

Medlemmerne af Folketingets Europaudvalg
og deres stedfortrædere

Asiatisk Plads 2
DK-1448 København K
Tel. +45 33 92 00 00
Fax +45 32 54 05 33
E-mail: um@um.dk
Telex 31292 ETR DK
Telegr. adr. Etrangeres
Girokonto 300-1806

Bilag
1

Journalnummer
400.C.2-0

Kontor
EUK

30. september 2003



Med henblik på mødet i Folketingets Europaudvalg 3. oktober 2003 – dagsordenspunkt rådsmøde (økonomi- og finansministre) den 7. oktober 2003 – vedlægges Finansministeriets supplerende notat vedrørende dagsordenens punkt 3.

P. H. Olsen



29. september 2003

Aktuelt notat vedr. rådsmødet (ECOFIN) den 7. oktober 2003

Dagsordenspunkt 3: **Finansielle tjenesteydelser: Direktiv om investeringservice**

1. Baggrund og indhold

På ECOFIN den 7. oktober 2003 forventes en drøftelse af forslag til direktiv om investeringservice med henblik på at opnå politisk enighed. Forslaget, der er fremsat den 19. november 2002, skal erstatte det nuværende direktiv om investeringservice. Direktivforslaget indgår som en del af den finansielle handlingsplan.

Forslaget har hjemmel i artikel 47, stk. 2, i TEF. Der således tale om en fælles beslutningstagen med Europa-Parlamentet. Direktivet skal vedtages med kvalificeret flertal ifølge artikel 251 i TEF.

Baggrunden for direktivforslaget er et ønske om at skabe et ensartet højt investorbekyttelsesniveau inden for EU samt lette og effektivisere handel med værdipapirer på tværs af grænserne.

Hovedprincipperne i forslaget er følgende:

- Harmoniserede krav til regulerede markeders virksomhed, indretning og ledelse. Der er i dag ikke fælles europæisk regulering af området.

- Harmoniserede regler om regulering af Multilaterale Handels Faciliteter (MHFer). Der er i dag ikke fælles europæisk regulering af området.
- Yderligere harmonisering af reglerne om såvel "best execution" som gennemsigtighed ved handel med værdipapirer.
- Yderligere harmonisering af betingelserne for at opnå tilladelse som investeringsselskab og driftsvilkårene for investeringsselskaber. Hensigten hermed er at skabe en effektiv ramme for gensidig anerkendelse af tilladelser til at udøve virksomhed som investeringsselskab og dermed et effektivt "europæisk pas".

I forhold til det gældende direktiv indeholder direktivet ændringer på en række hovedområder. Redegørelsen i dette afsnit bygger på formandskabets forslag til en direktivtekst af 22. september 2003. Der er stadig forhandlinger om direktivet, hvorfor forhandlingsresultatet er åbent, jf. nedenfor.

- Adgangen for medlemsstaterne til at kræve, at handler udføres på et reguleret marked (børspligt), ophæves. Danmark har ikke i den gældende lovgivning udnyttet adgangen til at indføre børspligt. Med ændringen af direktivet får investeringsselskaber i alle medlemslandene adgang til gennemføre handler uden for et reguleret marked eller en MHF. Kunden handler i disse tilfælde mod investeringsselskabets egenbeholdning. Dette kaldes i direktivet internalisering, og det svarer til det danske begreb "strakshandler". Til gengæld for adgangen til at gennemføre handler over egenbeholdningen fastsættes der nærmere regler for, hvorledes dette kan ske. Der er endnu ikke enighed om, i hvilke situationer, en sådan regulering finder anvendelse overfor

værdipapirhandlerne, eller hvorledes reglerne skal se ud. Det må dog vurderes, at der primært bliver tale om, at værdipapirhandlerne i et nærmere bestemt omfang skal offentliggøre de priser, der tilbydes på de værdipapirer, som handles over egenbeholdningen.

- Princippet om "best execution" harmoniseres yderligere. Investerings-selskaber skal sikre, at ordrer udføres på en sådan måde, at kunden opnår det bedst mulige resultat i relation til pris, omkostninger, hurtighed og sandsynlighed for gennemførelse af ordren. I den forbindelse tages hensyn til ordrens størrelse og type såvel som særlige instrukser fra kunden. Denne regel suppleres med et krav om, at investeringsselskaberne skal have interne retningslinier for udførelse af ordrer, der udmønter princippet om "best execution". Disse retningslinier skal accepteres af den enkelte kunde, før handler gennemføres. Endvidere skal investeringsselskabet indhente forudgående accept fra kunden, før en ordre gennemføres uden for et reguleret marked eller en MHF, ligesom et investeringsselskab har pligt til at gennemføre en ordre på en bestemt måde, hvis kunden kræver dette. Såfremt kunden giver accept til, at en ordre kan gennemføres udenfor et reguleret marked eller en MHF, er det ikke et krav, at handelen skal gennemføres til den pris, der er på det regulerede marked/MHF, eller bedre. Reglen om, at kunden skal opnå det bedst mulige resultat, jf. ovenfor, gælder dog under alle omstændigheder. En række faktorer, herunder prisen, bestemmer, hvad der i den givne situation er i kundens bedste interesse. Der skal fastsættes nærmere regler for, hvilken vægt de enkelte faktorer skal have i den samlede afgørelse af, hvad der er best execution. Dette skal fastsættes ved gennemførelsesforanstaltninger efter direktivets vedtagelse, jf. nedenfor.

Efter de gældende danske regler skal en værdipapirhandler altid aftale med kunden, hvilken handelstype, der skal anvendes, idet det også kan aftales, at handelen udføres i kommission. Det er et krav i Danmark, at

for værdipapirer noteret på en dansk børs eller en dansk autoriseret markedsplads skal handelen gennemføres over det pågældende markeds handelssystem, medmindre kunden på handelstidspunktet kan opnå samme eller bedre pris ved en anden handelstype eller andet er aftalt.

- Reguleringen af gennemsigtighed for handler på markedet er udvidet i forhold til det hidtidige direktiv fsva. aktier. I direktivet vil der i modsætning til de gældende danske regler ikke være krav til offentliggørelse af handelsinformation om obligationer, jf. nedenfor. Alle handler i værdipapirer optaget til notering på et reguleret marked skal dog indberettes til den kompetente myndighed. Som direktivet ser ud nu, er der med hensyn til efterhandelsinformation, dvs. information om indgåede handler, stillet større krav end i det tidligere direktiv. Desuden er der som noget nyt stillet krav om, at der også skal offentliggøres såkaldt førhandelsinformation, dvs. information om handelsinteresser, herunder særligt de tilbudte priser. Desuden skal investerings-selskaber offentliggøre de aktiehandler, de indgår uden for en MHF eller et reguleret markeds systemer. Dette kan dog ske via det regulerede marked/MHF's systemer. Såvel MHF'er som regulerede markeder skal stille både før- og efterhandelsinformation om aktier til rådighed for markedet, idet dette skal ske på rimelige markedsmæssige vilkår.

I forhold til de gældende danske regler om handelsinformation vedr. aktier vil der formelt set være tale om en stramning af offentliggørelsesreglerne, da der ikke i Danmark er specifikke regler for gennemsigtigheden. I stedet er disse regler fastsat af de danske regulerede markeder. I forhold til de regler, der således allerede er på danske regulerede markeder, vil der næppe være tale om væsentlige ændringer. Direktivet er dog ikke færdigforhandlet med hensyn til bl.a. markedsinformation.

- Reglerne om god skik harmoniseres yderligere. Investeringselskaber skal informere sine kunder om en række forhold vedrørende investeringselskabet, de værdipapirer, der tilbydes, risici forbundet med de tilbudte tjenesteydelser, omkostninger o. lign. I det gældende direktiv skal investeringselskaber ved alle former for investeringservice sætte sig ind i kundernes investeringserfaring, finansielle forhold og investeringsmålsætninger. Som noget nyt gradueres de krav, der stilles til investeringselskabet, efter hvilken form for investeringservice, der efterspørges. Der gives således adgang til, at investeringselskaber kan tilbyde kunder investeringservice uden forinden at sætte sig ind i kundernes forhold (execution-only handler). Inden en execution-only handel udføres, skal investeringselskabet informere kunden om, at værdipapirhandleren ikke foretager en vurdering af kundens forhold, og kunden skal informeres om eventuelle mulige interessekonflikter forbundet med investeringselskabets handel med det pågældende værdipapir. Når investeringselskabet yder investeringsrådgivning eller udfører porteføljepleje for kunder, gives der ikke mulighed for, at investeringselskabet kan tilbyde execution-only handler. I de tilfælde skal investeringselskabet altid sætte sig ind i kundernes investeringserfaring, investeringsprofil og finansielle forhold, således at investeringselskabet har et grundlag for at rådgive kunden om, hvilken investeringservice, der er passende for kunden.
- Der indføres nye særskilte regler om håndtering af interessekonflikter mellem investeringselskabet og dets kunder. En værdipapirhandler skal i passende omfang iværksætte foranstaltninger for at forhindre, at interessekonflikter modvirker investorernes interesser. Hvor dette ikke er muligt, skal investeringselskabet oplyse sine kunder om interessekonflikterne. Der fastsættes endvidere nærmere regler om håndtering af interessekonflikter ved

gennemførelsesforanstaltninger, jf. nedenfor. Det gældende direktiv omfatter alene generelle regler om, at interessekonflikter skal håndteres, således at konflikterne begrænses mest muligt.

- Der indføres regler om, at den eller de personer, der faktisk leder den markedsoperatør, der driver et reguleret marked (f.eks. en børs), har et tilstrækkeligt godt omdømme og tilstrækkelig erfaring til at sikre en sund og forsigtig forvaltning af det regulerede marked ("fit and proper" krav). Endvidere indføres en række organisatoriske krav, som markedsoperatører og regulerede markeder skal opfylde.

De krav, der i forslaget stilles til regulerede markeder, svarer til den gældende regulering i dansk finansiel lovgivning.

- Der indføres nye regler for driften af handelsplatforme, "Multilaterale HandelsFaciliteter" (MHF'er). MHF'er er en form for børsvirksomhed, der sammenbringer købs- og salgsinteresser. Driften af en MHF vil fremover blive betragtet som en del af investeringsselskabernes forretningsområde og vil dermed opnå "europæisk pas". De kan dog også drives af regulerede markeder. Hensigten hermed er at opnå en mere lige konkurrence med de allerede omfattede regulerede markeder.

Der er ikke mulighed for MHF'er efter gældende dansk lovgivning.

- Direktivets anvendelsesområde udvides til at omfatte investeringsservice med kreditderivater og råvarederivater. Det medfører, at de pågældende aktiviteter skal reguleres i den nationale finansielle lovgivning og som udgangspunkt kun kan udføres af et kreditinstitut eller investeringsselskab (værdipapirhandlere).

Tjenesteydelser med kreditderivater og råvarederivater er reguleret under den gældende lovgivning her i landet. I henhold til den gældende danske retstilstand kan elproducenter og –handlere formidle råvarederivater i form af elderivater til store og professionelle brugere uden at være omfattet af den finansielle lovgivning. Der er under forhandlingerne sket præciseringer i forslagets undtagelsesbestemmelser, der indebærer, at den danske retstilstand kan rummes indenfor direktivets undtagelsesbestemmelser. Endvidere kan elproducenter og –handlere som hidtil forsyne forbrugere med el til en forud aftalt pris(prissikring).

- Investeringsrådgivning i form af personlige anbefalinger til kunder omfattes af direktivforslaget, hvilket medfører, at investeringsrådgivere skal have tilladelse som investeringsselskab.

Dette er en ændring i forhold til de gældende regler såvel i det nuværende direktiv som i de gældende danske regler, hvor der ikke er krav om, at investeringsrådgivere har tilladelse og er under tilsyn.

- Finansielt analysearbejde omfattes af forslaget som en accessorisk tjenesteydelse.

Dette er en ændring i forhold til de gældende regler såvel i det nuværende direktiv som i de gældende danske regler. Det vil medføre, at finansielle virksomheder, der kombinerer analysearbejde med eksempelvis handler for kunder, vil blive omfattet af direktivets regler om håndtering af interessekonflikter. Virksomheder, der arbejder med finansielle analyser uden at have tilladelse som kreditinstitut eller investeringsselskab, vil ikke blive omfattet af direktivet.

- Direktivforslaget bygger som hidtil på princippet om én tilladelse og hjemlandskontrol. Ved hjemlandet forstås det land, hvori investeringsselskabet er hjemmehørende og har tilladelse til at drive virksomhed. Værtslandet er det land hvortil et investeringsselskab driver grænseoverskridende virksomhed enten gennem filialetablering eller i form af grænseoverskridende tjenesteydelser. Som en undtagelse fra reglen om, at hjemlandet fører tilsyn med investeringsselskabet er det foreslået, at værtslandets tilsynsmyndigheder udfører tilsynet med en filials overholdelse af regler om god skik, art. 18, udførelse af ordrer på de for kunderne bedste betingelser (best execution), art. 19, og regler for behandling af kundeordrer, art. 20. Derved udvides værtslandstilsynet med filialer. For så vidt angår virksomheder, der driver grænseoverskridende tjenesteydelsesvirksomhed uden at have etableret en filial, bortfalder værtslandstilsynet med overholdelse af regler om god skik, art. 18. Dette tilsyn varetages i henhold til forslaget af hjemlandets tilsyn. Baggrunden for denne ændring skal ses i lyset af den yderligere harmonisering af god skik reglerne, der finder sted i direktivet, og princippet om, at den kompetente myndighed, der er nærmest virksomheden, bedst varetager tilsynet med regler om god skik.

Direktivet indeholder en hjemmel til at gøre brug af gennemførelsesforanstaltninger på visse områder (artikel 59), jf. Rådets beslutning 1999/468/EC, der blev vedtaget på Det Europæiske Råd i Stockholm. Det drejer sig f.eks. om tilpasning og afklaring af definitioner og undtagelser, god forretningsskik og regler om indberetning af værdipapirer for at sikre, at de anvendes på en ensartet måde og er forenelig med den tekniske udvikling på finansmarkederne.

2. Nærheds- og proportionalitetsprincippet

Kommissionen anfører, at skabelsen af et integreret finansielt marked, hvor investorer nyder effektiv beskyttelse, og hvor det samlede markeds effektivitet og integritet er beskyttet, er mål, som kræver, at der indføres fælles reguleringsmæssige krav til investeringsselskaber, uanset hvor i Fællesskabet disse har fået tilladelse, og til regulerede markeders og andre handelssystemers funktion, således at det forhindres, at uigennemsigtighed eller forstyrrelser på ét marked undergraver hele det europæiske finansielle systems effektivitet. Da disse mål bedre kan gennemføres på fællesskabsplan, kan Fællesskabet i overensstemmelse med subsidiaritetsprincippet i henhold til traktatens art. 5 vedtage bestemmelser herom. I overensstemmelse med proportionalitetsprincippet i henhold til samme artikel går dette direktiv ikke længere end nødvendigt for at nå disse mål.

3. Gældende dansk ret

• Direktivforslagets område er reguleret i lov om værdipapirhandel m.v. lov om finansiell virksomhed og indtil 1. januar 2004 i lov om fondsmæglerselskaber med tilhørende bekendtgørelser.

4. Høring

I forbindelse med Kommissionens fremlæggelse af den danske udgave af forslaget til direktiv primo 2003, blev forslaget sendt i høring hos følgende myndigheder og organisationer:

Advokatrådet, Amtsrådsforeningen, Andelskasseforeningen, Arbejdsmarkedets Erhvervsulykkesforsikring, Arbejdsmarkedets Tillægspension Børsmæglerforeningen, Danmarks Nationalbank, Danmarks Rederiforening, Dansk Aktionærforening Dansk Autoriseret Markedsplads, Dansk Energi, Dansk Industri,

Den Danske Finansanalytikerforening, Den Danske Fondsmæglerforening, Finansrådet, Forbrugerombudsmanden, Forbrugerrådet, Forbrugerstyrelsen, Foreningen af Firmapensionskasser, Foreningen af J.A.K. Andelskasser, Foreningen af Statsautoriserede Revisorer, Foreningen Registrerede Revisorer FRR, Forsikring & Pension, FUTOP Clearingcentralen, Handel, Transport og Serviceerhvervene Interesseorganisationen, Håndværksrådet, InvesteringsForeningsRådet, Kommunernes Landsforening, Københavns Fondsbørs A/S, Lokale Pengeinstitutter, Lønmodtagernes Dyrtidsfond, Realkreditrådet, Regionale Bankers Forening, Værdipapircentralen A/S.

Høringen viste, at der generelt er støtte til forslaget om at skabe et ensartet investorbekyrdelsesniveau inden for EU samt at lette og effektivisere handel med værdipapirer på tværs af grænserne.

5. Lovgivningsmæssige og statsfinansielle konsekvenser

Gennemførelsen af forslaget forventes at medføre ændringer i lov om værdipapirhandel m.v. samt lov om finansiel virksomhed.

Det forventes ikke, at gennemførelsen vil have væsentlige statsfinansielle konsekvenser. Eventuelle afledte statsfinansielle merudgifter som følge af øgede tilsynsforpligtelser i Finanstilsynet afholdes inden for de eksisterende rammer.

6. Samfundsøkonomiske konsekvenser

Det forventes, at forslaget vil styrke det indre marked for finansielle tjenesteydelser.

7. **Tidligere forelæggelser for Folketingets Europaudvalg.**

Grundnotat er oversendt til Folketingets Europaudvalg den 5. februar 2003. Sagen er forelagt Folketingets Europaudvalg den 29. november 2002 til orientering forud for ECOFIN-rådsmødet den 3. december 2002 og den 28. maj 2003 til orientering forud for ECOFIN-rådsmødet den 3. juni 2003.