelse, bl.a. bør bero på, om der er noget for domstolene at tage stilling til. På den baggrund bør der i sædvanlige kontrolbe-

stemmelser, der giver hjemmel til stikprøveundersøgelser mv., normalt ske fravigelse af kravet om retskendelse. En sådan fravigelse bør fremgå udtrykkeligt af lovtæksten (»uden retskendelse«).

Det er som anført i høringssvarene korrekt, at EU-reguleringen ikke tager stilling til, om der skal ske kontrolbesøg med eller uden retskendelse. Det er op til de enkelte medlemslande at vurdere, hvordan reglerne herom skal gennemføres. På baggrund af Justitsministeriets vejledning er reglerne udformet som foreslået i KML.

Finanstilsynet og Erhvervsstyrelsen skal kunne foretage tilsyns- og kontrolundersøgelser i medfør af den foreslåede bemyndigelse med henblik på at sikre, at reglerne i KML og EU-reguleringen overholdes, og dermed for at kunne sikre en effektiv håndhævelse af reglerne. Kontrollen vil svare til en stikprøveundersøgelse, og som nævnt som udgangspunkt ske med forudgående varsel. Det fremgår af bemærkningerne til lovudkastet at tilrettelæggelsen af kontrolbesøgene desuden vil ske ud fra en risiko-baseret tilgang, dvs. med fokus på større eller risikofyldte virksomheder, hvor risikoen for overtrædelser eller konsekvenser heraf er størst.

Det bemærkes, at ved begrundet mistanke om en strafbar overtrædelse af den finansielle lovgivning skal myndighederne oversende sagen til SØIK med henblik på strafferetlig efterforskning. SØIK kan herefter foretage ransagning efter retsplejelovens regler.

Derudover skal myndighederne ved udførelsen af de tillagte beføjelser altid sikre på den ene side en tilstrækkelig beskyttelse af retssikkerhed og på den anden side muligheden for at efterforske og håndhæve reglerne.

Det bemærkes, at spørgsmålet om tilsyns- og kontrolundersøgelser senest blev behandlet i forbindelse med høringen over lov nr. 1549 af 13. december 2016 om ændring af lov om finansiel virksomhed, lov om investeringsforeninger m.v., lov om værdipapirhandel m.v. og forskellige andre love.

I den forbindelse blev det besluttet, at Erhvervsministeriet to år efter vedtagelsen af loven vil følge op på bestemmelserne om kontrolundersøgelser og udarbejde en redegørelse, der viser, hvordan bestemmelserne er blevet anvendt.

De foreslåede høringssvar har på den baggrund ikke givet anledning til ændringer.

3.9.2. Regnskabskontrol

Dansk Industri og Danmarks Rederiforening anfører, at der i forslaget til § 213 i KML ikke er en begrænsning i, at regnskabskontrollen højst må omfatte op til 20 pct. af udstederne, som det var tilfældet i § 83 b i lov om værdipapirhandel m.v.

Dansk Industri, Danmarks Rederiforening og FSR anfører, at det er væsentligt, at der er en fornuftig balance mellem kontrolbehovet og de administrative byrder, som udstederne bliver påført på grund af kontrollen.

Kommentarer

§ 83 b i lov om værdipapirhandel m.v. blev ophævet med lov nr. 1549 af 13. december 2016 om ændring af lov om finansiel virksomhed, lov om investeringsforeninger m.v., lov om værdipapirhandel m.v. og forskellige andre love. KML viderefører derfor på dette område gældende ret.

Den tidligere begrænsning i § 83 b i lov om værdipapirhandel m.v. var ikke i overensstemmelse med ESMA's retningslinjer udstedt 28. oktober 2014 om håndhævelse af finansiel information (regnskabskontrol). Det fremgår af retningslinjerne, at tilsynsmyndighedens undersøgelsesbeføjelser skal være ubegrænsede. Der henvises nærmere herom til bemærkningerne til § 3, nr. 10, i lov nr. 1549 af 13. december 2016.

Som det også fremgår af bemærkningerne til § 3, nr. 10, i lov nr. 1549 af 13. december 2016, er det ikke forventningen, at stikprøverne fremover vil omfatte mere end 20 pct. af udstederne. Der forventes en god balance mellem kontrolbehovet og de administrative byrder forbundet hermed for udstederne.

3.9.3. Beføjelser

3.9.3.1. Påbud om afsættelse af direktør eller nedlæggelse af erhvervet som bestyrelsesmedlem

Nasdaq Copenhagen fremhæver, at det fremgår af § 12 e, stk. 5, 3. pkt., i lov om værdipapirhandel m.v., at retten har ”mulighed for ved kendelse at bestemme, at den pågældende under sagens behandling kan opretholde sit hverv eller forblive i sin stilling”. Nasdaq Copenhagen bemærker, at denne ordlyd ikke er overført til lovforslagets § 221, stk. 6, men alene fremgår af lovforslagets bemærkninger. Nasdaq Copenhagen anser det for hensigtsmæssigt, at ordlyden også fremadrettet kommer til at fremgå direkte i loven.

Kommentarer

Rettens mulighed for ved kendelse at bestemme, at den pågældende direktør eller det pågældende bestyrelsesmedlem under sagens behandling kan opretholde sit hverv eller sin stilling, følger af de almindelige procesretlige regler, som det ikke findes hensigtsmæssigt at gentage i lovtæksten til den foreslåede § 221, stk. 6, i KML.

3.9.3.2. Offentliggørelse

Nasdaq Copenhagen anfører, at forslaget til § 234 i KML pålægger Finanstilsynet at offentliggøre, at der er sket politianmeldelse. Dette fremgår ikke af markedsmisbrugsforordningen eller MiFID II. Nasdaq Copenhagen henstiller, at det overvejes, om det er hensigtsmæssigt og nødven-

diget at offentliggøre en beslutning om politianmeldelse, når skyldsspørgsmålet endnu ikke er afgjort. Endvidere henstiller Nasdaq Copenhagen, at det overvejes, om en sådan politianmeldelse udgør intern viden, der kræver særskilt offentliggørelse.

Danske Advokater anfører, at det er overimplementering, at der stilles krav til offentliggørelse af politianmeldelser, jf. forslaget til § 234, stk. 1, nr. 3, i KML.

Nasdaq Copenhagen anfører videre, at det ikke forekommer rimeligt, at den tid, en reaktion skal ligge som link på forsiden af en hjemmeside efter forslaget til § 241, stk. 4, 3. pkt., i KML, afhænger af, hvornår Finanstilsynet træffer beslutning om en reaktion i forhold til, hvornår selskabets førstkommende generalforsamling finder sted. I praksis betyder det, at et sådan link skal være på forsiden mellem 3 måneder og 1 år. Det anføres, at 3 måneder i alle tilfælde vil være nok.

Kommentar

Reglerne om offentliggørelse er gældende ret under lov om værdipapirhandel m.v. samt den øvrige finansielle regulering. Bestemmelsen om offentliggørelse af politianmeldelser er en udmøntning af Åbenhedspakken fra 2008, hvor der var et bredt politisk ønske om, at der var større offentlighed om Finanstilsynets arbejde, herunder ved at der skal ske offentliggørelse af politianmeldelser af juridiske personer.

Det vil være en konkret vurdering, om en politianmeldelse udgør intern viden. Finanstilsynet offentliggør ikke politianmeldelser, førend den anmeldte er underrettet herom. Udstedere, der er omfattet af markedsmissbrugsforordningen, vil derfor have tid nok til at vurdere, om der er tale om intern viden, og offentliggøre, hvis dette er påkrævet. Udsteder vil i sådanne tilfælde altid selv skulle offentliggøre, at der sker politianmeldelse, uafhængigt af hvad Finanstilsynet måtte offentliggøre.

3.10. Straf

3.10.1. Strafbelagte bestemmelser og administrative bødeforelæg

Statsadvokaten for Særlig Økonomisk og International Kriminalitet (SØIK) anfører, at en række af de bestemmelser, hvor en overtrædelse straffes med bøde, er formuleret skønmæssigt. Det vil gøre det svært at håndtere sager herom bevismæssigt, og det foreslås, at det genovervejes, om bestemmelserne er egnet til strafferetlig forfølgelse.

SØIK anfører endvidere, at der er meget få områder inden for kapitalmarkedsområdet, hvor overtrædelse af bestemmelserne er egnet til administrative bødeforelæg efter forslaget til § 257 i KML. Særligt fremhæves forslaget til §§ 24 og 45 i KML som bestemmelser, der ikke umiddelbart er egnet til administrative bødeforelæg.

Kommentar

Hovedparten af de bestemmelser, som SØIK påpeger som værende vanskelige at håndtere på grund af deres udformning, stammer fra gennemførelsen af MiFID II. Det fremgår af artikel 70 i MIFID II, at bestemmelserne skal være strafbelagt i national ret. Der er dermed en EU-retlig forpligtelse til at strafbelægge.

Hvor det er muligt, er der anvendt en sprogbrug, der giver mere klarhed over pligten i bestemmelsen, end det er tilfældet i den tilsvarende bestemmelse i MiFID II. Pligterne er også forsøgt uddybet i bemærkningerne til de enkelte bestemmelser. Finanstilsynet vil endvidere i forbindelse med håndhævelse af reglerne altid overveje, hvilken reaktion der er mest relevant og hensigtsmæssig i forhold til den pågældende overtrædelse, herunder om der skal ske politianmeldelse.

På baggrund af SØIK's bemærkningerne til forslaget til § 257 i KML om administrative bødeforlæg er bemærkningerne til bestemmelsen gennemgået. Det foreslås på den baggrund, at der ikke skal gives mulighed for administrative bødeforlæg for overtrædelser af forslaget til § 45 i KML om fremsættelse af et pligtmæssigt overtagelsestilbud. Det skyldes, at bestemmelsen ikke vurderes egnet til anvendelse af bødeforlæg, da sagerne sjældent vil være ensartede og ukomplicerede.

For så vidt angår forslaget til § 24 i KML bemærkes det, at det kun er åbenbare overtrædelser af pligten til at offentliggøre oplysninger, der er egnet til bødeforlæg. Det vil eksempelvis være tilfældet, hvor en udsteder kun lægger oplysningerne på sin egen hjemmeside og ikke sikrer anden offentliggørelse.

3.10.2. Sanktionsniveauet

Statsadvokaten for Særlig Økonomisk og International Kriminalitet (SØIK) bemærker, at lovforslaget lægger op til at skærpe bødeniveauet på området. SØIK anfører, at hvis der fremover bliver indført skærpede bøder ved overtrædelse på det finansielle område, uden at der indenfor det tilgrænsende kapitalmarkedsområde ligeledes gennemføres en skærpelse af bødestraffene, vil det kunne give anledning til en række mere principielle overvejelser.

SØIK bemærker endvidere, at det med lovforslaget foreslås, at der ved udmåling af bøder skal lægges vægt på overtrædelsernes grovhed og gerningsmandens økonomiske forhold. SØIK anfører, at der bør udformes en model, der på en overskuelig og praktisk håndterbar måde angiver, hvordan nettoomsætningen kan inddrages i bødeudmålingen i de enkelte sager, således at det sikres, at små og mindre virksomheder ikke straffes uforholdsmæssigt hårdere end større virksomheder, og at større virksomheder ikke pålægges bøder, der i offentligheden opleves som økonomisk helt irrelevante i forhold til deres finansielle styrke.

SØIK påpeger yderligere, at der ikke er angivet et bødeniveau for overtrædelse af de enkelte bestemmelser, og at der heller ikke er foretaget en sontring inden for forskellige kategorier. Efter SØIK's opfattelse bør der således sikres en større differentiering af bødeniveauerne med henblik på at skabe en sammenhæng mellem strafudmålingen og grovheden af overtrædelserne. SØIK nævner, at der på samme måde som foreslået af udvalget om bødesanktioner på det finansielle område kan foretages en sontring mellem overtrædelser af bagatelagtig karakter, de groveste overtrædelser og andre overtrædelser.

SØIK bemærker til sidst, at der som udgangspunkt ikke er angivet noget om formildende eller skærpene omstændigheder i bemærkningerne til de enkelte bestemmelser. SØIK anfører, at det bør overvejes at tilføje sådanne bemærkninger om særligt skærpene eller formildende omstændigheder i bemærkningerne.

Kommentar

Sanktionsniveauet i lov om finansiell virksomhed er ændret med lov nr. 1549 af 13. december 2016 om ændring af lov om finansiell virksomhed, lov om investeringsforeninger m.v., lov om værdipapirhandel m.v. og forskellige andre love. Denne ændring bygger på betænkning nr. 1561 afgivet den 10. maj 2016 af Udvalget om bødesanktioner på det finansielle område. På baggrund heraf findes det, som SØIK også anfører i sit hørings svar, hensigtsmæssigt ligeledes at hæve bødeniveauet for overtrædelser af KML.

Det er vigtigt, at sanktionsniveauet for overtrædelser af KML er mærkbart for alle aktører på det finansielle marked. For at dette skal være tilfældet, er det, som nævnt i bemærkningerne til forslaget til § 255, stk. 5, i KML, afgørende, at der ved strafudmålingen lægges vægt på overtrædelsens grovhed og gerningsmandens økonomiske forhold, således at bøder vil have en pønalt og præventiv effekt. Vurderingen af overtrædelsens grovhed bør foregå uafhængigt af gerningsmandens økonomiske forhold.

I forhold til gerningsmandens økonomiske forhold er der i bemærkningerne til KML angivet en beskrivelse af, hvordan dette skal udregnes både for juridiske og fysiske personer. Derimod er der ikke opsat en model tilsvarende den i lov om finansiell virksomhed, da denne alene tager udgangspunkt i overtrædelser af lov om finansiell virksomhed, som ikke kan overføres direkte til overtrædelser af KML.

For så vidt angår fastsættelsen af bødeniveauet for fysiske personer er der i bemærkningerne angivet et interval for bødeniveauet fra 10.000 kr. indtil en nettomånedsløn. Herefter fremgår det, at bødeniveauet inden for det givne interval skal fastsættes ud fra en vurdering af overtrædelsens grovhed og andre forhold, der i henhold til straffelovens almindelige regler taler i skærpene eller formildende retning.

Hvad angår bødeniveauet for juridiske personer, er det anført i bemærkningerne for så vidt angår gerningsmandens økonomiske forhold, at der skal lægges vægt på virksomhedens nettoårsomsætning på gerningstidspunktet. Hermed sikres det netop, at små virksomheder ikke straffes uforholdsmæssigt hårdere end store virksomheder.

For så vidt angår angivelsen af skærpende og formidlende omstændigheder, der bør lægges vægt på ved fastsættelsen af bødeniveauet, henvises der overordnet set til straffelovens almindelige regler herom, herunder særligt §§ 51 og 80-82. I bemærkningerne til forslaget til § 249 i KML, der strafbelægger overtrædelser af markedsmisbrugsforordningen, er det ligeledes angivet, hvilke formidlende og skærpende omstændigheder, der bør lægges vægt på ved bødefastsættelsen, ud over de forhold der er nævnt i straffeloven. Derimod har det til de øvrige strafbelagte bestemmelser ikke været muligt at anføre yderligere omstændigheder, end dem der er nævnt i straffeloven. Dette kan dog ændre sig i takt med, at der med tiden bliver skabt mere praksis for overtrædelse af bestemmelserne.

3.11. Følgeloven

3.11.1. Accessorisk virksomhed og valutaspotforretninger i investeringsøjemed

Den danske Fondsmæglerforening anfører, at de generelt støtter afskaffelse af overimplementering, men at de finder lovforslagets § 1, nr. 24 og 98, om ophævelse af værdipapirhandlers eneret til at yde investerings-service i relation til valutaspotforretninger i investeringsøjemed, uacceptabel. De henviser til, at fondsmæglerselskaber som udgangspunkt kun må foretage aktiviteter oplistet i bilag 4 til lov om finansiel virksomhed i relation til finansielle instrumenter omfattet af bilag 5 til lov om finansiel virksomhed, og at stramningen vil give anledning til vanskelige afgrænsningsspørgsmål.

Endvidere anfører Fondsmæglerforeningen, at det er utilfredsstillende, at fondsmæglerselskaber ikke med lovforslaget får mulighed for generelt at drive accessorisk virksomhed. Eksempler på accessorisk virksomhed kan være aktiviteter omkring aktivt ejerskab eller nogle tilknyttede administrative ydelser eller aktiviteter med instrumenter, der ikke er omfattet af bilag 5 til lov om finansiel virksomhed. Det er ifølge Fondsmæglerforeningen en særlig dansk regel, at fondsmæglerselskaber ikke må lave accessorisk aktivitet som f.eks. pengeinstitutter, herunder aktiviteter med valutaspotforretninger i investeringsøjemed.

Kommentar

Det følger af § 9, stk. 2, 2. pkt., i lov om finansiel virksomhed at fondsmæglerselskaber kun må udføre aktiviteter som nævnt i bilag 4 til lov om finansiel virksomhed. Dette omfatter aktiviteter relateret til investerings-service og investeringsaktiviteter samt tjenesteydelser, der er accessori-

ske hertil. Bilag 4 til lov om finansiel virksomhed gennemfører bilag I, afsnit A og B, til MiFID I og MiFID II i dansk ret.

Som anført af Fondsmæglerforeningen må fondsmæglerselskaberne som udgangspunkt kun foretage aktiviteter omfattet af bilag 4 til lov om finansiel virksomhed i relation til instrumenter omfattet af lovens bilag 5. Bilag 5 gennemfører listen over finansielle instrumenter i bilag I, afsnit C, til MiFID I og MiFID II i dansk ret. Med lovforslaget foreslås det at fjerne valutaspotforretninger foretaget i investeringsøjemed fra lovens bilag 5. Dette vil medføre, at fondsmæglerselskabernes eneret til at udøve aktiviteter i relation til dette instrument ophæves. Baggrunden herfor er, at valutaspotforretninger ikke fremgår af listen over finansielle instrumenter i MiFID I eller MiFID II. Direktiverne forudsætter således ikke en eneret for fondsmæglerselskaberne på dette punkt.

Med bekendtgørelse nr. 677 af 26. juni 2012 er der fastsat regler om, hvilke instrumenter og kontrakter ud over dem, der er nævnt i lovens bilag 5, som pengeinstitutter og fondsmæglerselskaber må udføre tjenesteydelser med. Bekendtgørelsen vil blive ændret i forbindelse med gennemførelsen af MiFID II i dansk ret. De påtænkte ændringer af bekendtgørelsen skal bl.a. sikre, at fondsmæglerselskaber og pengeinstitutter fortsat kan udføre aktiviteter, jf. bilag 4 til lov om finansiel virksomhed, med valutaspotforretninger. Der er med ophævelsen af instrumentet fra bilag 5 til lov om finansiel virksomhed således ikke påtænkt en stramning i forhold til fondsmæglerselskaberne, men en ophævelse af eneretten til at udøve aktiviteter i relation til dette instrument.

For så vidt angår baggrunden for, at fondsmæglerselskaberne ikke frit kan yde accessorisk virksomhed, bemærkes det, at der i den øvrige regulering af fondsmæglerselskaberne, eksempelvis ved fastlæggelse af størrelsen af kapitalkravene, er taget højde for de aktiviteter og medfølgende risici, som må udøves og påtages i henhold til tilladelsen som fondsmæglerselskab, ligesom afgrænsningen reducerer potentielle interessekonflikter. Et fondsmæglerselskab må således ikke påtage sig risici, der ikke følger af de aktiviteter, der er omhandlet i bilag 4 til lov om finansiel virksomhed eller ligger i naturlig forlængelse heraf. Dette udelukker imidlertid ikke, at fondsmæglerselskaber kan varetage en række aktiviteter, der fremmer investorernes aktive ejerskab, ligesom selskabet kan varetage egne aktionærrettigheder.

3.11.2. Krav om filialetablering for visse tredjelandsselskaber

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at det i henhold til MiFID II er valgfrit for medlemslandene, om de vil implementere kravet i artikel 39 om filialetablering for tredjelandsselskaber. På baggrund heraf er det Foreningernes opfattelse, at der med lovforslaget lægges op til overimplementering ved udnyttelse af artikel 39 i MiFID II. Det påpeges i denne forbindelse, at baggrunden for, at der ikke er valgt en minimumsimplementering, ikke fremgår nærmere af bemærkningerne til lovforsla-

get. Endvidere bemærkes det, at kravet om filialetablering også vil omfatte selskaber etableret i tredjelande, hvor selskabet er et datterselskab af en dansk finansiel virksomhed. Disse tredjelands-datterselskaber af danske finansielle virksomheder vil således være nødsaget til at etablere en filial i Danmark, hvilket vil indebære store administrative byrder og usikkerhed om, hvorvidt tilladelse kan opnås.

Foreningerne foreslår på den baggrund, at bestemmelsen og bemærkningerne ændres, således at kravet om filialetablering ikke gælder for tredjelandsinstitutter, der allerede har en tilladelse efter den nugældende § 33 i lov om finansiel virksomhed og bekendtgørelse nr. 979 af 4. december 2003 om tilladelsesproceduren for udenlandske kreditinstitutter og investeringselskaber, der er meddelt tilladelse i et land uden for Den Europæiske Union, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, og som ønsker at udføre tjenesteydelser med værdipapirhandel i Danmark.

Kommentar

Det er i medfør af MiFID II op til de enkelte medlemsstater, om de vil stille krav om, at et tredjelandsselskab, der på medlemsstatens område har til hensigt at yde investeringservice og/eller udføre investeringsaktiviteter til detailkunder, eller kunder der efter anmodning kan behandles som professionelle kunder, skal oprette en filial i den pågældende medlemsstat. Det er fundet hensigtsmæssigt at udnytte denne valgmulighed i lovforslaget.

Hensigten hermed er, som anført i pkt. 2.6.3 i de almindelige bemærkninger til lovforslaget og i de specielle bemærkninger til § 33, stk. 2 og 3, i lov om finansiel virksomhed, at styrke investorbekyttelsen ved tredjelandsselskabers aktiviteter rettet mod danske detailkunder og således opnå et passende beskyttelsesniveau for disse. Filialkravet indebærer bl.a., at tredjelandsselskabet skal indgå i en investorgarantiordning, at filialen skal være i stand til at opfylde kravene vedrørende god skik, og at ledelsen i filialen opfylder krav om tilstrækkelig viden og erfaring. Herudover indebærer kravet om filialetablering fysisk tilstedeværelse i Danmark, hvilket fremmer detailkunders kontakt til selskabet og Finanstilsynets mulighed for indgriben, såfremt der måtte opstå kundehenvendelser m.v.

Filialkravet vil tillige omfatte tredjelandsselskaber, der er datterselskaber af danske finansielle virksomheder. Det skal dog bemærkes, at der kun stilles krav om filialetablering, hvis datterselskabet henvender sig til danske detailkunder, eller kunder der efter anmodning kan behandles som professionelle kunder. Der er på nuværende tidspunkt kun givet tilladelse til et enkelt datterselskab af et dansk kreditinstitut efter den gældende § 33 i lov om finansiel virksomhed. Dette tredjelandsselskab servicerer ikke umiddelbart danske detailkunder og vil derfor ikke blive underlagt et krav om filialetablering. Hvis kunderne i øvrigt servicerer gen-

nem det danske moderselskab, der ikke er etableret i et tredjeland, vil der ikke være krav om filialetablering.

3.11.3. Finanstilsynets tilsyn med pengeinstitutter, der yder investerings-services og investeringsaktiviteter, jf. bilag 4 i lov om finansiel virksomhed

Den danske Fondsmæglerforening anfører, at ophævelsen af krav om særskilt tilladelse til at yde værdipapirhandel ikke i praksis må medføre, at pengeinstitutter underlægges et mere lempeligt tilsyn end fondsmæglerselskaber.

Fondsmæglerforeningen udtrykker bekymring for, at en sådan mere lempelig tilsynspraksis over for pengeinstitutter kan medføre, at der stilles mindre strenge krav til pengeinstitutters organisation og dokumentation af relevante forretningsgange, politikker og administrative procedurer.

Kommentar

Kravet om særskilt tilladelse til at yde værdipapirhandel foreslås ophævet med lovforslaget. Baggrunden er, at pengeinstitutter ifølge MIFID II bør kunne yde investeringservice og udøve investeringsaktiviteter uden anden tilladelse end deres pengeinstituttilladelse.

Uagtet at pengeinstitutter ikke længere skal ansøge Finanstilsynet om tilladelse til at yde investeringservice og udøve investeringsaktiviteter, vil Finanstilsynet fortsat føre tilsyn med, at pengeinstitutter, der udøver aktiviteter omfattet af bilag 4 i lov om finansiel virksomhed, lever op til deres lovgivningsmæssige forpligtelser.

Finanstilsynet vil derfor fortsat føre tilsyn med, at pengeinstitutter, der udøver aktiviteter omfattet af bilag 4 i lov om finansiel virksomhed, har politikker, forretningsgange og administrative procedurer, som sikrer, at pengeinstituttet håndterer investeringservice og investeringsaktiviteter forsvarligt.

Ophævelsen af et særskilt krav om værdipapirhandlertilladelse medfører dermed ikke, at pengeinstitutter bliver underkastet et lempeligere tilsyn end fondsmæglere.

Dette præciseres i bemærkningerne til § 7, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed, således at det fremgår eksplicit, at Finanstilsynet fortsat vil føre tilsyn med, at pengeinstitutter imødekommer relevante krav til organisation og kan dokumentere relevante forretningsgange, politikker og administrative procedurer.

3.11.4. Bilag 5, nr. 3, til lov om finansiel virksomhed

Investeringsfondsbranchen anfører, at det ifølge bemærkningerne til nyaffattelsen af bilag 5, nr. 3, til lov om finansiel virksomhed fremgår, at der ikke er tilsigtet at gennemføre materielle ændringer af retstilstanden. Be-

stemmelsen omfatter således stadig andele i danske alternative investeringsfonde og danske UCITS som andele i henholdsvis alternative investeringsfonde og UCITS fra andre EU/EØS-lande m.v., ligesom også andele i alternative investeringsfonde med registreret hjemsted i et tredjeland og udenlandske investeringsinstitutter er omfattet af bestemmelsen.

Investeringsfundsbranchen foreslår på denne baggrund, at det præciseres i lovtæksten og bemærkningerne, at bilag 5, nr. 3, fortsat omfatter andele i alternative investeringsfonde, der har registreret hjemsted i tredjelande, uanset om de har opnået markedsføringstilladelse i et EU/EØS-land.

Kommentar

Bilag 5 indeholder en liste over, hvad der forstås ved finansielle instrumenter i MiFID II.

Bilag 5, nr. 3, i lov om finansiell virksomhed om andele i institutter for kollektive investeringer foreslås nyaffattet, så der sker en direktivnær gennemførelse af bilag I, afsnit C, nr. 3, i MiFID II.

Det er ikke tilsigtet med den foreslåede nyaffattelse at gennemføre materielle ændringer af retstilstanden. Bestemmelsen omfatter både andele i danske alternative investeringsfonde og danske UCITS, såvel som andele i henholdsvis alternative investeringsfonde og UCITS fra andre EU/EØS-lande m.v., ligesom også andele i alternative investeringsfonde med registreret hjemsted i et tredjeland og udenlandske investeringsinstitutter er omfattet af bestemmelsen.

En enhed, som opfylder kriterierne i definitionen i § 3, stk. 1, nr. 1, i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. vil være en alternativ investeringsfond omfattet af begrebet andele i institutter for kollektiv investering og dermed omfattet af bilag 5 i lov om finansiell virksomhed.

Hvorvidt en forvalter har opnået tilladelse til at markedsføre en alternativ investeringsfond er ikke af betydning for vurderingen af, om andelene i den alternative investeringsfond er et finansielt instrument omfattet af bilag 5. Det er videre heller ikke relevant, om den alternative investeringsfond er etableret i et EU/EØS-land eller et tredjeland.

3.11.5 Kapitalforeningers mulighed for at investere i valuta

Investeringsfundsbranchen anfører, at den foreslåede nyaffattelse af bilag 5, nr. 11, i lov om finansiell virksomhed, hvorved valutaspot i investeringsøjemed ophæves fra listen over finansielle instrumenter, sker med henblik på at ensrette den pågældende liste med listen over finansielle instrumenter i MiFID II.

Det fremgår af bemærkningerne til bestemmelsen, at den pågældende type virksomhed i relation til valutaspot fortsat kan være omfattet af listen over finansielle instrumenter, såfremt disse falder ind under definiti-

onen af derivater, hvilket eksempelvis gør sig gældende for rullende spotforretninger, hvor en spotforretning, der normalt afvikles inden for to dage, ikke afregnes, før den lukkes af kunden eller værdipapirhandleren og automatisk forlænges indtil da.

Investeringsfondsbranchen ønsker at få bekræftet, at ændringen af bilag 5, nr. 11, i lov om finansiel virksomhed ingen konsekvenser har for kapitalforeningers mulighed for at investere i valuta, jf. definitionen i § 3, stk. 1, nr. 11, i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v., hvorefter kapitalforeninger kan investere i likvide midler, herunder valuta eller finansielle instrumenter omfattet af bilag 5 i lov om finansiel virksomhed.

Kommentar

Det følger af § 3, stk. 1, nr. 11, litra a, i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v., at kapitalforeninger må investere i likvide midler, herunder valuta eller finansielle instrumenter omfattet af bilag 5 i lov om finansiel virksomhed.

Det følger endvidere af § 3, stk. 1 nr. 19, i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v., at ved et finansielt instrument forstås et instrument som omfattet af bilag 5, nr. 1-10, i lov om finansiel virksomhed.

Bilag 5, nr. 11, i lov om finansiel virksomhed er således ikke omfattet af definitionen af et finansielt instrument i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. Ændringen af bilag 5, nr. 11, medfører, at valuta-spotforretninger i investeringsøjemed ikke længere vil være et finansielt instrument omfattet af definitionen herpå, medmindre der er tale om en situation, der falder ind under definitionen på et derivat.

Det kan således bekræftes, at dette ikke medfører indskrænkninger i kapitalforeningers mulighed for at investere i valuta.

3.11.6. Aflønningsregler i lov om finansiel virksomhed

Den danske Fondsmæglerforening anfører, at skærpelsen af reglerne om aflønning for bl.a. fondsmæglerselskaber i § 77 e i lov om finansiel virksomhed er nødvendige i henhold til MiFID II. Foreningen anfører dog samtidigt, at de skærpede regler aktualiserer unødvendigheden af den danske overimplementering af reglerne i MiFID II (og anden EU-regulering) omkring aflønning.

I forlængelse heraf anfører Fondsmæglerforeningen, at danske værdipapirhandlere er i skarp konkurrence med andre europæiske værdipapirhandlere om at tiltrække og fastholde de dygtigste medarbejdere, herunder de dygtigste porteføljeformidlere. Den danske overimplementering af EU's aflønningsregler indebærer en meget væsentlig svækkelse af konkurrencekraften for danske værdipapirhandlere sammenlignet med f.eks. svenske, tyske og engelske værdipapirhandlere til skade for Danmark og dansk økonomi.

Endelig bemærker Fondsmæglerforeningen, at man i forbindelse med vedtagelsen af MiFID II på europæisk plan har fastlagt de nødvendige begrænsninger i aflønningen af værdipapirhandlers medarbejdere, og at Danmark har tilsluttet sig denne regulering på EU-plan. Det er derfor ikke længere aktuelt at fastholde de danske særregler, der blev vedtaget i lyset af finanskrisen fra 2008.

FinansDanmark og Børsmæglerforeningen anfører, at den foreslåede § 77 e i lov om finansiel virksomhed indeholder et forbud mod alle salgsmål, og ikke alene salgsmål, som kunne give en tilskyndelse til at anbefale et bestemt finansielt instrument, når investeringsselskabet kunne tilbyde et andet finansielt instrument, der ville dække en detailkundes behov bedre. Det anføres i tilknytning hertil, at forbuddet mod salgsmål i § 77 e således er formuleret bredere, end hvad der følger af MiFID II. FinansDanmark og Børsmæglerforeningen opfordrer derfor til, at bestemmelsen bringes i overensstemmelse med artikel 24, stk. 10, 2. pkt., i MiFID II.

Kommentarer

De danske aflønningsregler er baseret på en række detaljerede aflønningsregler i kapitalkravsdirektivet (CRD IV), som suppleres af danske særregler. De danske særregler er baseret på den politiske aftale af 31. august 2010 mellem den daværende regering (Venstre og Det Konservative), Socialdemokraterne, Dansk Folkeparti, Socialistisk Folkeparti, Det Radikale Venstre og Liberal Alliance om forsvarlig aflønningspolitik i den finansielle sektor og den politiske aftale af 10. oktober 2013 mellem den daværende regering (Socialdemokratiet, Radikale Venstre og Socialistisk Folkeparti) og Venstre, Dansk Folkeparti, Liberal Alliance og Det Konservative Folkeparti om regulering af systemisk vigtige finansielle institutter (SIFI) samt krav til alle banker og realkreditinstitutter om mere og bedre kapital og højere likviditet (Bankpakke 6).

Det følger af den politiske aftale af 31. august 2010, at aflønningsreglerne på bankområdet skal finde anvendelse for alle danske virksomheder i den finansielle sektor. Dette gælder, uanset om den pågældende virksomhedstype er omfattet af EU-baserede aflønningsregler.

De ensartede regler for aflønning inden for den finansielle sektor sikrer, at virksomhederne fører en forsvarlig aflønningspolitik, hvilket medvirker til at sikre en stabil finansiell sektor. Reglerne sikrer endvidere ensartede konkurrencevilkår for disse virksomheder.

Den foreslåede § 77 e, stk. 2, i lov om finansiel virksomhed implementerer artikel 24, stk. 10, 2. pkt., i MiFID II. Bestemmelsen i MiFID II indeholder forbud mod aflønningsordninger, salgsmål eller andre ordninger, der vil kunne tilskynde ansatte hos værdipapirhandlere, der er et pengeinstitut, et realkreditinstitut eller et fondsmæglerfirma, til at anbefale et bestemt finansielt instrument til en detailkunde, når virksomheden kan

anbefale et andet finansielt instrument, der vil dække den pågældende kundes behov bedre.

Der gælder i dag et forbud i § 77 e, stk. 1, der sikrer, at ansatte hos værdipapirhandlere rådgiver kunder uafhængigt af egne økonomiske interesser. Bestemmelsen er et klart forbud mod variabel løn knyttet til salgsmål, da en sådan aflønningsstruktur vil kunne tilskynde den ansatte til at anbefale et bestemt finansielt instrument til en detailkunde fremfor at anbefale det instrument, der er bedst egnet til den pågældende kunde. Forbuddet svarer således til forbuddet i artikel 24, stk. 10, 2. pkt., i MiFID II, og er således udtryk for en direktivnær implementering af bestemmelsen. Det er på den baggrund foreslået at videreføre forbuddet mod variabel løn knyttet til salgsmål for ansatte hos værdipapirhandlere.

3.11.7. Regulering af tilknyttede agenter

Den danske Fondsmæglerforening hilser muligheden for, at tilknyttede agenter kan opbevare kunders midler, velkommen, men foreningen finder, at det aktualiserer spørgsmålet om dækning af og betaling til indskyder- og investorgarantiordningen særligt i relation til værdipapirer, der opbevares i depot andetsteds.

FinansDanmark foreslår, at det præciseres, hvilke indskyder- og investorbeskyttelsesordninger, der vil være gældende, når en agent opbevarer kunders midler.

Kommentarer

Det fremgår direkte af lovtæksten, at en tilknyttet agent handler under fuldt økonomisk ansvar af det fondsmæglerselskab, penge- eller realkreditinstitut, der har udpeget agenten.

Hvis den tilknyttede agent ikke har mulighed for at tilbagelevere en kundes værdipapirer eller andre midler, eksempelvis fordi agentvirksomheden er gået konkurs, vil det derfor være det selskab eller institut, som agenten har været tilknyttet, der skal dække kundens eventuelle krav. Der vil således ikke være krav om, at agenten selvstændigt vil skulle tilknyttes Indskyder- og Investorbeskyttelsesordningen i Garantiformuen.

De kundemidler, som en tilknyttet agent måtte opbevare, vil derimod skulle indgå i opgørelsen af det bidrag, som skal betales af det fondsmæglerselskab, penge- eller realkreditinstitut, som agenten er tilknyttet. Og en kunde vil i tilfælde af dette selskabs konkurs kunne få et eventuelt krav dækket af Garantiformuen. Dette vil blive præciseret i bemærkningerne til § 9 a, stk. 5.

3.11.8. Interne retningslinjer for produktgodkendelse

Forsikring & Pension har ingen bemærkninger til udformningen af den foreslåede lovtækt til § 71, stk. 3 og 4, i lov om finansiel virksomhed men undrer sig over, at bemærkningerne til lovforslaget indeholder en detaljeret beskrivelse af de regler for produkttilsyn, der med hjemmel i

det foreslåede stk. 4 skal fastsættes i bekendtgørelsesform, og som for forsikrings- og pensionsområdet vil bestå i en implementering af artikel 25 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2016/97 af 20. januar 2016 om forsikringsdistribution (herefter IDD) samt tilhørende level II-regulering.

Forsikring & Pension finder således, at man i bemærkningerne foregriber indholdet af niveau II-regulering, der endnu ikke er udarbejdet, og som foreningen har forholdt sig relativt kritisk til.

Forsikring & Pension finder endvidere, at den foreslåede ikrafttrædelsesdato for loven den 1. januar 2018 vil være udtryk for overimplementering, idet IDD først skal være implementeret den 23. februar 2018.

Kommentarer

De konkrete fremtidige krav til forsikringssektors produktudvikling og -styring vil blive fastsat i bekendtgørelser udstedt med hjemmel i § 71, stk. 4. Med bemærkningerne til bestemmelsen er det søgt at give en overordnet beskrivelse af, hvad disse regler vil komme til at indeholde baseret på det udkast til technical advice til IDD, som EIOPA (European Insurance and Occupational Pension Authority) har sendt i høring. Bekendtgørelsens indhold vil naturligvis blive udformet i overensstemmelse med den endelige niveau II-regulering, som EU-Kommissionen udsteder i henhold til IDD og vil nøje afspejle denne regulering.

Ligeledes vil den kommende bekendtgørelses regler for forsikrings- og pensionsområdet træde i kraft samtidig med det lovforslag, hvori IDD i øvrigt implementeres.

3.11.9. Lov om finansielle rådgivere, investeringsrådgivere og boligkreditformidlere – selskabsform for fondsmæglerselskaber

Den danske Fondsmæglerforening anerkender hensynet til at opretholde reglerne om investeringsrådgivere og finansielle rådgivere, der giver mulighed for, at mindre virksomheder kan yde investeringsrådgivning uden at være underlagt samme regler som fondsmæglerselskaber. Imidlertid udvider lovforslaget disse virksomheders virksomhedsområde til at omfatte modtagelse og videreformidling af ordrer.

Selv om det i lovforslaget er anført, at rådgivningsvirksomhederne ikke får mulighed for at rådgive om derivater, så henviser lovforslaget til bilag 5, nr. 1 og 3, i lov om finansiell virksomhed, og bilag 5, nr. 1, litra c, omfatter de i praksis vigtigste derivater for almindelige investorer.

Dette forhold samt den kombination af rådgivning og modtagelse af ordrer, som rådgivervirksomhederne får mulighed for at udføre, svarer til mange især mindre fondsmæglerselskabers ydelser. Der vil dermed fremover være en direkte konkurrence mellem mindre fondsmæglerselskaber og investeringsrådgivere samt finansielle rådgivere.

Derfor bør der også være samme lovgivningsmæssige rammer for virksomhederne, således at rådgivningsvirksomhederne også bliver underlagt krav om at etablere en whistleblowerordning, og så fondsmæglerselskaberne får mulighed for at drive virksomhed under andre selskabsformer end aktieselskaber.

Kommentarer

Artikel 3 i MiFID II indeholder, som angivet i lovforslagets almindelige bemærkninger afsnit 2.4, mulighed for, at medlemsstaterne kan tillade, at visse former for investeringservice i forhold til bestemte typer finansielle instrumenter udøves af virksomheder, som opfylder en række men ikke alle direktivets krav, og som får en national tilladelse. Lovforslagets regler for investeringsrådgivere og finansielle rådgivere er udtryk for en sådan national regulering baseret på betingelserne i artikel 3.

Hvis et mindre fondsmæglerselskab alene udfører investeringsrådgivning og modtagelse og videreformidling af ordrer om de typer finansielle instrumenter, der er angivet i artikel 3, og ikke ønsker at have mulighed for at drive grænseoverskridende virksomhed, vil selskabet fremover kunne ændre sin tilladelse til investeringsrådgiver.

Hvis et mindre fondsmæglerselskab derimod fortsat ønsker at kunne rådgive og formidle ordrer om den fulde palette af finansielle instrumenter og/eller ønsker at have mulighed for at drive grænseoverskridende virksomhed, skal virksomheden have en fuld MiFID-II tilladelse, hvilket blandt andet indebærer kapitalkrav og krav til selskabsform.

Der er således ingen konkurrencemæssige grunde til at stille yderligere krav til investeringsrådgivere eller til at lempe kravene for fondsmæglerselskaber.

3.11.10. Straf og sanktionsniveau

Statsadvokaten for Særlig Økonomisk og International Kriminalitet (SØIK) anfører til de ændringer i følgeloven, hvor det strafbare område udvides, at det af bemærkningerne bør fremgå, hvad straffniveauet er for overtrædelse af det pågældende område.

SØIK anfører vedrørende pålæggelse af straf for overtrædelse af § 7 b, stk. 1, i lov om finansielle rådgivere, investeringsrådgivere og boligkreditformidlere, at bestemmelsen er formuleret skønsmæssigt, hvilket vil gøre det vanskeligt at håndtere sager herom bevismæssigt.

Kommentar

Sanktionsniveauet i lov om finansiel virksomhed er ændret med lov nr. 1549 af 13. december 2016 om ændring af lov om finansiel virksomhed, lov om investeringsforeninger m.v., lov om værdipapirhandel m.v. og forskellige andre love. Denne ændring bygger på betænkning nr. 1561

afgivet den 10. maj 2016 af Udvalget om bødesanktioner på det finansielle område. Om bødeniveauet for overtrædelse af lov om finansiell virksomhed henvises til pkt. 2.1 i de almindelige bemærkninger til lov nr. 1549 af 13. december 2016 og de specielle bemærkninger til lovforslagets § 1, nr. 117, til ændringerne til § 373, stk. 10-12, i lov om finansiell virksomhed.

§ 7 b, stk. 1, i lov om finansielle rådgivere, investeringsrådgivere og boligkreditformidlere stiller krav om, at en investeringsrådgiver og en finansiell rådgiver skal have en lønpolitik. Reglerne er i høj grad en direktivnær implementering af europæiske regler og retningslinjer, og disse regler indeholder brede betegnelser m.v., så de passer bredt på medlemsstaternes nationale forhold. I de specielle bemærkninger til § 7 b, stk. 1, vil der blive tilføjet et eksempel på forhold, der kan straffes med bøde.

Der henvises i øvrigt til dette notats pkt. 3.10.

3.11.11. Betaling til Finanstilsynet

Dansk Pantebrevsforening anfører, at afgiftsbeløbet i 2014-niveau bør forblive uændret, da der kommer flere selskaber til, hvilket må give stor-driftsfordele og dermed lavere udgift pr. selskab.

Den danske Fondsmæglerforening anfører, at MiFID II vil medføre forøgede compliance-omkostninger for fondsmæglerselskaber, som i væsentligt omfang vil komme fra forøgede lønudgifter til administrativt personale. På den baggrund mener foreningen, at der bør ske en sænkelse af de fiskale byrder for fondsmæglerselskaber.

Kommentar

Der er ikke nogen signifikante stor-driftsfordele ved at have flere virksomheder af samme type under tilsyn.

Det er rigtigt, at nye krav i MiFID II kan medføre øgede omkostninger for fondsmæglerselskaber til bl.a. løn. MiFID II indebærer dog samtidig, at Finanstilsynet skal føre tilsyn med de nye krav, hvilket indebærer et øget ressourcetræk.

4. Oversigt over hørte organisationer, myndigheder m.v. Et udkast til forslag til lov om kapitalmarkeder og lov om ændring af lov om finansiell virksomhed, lov om finansielle rådgivere og boligkreditformidlere og forskellige andre love har i perioden fra den 14. december 2016 til den 16. januar 2016 været sendt i høring hos følgende myndigheder og organisationer m.v.:

Advokatrådet, Andelskassen, Arbejderbevægelsens Erhvervsråd, Arbejdsmarkedets Erhvervs sygdomssikring (AES), Arbejdsmarkedets Tilægspension (ATP), Arbejdsskadestyrelsen, Børsmæglerforeningen, Danish Venture Capital and Private Equity Association, Danmarks Natio-

nalbank, Danmarks Rederiforening, Danmarks Skibskredit A/S, Dansk Aktionærforening, Dansk Arbejdsgiverforening, Dansk Byggeri, Danske Advokater, Danske Forsikringsfunktionærers Landsforening, Dansk Ejendomsmæglerforening, Danske Maritime, Danske Regioner, Dansk Erhverv, Dansk Forening for International Motorkøretøjsforsikring (DFIM), Dansk Industri, Dansk Investor Relations Forening – DIRF, Dansk Metal, Dansk Pantebrevsforening, Dansk Kredit Råd, Den Danske Aktuarforening, Den Danske Finansanalytikerforening, Den danske Fondsmæglerforening, Ejendomsforeningen, FDIH – Foreningen for Distance- og Internethandel, FDFFA – Foreningen af Danske Forsikringsmæglere og ForsikringsAgenturer, Finansforbundet, Finanshuset i Fredensborg A/S, Finansiell Stabilitet A/S, Finans og Leasing, Finansrådet – Danske Pengeinstitutters Forening, Finanssektorens Arbejdsgiverforening, Forbrugerombudsmanden, Forbrugerrådet, Foreningen af Forretningsførere for Udenlandske Forsikringsselskaber, Foreningen af Interne Revisorer, Foreningen af J.A.K. Pengeinstitutter, Foreningen Danske Revisorer, FOREX, Forsikring & Pension, Forsikringsmæglerforeningen, Frivilligrådet, FSR – danske revisorer, Funktionærernes og Tjenestemændenes Fællesråd (FTF), Garantiformuen, Garban-Intercapital Scandinavia, Horesta, Håndværksrådet, Indsamlingsorganisationernes Brancheorganisation (ISOBRO), Investeringsfondsbranchen, Intertrust (Denmark), ISACA Denmark Chapter, IT-branchen, KommuneKredit, Kommunernes Landsforening, Kuratorforeningen, KøbmandStandens OplysningsBureau, Landbrug & Fødevarer, Landsforeningen for Bæredygtigt Landbrug, Landsforeningen af forsvarsadvokater, Landsorganisationen i Danmark (LO), Lokale Pengeinstitutter, Lønmodtagernes Dyrtidsfond (LD), NASDAQ Copenhagen A/S, Nets, Mybanker, Parcelhusejernes Landsforening, PostDanmarks Juridiske afdeling, Realkreditforeningen, Realkreditrådet, Regionale Bankers Forening, Regnskabsrådet, Revisornævnet, Revisortilsynet, Rigsrevisionen, Skibs- og Bådebyggeriets Arbejdsgiverforening, Statsadvokaten for Særlig Økonomisk og International Kriminalitet, Telekommunikationsindustrien i Danmark, VP Securities A/S, Western Union, Thomson Reuters Nordic, Transparency International Danmark, Færøernes Hjemmestyre via Rigsombudsmanden på Færøerne, Grønlands Selvstyre via Rigsombudsmanden i Grønland, Beskæftigelsesministeriet, Børne- og Socialministeriet, Datatilsynet, Energi-, Forsynings- og Klimaministeriet, Erhvervsstyrelsen, Erhvervsministeriet, Finansministeriet, Forsvarsministeriet, Justitsministeriet, Kirkeministeriet, Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen, Kulturministeriet, Miljø- og Fødevarerministeriet, Moderniseringsstyrelsen, Patent- og Varemærkestyrelsen, Sikkerhedsstyrelsen, Skatteministeriet, Statsministeriet, Sundheds- og Ældreministeriet, Søfartsstyrelsen, Transport-, Bygnings- og Boligministeriet, Uddannelses- og Forskningsministeriet, Udenrigsministeriet, Udlændinge- og Integrationsministeriet, Undervisningsministeriet og Økonomi- og Indenrigsministeriet

Følgende organisationer, myndigheder m.v. har haft bemærkninger med indhold:

- Arbejdsmarkedets Tillægspension (ATP)
- CLS Group
- Danmarks Rederiforening
- Danmarks Nationalbank
- Dansk Pantebrevsforening
- Danske Advokater
- Dansk Energi
- Dansk Industri
- FSR - danske revisorer
- Datatilsynet
- Den danske Fondsmæglerforening
- FinansDanmark og Børsmæglerforeningen
- Forbrugerombudsmanden
- Forsikring & Pension
- Investerings Fonds Branchen (IFB)
- Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen
- Nasdaq Copenhagen
- Statsadvokaten for særlig Økonomisk og International Kriminalitet (SØIK)
- VP Securities A/S