

MIFID OG BEST EXECUTION

Kandidatafhandling

Ved Handelshøjskolen i København, Cand.merc.(jur.)-studiet

3. oktober 2008

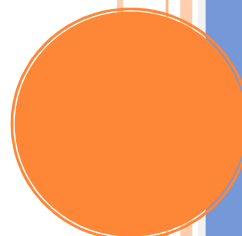
Vejledning

Økonomisk vejleder: Jesper Rangvid

Juridisk vejleder: Jens Fejø

Udarbejdet af:

Tine Vestergren Jensen



1.	<u>Summary – Best execution according to MIFID</u>	4
2.	<u>Indledning</u>	5
3.	<u>Problemstilling</u>	6
4.	<u>Formål</u>	6
5.	<u>Afgrænsning</u>	7
6.	<u>Metode</u>	7
	<u>Juridisk afsnit</u>	9
7.	<u>MIFID – en beskrivelse af direktivet og dets formål</u>	9
8.	<u>Krav til kapitalforvaltere efter direktivets implementering i dansk ret</u>	18
	8.1 <u>Lov om finansiel virksomhed</u>	18
	8.2 <u>Lov om værdipapirhandel</u>	19
	8.2.1 <u>Indberetning, gennemsigtighed og systematisk internalisering</u>	20
	8.3 <u>Den tidligere god skik bekendtgørelse</u>	23
	8.4 <u>Den tidligere bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik</u>	24
	8.5 <u>Bekendtgørelsen om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel</u>	25
	8.6 <u>Bekendtgørelsen om værdipapirhandlers udførelse af ordrer</u>	29
9.	<u>Juridisk delkonklusion</u>	35
	<u>Økonomisk Afsnit</u>	37
10.	<u>Hvordan handler man papirer på forskellige typer af markeder</u>	37
	10.1 <u>Internt hos kapitalforvalteren</u>	37
	10.2 <u>Børsnoterede værdipapirer</u>	38
	10.2.1 <u>Prisdrevne markeder (quote-driven/dealer markets red.)</u>	39
	10.2.2 <u>Ordre-drevet marked (orderdriven/auctions market)</u>	40
	10.2.3 <u>'Best execution' og markedsformen</u>	41
	10.3 <u>Særligt om markedet for obligationer</u>	42
	10.3.1 <u>Virksomhedsobligationer</u>	43
	10.3.2 <u>Realkreditobligationer</u>	45
	10.3.3 <u>Statsobligationer</u>	45
	10.3.4 <u>Obligationer generelt</u>	46
	10.4 <u>OTC markedet</u>	47
11.	<u>Relevante faktorer ved handel af værdipapirer</u>	48
	11.1 <u>Faktorer</u>	48
	11.1.1 <u>Omkostninger</u>	48
	11.1.2 <u>Markedspåvirkning</u>	49

11.1.3 Alternativ omkostninger:	50
12. Prisdannelsen for værdipapirer på forskellige markedstyper.....	51
12.1 Prisdrevent marked	51
12.2 Ordredrevent marked	54
13. Likviditetens betydning for prisdannelsen.....	56
13.1 Faktorer, som påvirker likviditet.....	56
13.1.1 Transaktionsomkostninger:.....	56
13.1.2 Market makers.....	56
13.1.3 Privat Information	57
13.1.4 Søgeomkostninger og forhandlingsmagt:	57
13.2 MIFID's betydning for likviditeten.....	58
13.3 Likviditetens betydning.....	58
13.3.1 Acharya og Pedersen's model om transaktionsomkostninger, der varierer over tid	59
14. Økonomisk delkonklusion	65
Integreret afsnit	67
15. Monitorering og dokumentation af 'best execution'.....	67
Værdipapirhandelsmarkedet i Danmark	70
16. Praktiske eksempler med likvidt contra illikvidt papir	70
16.1 Eksempel 1: Blokhandel i en likvid aktie	71
16.2 Eksempel 2: Handel med illikvid obligation.....	74
17. Diskussion af de implementerede MIFID reglers betydning for investorbeskyttelsen.....	80
18. Konklusion	84
19. Kilder	86

1. Summary – Best execution according to MIFID

MIFID was implemented in the Danish legislation in November 2007 and has created some new requirements for investment managers operating in Denmark. Among the new requirements are increased information and reporting to be provided to customers, reporting towards the Danish FSA, publication requirements for all trades in listed securities traded outside regulated markets etc. Another one of these requirements, which has been treated in depth in this assignment, is the requirement of ensuring best execution.

Best execution is not a new requirement in Danish legislation but has been clarified somewhat through MIFID and now sets more specific requirements to the Danish investment managers. This requirement can be validated through economic theories and differences in how markets operate causing pricing differences depending on where the order is executed. In the economic part of the assignment it is shown how different pricing rules and market conditions such as market participants and liquidity can affect the pricing of the same share or bond.

However, due to other changes that MIFID brings it cannot be concluded that MIFID and the implementation of the best execution requirement actually increases the investor protection. This is caused by the fact that even though there is a requirement of best execution, it can be very difficult for investment managers to ensure this in certain situations. Examples of such situations are illustrated in the thesis and shows that some of the problems have not been improved by MIFID.

The implementation of MIFID has created reporting and publication requirements, which improves the visibility in the market and thereby helps investment managers to ensure and document best execution. However, the requirements are contradicted by limitations regarding reporting and publication of large orders, where the publication can be made and the fact that a new type of markets called multilateral trading facilities are introduced. Hereby, competition among marketplaces will increase, but the visibility is believed to decrease.

All in all, MIFID implements a number of new requirements to ensure better protection of investors in EU, however as it appears from the following this goal cannot be viewed as completely fulfilled.

2. Indledning

Flere og flere berøres i dag regelmæssigt af med handel med værdipapirer. Det kan være i forbindelse med investering af frie midler, pensionsopsparinger eller virksomheder, der investerer indbetalinger fra deres kunder eller egne frie midler. Dette bevirker især, at det har stor betydning for samfundet, hvis forvaltningen af disse midler ikke sker på baggrund af den rette beskyttelse af investorerne.

Direktivet om markeder for finansielle instrumenter¹ (herefter benævnt MIFID) blev implementeret i dansk lovgivning d. 1. november 2007 og har haft stor betydning for hele det finansielle marked i Danmark. Et af formålene med direktivet har været at sikre en opretholdelse af den nødvendige beskyttelse af investorerne, og visse aktører i det finansielle marked – mere specifikt kapitalforvalterne – er derfor blevet mødt med skærpede krav for at opfylde dette formål. Det kan imidlertid ikke fastslås, hvorvidt denne skærpelse er nok til at sikre investorbeskyttelsen som følge af de nye markedsbetingelser som MIFID desuden medfører.

Et af kravene er forpligtelsen om sikring af 'best execution' på vegne af sine kunder givet kundens forhold. Selve kravet forvolder ikke de store fortolkningsproblemer, men derimod er dokumentationen for, at forpligtelsen rent faktisk er opretholdt ikke nærmere beskrevet.

Kapitalforvalterne møder desuden en række problemstillinger, som ikke løses ved konkretiseringen af kravet om 'best execution'. Derfor kan det også være svært at bedømme, hvorvidt en kapitalforvalter rent faktisk har sikret 'best execution' på vegne af sine kunder og det er i visse sammenhænge blevet endnu sværere efter implementeringen af MIFID.

I følgende opgave vil der blive set nærmere på de krav som er blevet pålagt kapitalforvaltere som følge af implementeringen af MIFID, især forpligtelsen om 'best execution'. Her vil blive gennemgået, hvorledes markeder for handel af værdipapirer fungerer, og en række af de problemstillinger, der rejser sig som følge af indførelsen af direktivet i dansk lovgivning vil blive behandlet.

¹ Direktivet om markeder for finansielle instrumenter: Europa-Parlamentet og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentet og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF udvidet ved direktiv 2008/10/EC. Et konsolideret direktiv er vedlagt i bilag 1

3. Problemstilling

I følgende opgave er ønsket at belyse hvilke nye krav direktivet om markeder for finansielle instrumenter MIFID stiller og som ved indførelsen i dansk lovgivning stilles til danske kapitalforvaltere i forbindelse med handel af værdipapirer. Herunder vil især kravet om sikring af 'best execution' for kunderne blive behandlet indgående.

Herudover vil det fra et økonomisk synspunkt analyseres, hvilke årsager der kan være til nødvendigheden af et krav om 'best execution', særligt med fokus på sikring af den bedst mulige pris.

Til sidst vil det ved praktiske eksempler med udgangspunkt i den økonomiske teori vurderes hvorvidt og hvorledes, at de juridiske krav om monitorering kan opfyldes for henholdsvis likvide og illikvide² værdipapirer. Med baggrund heri vil det blive diskuteret hvorvidt implementeringen af MIFID har forbedret investorbeskyttelsen i forbindelse med handel med værdipapirer.

4. Formål

Formålet med denne opgave er at klarlægge, hvorvidt MIFID's hovedformål rent faktisk opfyldes i praksis. Særligt er ønsket om øget investorbeskyttelse blandt andet i forbindelse med kapitalforvaltning et gennemgående formål med MIFID, men hvis kravene ikke kan opfyldes vil den ekstra beskyttelse blive udvandet.

Denne vurdering vil ske på baggrund af den økonomiske analyse om årsagerne til nødvendigheden af investorbeskyttelsesregler, hvorefter det vurderes, hvorvidt implementeringen af MIFID har afhjulpet disse og om blandt andet kravet om sikring af 'best execution' er nok til at beskytte investorerne.

² Forskellen på likvide og illikvide papirer anses her som, hvor stor markedspåvirkning en handel i et værdipapir vil have på prisen såfremt der ikke er tale om en transaktion som udgør en forholdsvis stor del af den udbudte eller omsatte mængde. Hvis en forholdsvis lille transaktion kan have betydning for prisen anses papiret som illikvidt.

5. Afgrænsning

I opgaven vil der i relation til kapitalforvaltningen alene blive fokuseret på diskretionære mandater³, idet der kan argumenteres for, at rådgivningskunder selv accepterer alle handler og dermed også prisen for disse. Desuden vil kunder der selv eksekverer handlerne ikke blive behandlet eftersom der for denne type af kunder gælder et begrænset krav til investorbeskyttelse sammenlignet med kunder for hvem der ydes en udvidet investeringsservice.

Endvidere vil gennemgangen alene omfatte aktier og obligationer, da omfanget af opgaven ikke tillader en udvidelse til eksempelvis derivater, hvor såvel værdiansættelse som metoder for handel oftest ikke følger samme principper som aktier og obligationer.

6. Metode

Den juridiske analyse vil være baseret på den retsdogmatiske metode og det hertil knyttede retshieraki. Af denne årsag er det valgt først at analysere, hvilke regler som det er blevet pålagt medlemsstaterne at implementere i henhold til direktivet. Dernæst vil der så blive analyseret, hvorledes reglerne er implementeret i dansk ret og således får effekt for de danske kapitalforvaltere.

Hvor det er muligt er der brugt retspraksis, samt vejledninger til brug for fortolkning af reglerne, selvom især retspraksis er yderst begrænset som følge af den korte periode i hvilken MIFID har været i kraft.

Den økonomiske analyse vil tage udgangspunkt i en faktuel gennemgang af, hvorledes aktier og obligationer handles på forskellige typer af markeder. Dernæst vil der blive gennemgået hvilke faktorer som har betydning for en investor ved handler og særligt prisen vil blive analyseret i henhold til en række modeller tilpasset de enkelte markedsforhold. Desuden vil en vigtig faktor, nemlig likviditetens betydning for netop prisen blive nærmere analyseret.

Således vil der først blive gennemgået en forsimplet version af en model udarbejdet af Prajit K. Dutta and Ananth Madhavan, som baserer sig på spilteorien for så vidt angår prisdrevne

³ Diskretionære mandater betyder, at der med kunden indgås en aftale som fastsætter rammerne for, hvordan investorens penge skal forvaltes. Indenfor disse rammer, investerer kapitalforvalteren således uden yderligere involvering af investoren. Derimod vil rådgivningskunder altid selv træffe beslutningen om gennemførslen af hver enkelt transaktion.

markeder. Hermed vil det blive påvist, at det på denne type marked er muligt for markedsdeltagerne at opnå en pris, som er højere end hvad der normalt ville være tilfældet i en generel ligevægt baseret på udbud og efterspørgsel. For så vidt angår ordredrevne markeder vises det, hvordan forskellige prisningsregler forårsager at prisen vil være forskellig for enkeltinvestorer og desuden påvirker det investoroverskud, som opstår.

Likviditetsanalysen baseres hovedsageligt på en model af Acharay og Pedersen, som påviser den effekt likviditet har på det forventede afkast og dermed prisen. Modellen laver nogle strenge antagelser for at modellen fungerer og særligt en antagelse om, at agenterne kun lever i 2 perioder må anses som urealistisk. Dog kan det argumenteres at denne antagelse kan anses som en kortsigtsantagelse, men fjernes den vil den forholdsvis simple model ikke kunne udledes. Da brugen af denne model ikke har til formål at opnå et konkret resultat for præcist hvor stor effekt likviditeten har, men at vise at likviditeten har en effekt godtages denne ulempe dog. For så vidt angår obligationer drages der paralleller til påvirkningen af aktieprisen på baggrund af en undersøgelse foretaget af Frank de Jong og Joost Driessen.

I det kombinerede afsnit vil der først ske en analyse af de monitoreringskrav, som stilles til kapitalforvalterne i relation til 'best execution' med udgangspunkt i den danske lovgivning. Dernæst gennemgås nogle konkrete eksempler for de problemstillinger, der kan være forbundet med handel med et såvel likvidt papir som et illikvidt papir, hvor faktorer som er gennemgået i den økonomiske analyse vil blive taget med. Til sidst foretages der en diskussion af, hvorvidt formålet om investorbeskyttelse, som bliver fremhævet i den juridiske analyse, kan anses for opfyldt når man tager de implementerede regler sammenholdt med den økonomiske analyse, samt de praktiske eksempler der gennemgås med i overvejelserne.

Juridisk afsnit

7. MIFID – en beskrivelse af direktivet og dets formål⁴

MIFID direktivet udgør en vigtig andel af handlingsplanen for finansielle serviceydelser⁵, som blev lavet tilbage i 1999 og som grundlæggende ville ændre hvordan det finansielle marked opererer. Direktivet blev udarbejdet i henhold til Lamfalussy proceduren, som er en procedure for udarbejdelsen af lovgivning indenfor værdipapirområdet, opdelt i 4 trin⁶ og inkluderer en høring af CESR (Committee of European Securities Regulators) som blev stiftet samtidig med proceduren.

CESR har en rådgivende rolle og lader deres fortolkninger gå i høring hos de berørte parter inden reguleringen effektueres. MIFID blev gennemført ved den fællesbeslutningsprocedure i henhold til art 251 EF i 2004 og trådte i kraft per 1. november 2007.

"I de senere år er flere investorer blevet aktive på de finansielle markeder, hvor de tilbydes et stadig mere komplekst og vidtrækkende sæt tjenesteydelser og instrumenter. Som følge af denne udvikling bør Fællesskabets retlige ramme omfatte hele viften af investororienterede aktiviteter. Med henblik herpå er det nødvendigt at fastsætte bestemmelser, der sikrer den grad af harmonisering, der er nødvendig for at give investorer en udstrakt beskyttelse og gøre det muligt for investeringsselskaber at levere tjenesteydelser i hele Fællesskabet, der er et indre marked, på grundlag af hjemlandstilsyn. (...)”⁷

Af ovenstående formålsbetragtning må det fastslås at et hovedformål med MIFID direktivet er at sikre en harmoniseret og øget investorbeskyttelse på tværs af alle EU landene. Baggrunden for denne fokus på investorbeskyttelse bunder tydeligvis i den øgede udstrækning, samt kompleksitet som værdipapirhandel har fået igennem den senere tid.

Som følge heraf omfatter direktivet alle investeringsselskaber og alle regulerede markeder jf. art 1,1 og desuden gælder enkelte regler også kreditinstitutter. I art. 2,1,a-n specificeres de selskaber, der er undtaget fra direktivets bestemmelser. Disse består hovedsageligt af personer, som

⁴ Indeværende afsnit er baseret på den konsoliderede version af MIFID vedlagt i bilag 1, Schaumburg-Müller og Werlauf s. 40ff. samt beskrivelsen af CESR vedlagt som bilag 2.

⁵ Financial Service Action Plan

⁶ 1) de overordnede formål fastsættes 2) fastslår hvilke tekniske løsninger der skal til for at opnå formålet, 3) sikres en fælles fortolkning og vejledning i CESR og 4) er selve gennemførslen af reguleringen

⁷ Formålsbetragtning 2 i direktiv 2004/39/EF

ikke har investeringsservice, der involverer nogen form rådgivningskarakter eller typer af selskaber, som allerede er tæt reguleret i anden lovgivning eksempelvis forsikringsselskaber jf. stk. a. Desuden gives medlemsstaterne mulighed for at undtage selskaber der ikke må yde investeringsforvaltning. Dette gælder såfremt et selskab kun må yde service i form af videreformidling af ordrer og som i den forbindelse kun må videreformidle til en række nærmere definerede selskaber, som allerede er reguleret i henhold til national lovgivning jf. art 3,1 sammenholdt til formålsbetragtning nr. 10-14. Kapitalforvaltere må således anses for omfattet af direktivet.

7.1 Tilladelse og organisatoriske krav til investeringsselskaberne

Der er i direktivet stillet krav om, at medlemsstaterne skal have regler som sikrer, at investeringsselskaber alene kan operere i landet, hvis det har tilladelse fra en kompetent myndighed i hjemlandet jf. art 5.1. Hjemlandet baseres på, hvor selskabet har vedtægtsmæssigt hjemsted. Og for selskaber, der ikke har et vedtægtsmæssigt hjemsted, samt ikke-juridiske personer anses hjemsted for der, hvor "det rent faktisk driver forretning" jf. art. 5,4. Dette krav sikrer, at der føres skarpt tilsyn med alle, som driver investeringsmæssig virksomhed, da selskabet slet ikke kan operere før det meddeles tilladelse. Desuden sikrer det tjenesteydelseernes frie bevægelighed ved at et selskab som har opnået tilladelse i et medlemsland har ret til at udøve de serviceydelser som tilladelsen dækker i alle medlemslande i henhold til art 6,3.

I forbindelse med, at der skal afgives meddelelse om tilladelse, er det vigtigt, at medlemsstaterne ved hvem der er den eller de faktiske ledere samt aktionærer i selskabet. Således skal de sikre sig, at de har de et erfaringsgrundlag, som gør dem i stand til at lede et investeringsselskab, samt at de har et tilstrækkeligt godt omdømme, jf. art. 9 og 10. Dette må igen ses i sammenhæng med formålet, at sikre et vist niveau af beskyttelse af investorer. Disse vil ofte ikke have mulighed for at gennemskue ledelsessammensætningen hos investeringsselskabet, hvilket derfor må sikres af medlemsstaternes tilsynsmyndigheder i forbindelse med udstedelse af tilladelsen.

Der findes i artikel 11 og 12 krav om, at selskabet skal være medlem af en investor garanti ordning samt have den fornødne startkapital som er fastslået i art. 67. Heraf fremgår det at investeringsselskaber skal have en startkapital på minimum EUR 50.000 eller en erhvervsansvarsforsikring eller lignende, som sikrer en minimumsdækning på EUR 1.000.000 per

søgsmål, men max EUR 1.500.000 per år.⁸ Disse minimumskrav er igen for at sikre investorer imod en pligtforsømmelse, som investeringsselskabet ikke kan give erstatning for på grund af manglende kapital. Med denne tilføjelse ændrede man samtidig direktiv 93/6/EF om krav til kapitalgrundlaget for investeringsselskaber og kreditinstitutter til de førnævnte kapitalkrav indtil der sker en egentlig revision heraf. Kravene vil løbende blive reguleret i forhold til det europæiske forbrugerprisindeks.

Foruden kapitalkravene findes der i art 13 en række organisatoriske krav, som sikrer at ansatte, ledere samt tilknyttede agenter overholder de forpligtelser som selskabet måtte have. Disse inkluderer at have tilstrækkeligt procedurer, systemer og ressourcer til rådighed. Selskabet skal søge at hindre interessekonflikter og sikre en effektiv kontrol, sikkerhed (både ejendomsretligt og edb-sikkerhed), samt procedurer til risikovurdering for at sikre at kunden stilles bedst muligt. Som dokumentation for opfyldelsen heraf, skal alle transaktioner samt tjenesteydelser optegnes på lister og gemmes.

7.2 Multilateral handelsfacilitet

Med MIFID direktivet indføres en ny type handelsfacilitet, således at ikke alene er børser som anses for anerkendte markedspladser, og åbner derved for øget konkurrence markedspladserne imellem. Det fremgår af formålsbetragtning 5, at årsagen hertil er de mange handelsfaciliteter, der er opstået ved siden af de hidtil regulerede markeder, som derfor må have en rimelig og ens regulering EU. Disse faciliteter kaldes multilaterale handelsfaciliteter (MHF'er) og defineres i direktivet som

”et multilateralt system drevet af et investeringsselskab eller en markedsoperatør, der - inden for systemet og efter ufravigelige regler – sætter forskellige tredjeparters interesse i køb og salg af finansielle instrumenter i forbindelse med hinanden på en sådan måde, at der indgås en aftale efter bestemmelserne i afsnit II”⁹

I art. 14 fastlægges kravene, for at drive en MHF. Kravene gælder ved siden af de førnævnte organisatoriske krav. Der stilles her en række krav til procedurer og gennemsigtighed omkring

⁸ Der er i henhold til art 67 4B særlige kapitalkrav til forsikringsselskaber som er registreret i henhold til 2002/92/EF

⁹ Art 4 nr. 15

handelsforløbet ved gennemførsel af ordrer. Kravene omkring opretholdelse af god forretningsskik samt sikring af 'best execution', som gennemgås nedenfor gælder ikke MHF medlemmerne imellem, men blot overfor medlemmernes kunder.

Alle ovenstående krav skal opfyldes før et investeringsselskab kan opnå tilladelse til at operere i en medlemsstat. For at sikre kontinuerlig opfyldelse af kravene, skal de relevante myndigheder regelmæssigt revidere den oprindelige givne tilladelse, for at sikre at investeringsselskabet forsat overholder kravene jf. art. 16. Desuden kræves det at myndighederne fører et løbende tilsyn med overholdelse af de driftsmæssige krav i henhold til art 17.

I afsnit II udspecificeres vilkårene for drift af investeringsselskaber yderligere, hvoraf det i kapitel 1 art. 18 igen fremgår, at investeringsselskaber skal forsøge at hindre interessekonflikter ved hjælp af procedurer og kontrolfunktioner. Såfremt dette ikke er muligt skal selskabet i henhold til art 18,2 specificere de pågældende konflikter og/eller årsagen til disse, således at det er muligt for kunden at forholde sig til disse forinden kundeforholdet etableres.

7.3 God forretningsskik og kundeinformation

I afdeling 2 fastlægges bestemmelserne særligt til sikring af investorbeskyttelse. Først pålægges der i art. 19 et generelt krav om god forretningsskik i forbindelse med udøvelse af investeringsservice. Der stilles her krav til den information som gives til kunderne, som navnlig skal være tilstrækkelig, redelig og professionel.

Desuden er det investeringsselskabets forpligtelse at opnå et kendskab til kunden, der er tilstrækkeligt til at kunne give den korrekte rådgivning. Dette kaldes "kend din kunde-princippet" og sikres via egnetheds og hensigtsmæssighedstest, der inkluderer eksempelvis kendskab til kundens erfaring med det pågældende produkt. Med baggrund i kendskabet til kunden er det således investeringsselskabets forpligtelse at advare mod et produkt som ikke findes egnet til den pågældende kunde. Det samme gælder hvis kunden nægter at give tilstrækkelige oplysninger, hvorefter investeringsselskabet forpligtes til at fraråde købet af produktet.

Medlemsstaterne kan indføre en undtagelse til de ovennævnte krav om indhentelse af tilstrækkelig information vedrørende kunden, såfremt investeringsselskabet alene udfører ordre for

kunden i produkter, som ikke er komplekse¹⁰ på regulerede eller lignende markeder uden samtidig at yde rådgivning. Samme undtagelse gælder alle de bestemmelser som er listet i art 19, såfremt investeringsselskabet allerede er omfattet andre krav til dennes service i fællesskabsretten jf. stk. 9.

Den information, som indhentes og videregives til kunden skal dokumenteres og arkiveres sammen med kundaftalen jf. art 19,7. Herudover skal kunden på løbende basis modtage rapporter fra investeringsselskabet som eksempelvis lister de transaktioner selskabet har udført på vegne af kunden, samt de omkostninger der er forbundet herved.

Hvis et investeringsselskab leverer sine tjenesteydelser via et andet investeringsselskab, kan dette regne med de informationer der er indhentet om kunden af det andet selskab jf. art 20. Dette kan eksempelvis forekomme nødvendigt såfremt en porteføljeforvalter outsourcer dele af sin forvaltning, men selv opretholder kunderelationen.

7.4 'best execution'

*"Det er nødvendigt at pålægge investeringsselskaber en effektiv »'best execution'«-forpligtelse for at sikre, at investeringsselskaberne udfører kundeordrer på de for kunden gunstigste vilkår. Denne forpligtelse bør gælde det selskab, der har kontraktlige eller agentmæssige forpligtelser overfor kunden."*¹¹

Dermed fremgår det af formålsbetragtning nummer 33, at et af formålene med MIFID er at sikre, at investeringsselskaberne pålægges en effektiv forpligtelse til sikring af 'best execution' på vegne af deres kunder. Forpligtelsen skal gælde uanset om der er tale om kontraktlige eller agentmæssige forpligtelser, hvilket betyder at det omfatter både porteføljeforvaltere og værdipapirmæglere.

Formålet er implementeret i direktivets artikel 21, hvoraf det fremgår, at investeringsselskaber har en pligt til at udføre ordrer på de for kunden gunstigste betingelser og art. 22 som udstikker reglerne for behandling af kundeordrer. Dette skal sikres ved, at investeringsselskabet udarbejder en ordreudførelsespolitik, som skal kunne dokumenteres på kundens forespørgsel. Kunden skal godkende ordreudførelsespolitikken forinden investeringsservice kan ydes til kunden. Herudover

¹⁰ Eksempelvis aktier og obligationer, hvortil der ikke er afledte instrumenter tilknyttet

¹¹ Formålsbetragtning 33 i direktiv 2004/39/EF

skal det specifikt fremgå såfremt investeringsselskabet handler udenfor et reguleret marked eller en MHF, hvilket skal accepteres af kunden.

Betingelserne for opfyldelse af kravene om 'best execution' tager udgangspunkt i øjeblikkelig, redelig og hurtig udførelse af ordrer, som skal sikres ved etablering af tilstrækkelige procedurer. Såfremt der er tale om limiterede ordrer¹² kan transaktionen ikke gennemføres øjeblikkeligt. Der stilles dog stadig krav til at transaktionen gennemføres hurtigst muligt når den satte begrænsning eksempelvis pris opnås.

Såfremt investeringsselskabet beslutter at delegere en del af investeringsservicen til en agent, delegeres ansvaret overfor investeringsselskabets kunde ikke. Det vil stadig være selskabet selv, der har det endelige kundeansvar og som skal føre tilsyn med at agenten lever op til sine forpligtelser jf. art 23.

Kravene om god skik, samt sikring af 'best execution', som er nævnt i art. 19, 21 og 22, stk. 1 behøver ikke blive opretholdt såfremt der er tale om en godkendt modpart. En godkendt modpart er defineret i art. 24, stk. 2¹³, hvoraf det fremgår, at der er tale om professionelle modparter med en særlig ekspertise inden for det finansielle marked. Dette må antages at være årsagen til, at man ekskluderer disse, da de således er i stand til at sikre den selv. Disse kan dog anmode om at blive omfattet af den øgede beskyttelse, jf. stk. 2, 2. led.

7.5 Tilsyn, indberetning og offentliggørelse

For at sikre, at den kompetente myndighed kan føre tilsyn med investeringsselskaberne stilles der i art. 25 krav til at der opretholdes et register med alle relevante oplysninger vedrørende alle transaktioner, som investeringsselskabet har gennemført i minimum 5 år. Desuden skal alle transaktioner i værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked indberettes til den tilsynsførende myndighed senest ved lukketid dagen efter at transaktionen er gennemført. Hvordan

¹² Limiterede ordrer betyder, at der fastsættes nogle grænser såsom en specifik pris, som skal opnås forinden at transaktionen skal gennemføres

¹³ investeringsselskaber, kreditinstitutter, forsikringsselskaber, UCITS og disses administrationsselskaber, pensionskasser og disses administrationsselskaber, andre finansielle enheder, der har fået tilladelse eller er underkastet regulering efter fællesskabslovgivningen eller en medlemsstats nationale lovgivning, virksomheder, der i henhold til artikel 2, stk. 1, litra k) og l), ikke er omfattet af nærværende direktiv, nationale regeringer og disses institutioner inklusive offentlige organer, der beskæftiger sig med offentlig gæld, centralbanker og overnationale organisationer.

rapporteringen skal ske, er ikke fastlagt i direktivet, som alene giver en række muligheder for, hvem der kan forestå rapporteringen, såsom rapporteringssystemer, et reguleret marked, eller tredjepart som handler på vegne af investeringsselskabet. Dette har således været op til medlemsstaterne at etablere systemer osv. til at kunne håndtere denne indberetning, samt at fastlægge, hvordan den skal foregå.

Netop muligheden for at føre tilsyn er også baggrunden for at man i art 26 stiller krav til administratorerne af et MHF til føre et register over transaktioner, samt indberette brud på de for MHF'en fastlagte regler eller anden uretmæssig adfærd.

Såfremt et investeringsselskab udfører systematisk internalisering skal denne offentliggøre bindende prisstillelse på aktier, der handles på et reguleret marked, hvis der findes et likvidt marked herfor. Internalisering betyder at selskabet handler værdipapirer over dennes egenbog direkte mod dennes kunder og derved uden om det regulerede marked. Det fremgår ikke af direktivet, hvad systematisk skal defineres som, men såfremt det opfylder de følgende 3 kriterier som fremgår af Kommissionens forordning nr. 1287/2006¹⁴ art. 21:

- a) *Aktiviteten spiller en væsentlig kommerciel rolle for selskabet og udføres i overensstemmelse med faste regler og procedurer.*
- b) *Aktiviteten udføres af personale eller ved hjælp af et automatiseret teknisk system, der specielt anvendes til dette formål, uanset om personalet eller systemet udelukkende anvendes til dette formål.*
- c) *Aktiviteten står jævnlige og løbende til kundernes disposition.*

Den bindende prisstillelse skal offentliggøres regelmæssigt og løbende igennem hele den normale åbningstid. Årsagen til at prisstillelsen kaldes bindende er, at den til enhver tid offentliggjorte pris er den, som det pågældende investeringsselskab skal handle på. Der kan stilles forskellige priser for forskellige størrelser af transaktioner og der er mulighed for at trække priserne tilbage i tilfælde af usædvanlige markedsforhold.

Til sikring af gennemsigtighed i markedet findes der i art. 28 et krav om, at *alle* typer af investeringsselskaber, når handlen er gennemført udenfor et reguleret marked eller en MHF, skal offentliggøre transaktionens størrelse, pris og tidspunkt hver gang en transaktion i aktier er

¹⁴ Kommissionens forordning (EF) Nr. 1287/2006 af 10. august 2006 vedlagt som bilag 3

gennemført. Offentliggørelsen skal ske såfremt aktien er optaget til handel på et reguleret marked eller en MHF og skal ske i realtid, dvs. straks at handlen er gennemført.¹⁵

For administratorerne af en MHF, samt regulerede markeder gælder der i henhold til art 29 og 30, samt art. 44 og 45 krav til både før og efter handelsgennemsigthed. Dette medfører, at der i løbet af MHF'en eller det regulerede markeds normale åbningstid skal offentliggøres de aktuelle købs og salgskurser, samt dybden heraf, således at alle har mulighed for at kende kurserne inden de handler.

7.6 Fri bevægelighed

I afsnit II kapitel 3 sikres et af de grundlæggende formål i EU- retten nemlig fri bevægelighed for tjenesteydelser, ved at opsætte en række krav, som sikrer investeringsselskaberne fri adgang til markederne i enhver medlemsstat såfremt denne er godkendt i en medlemsstat. Dette gælder også adgang til såvel regulerede markeder, som clearings og afviklingssystemer jf. art. 33 og 34.

For så vidt angår de regulerede markeder opstilles der i afsnit III en række krav som disse skal opfylde for at opnå tilladelse fra en medlemsstat. Der fremgår således de organisatoriske krav til procedurer, systemer og lignende, krav om en hæderlig ledelse, krav til finansielle instrumenters optagelse til handel, hvornår de kan suspenderes osv. Ligesom i afsnit II kapitel 3 stilles der her krav om at der på objektiv og ikke diskriminerende vis gives adgang til et reguleret marked uanset at investeringsselskabet er hjemmehørende i en anden medlemsstat. Administratoren af det regulerede marked har desuden selv en forpligtelse til at sikre en overvågning af det regulerede markeds medlemmer og indberette ethvert væsentligt brud på dennes regler.

Som det fremgår af ovenstående er det overordnede formål med MIFID i sammenhæng med sikring af den frie bevægelighed for investeringstjenesteydelser at sikre en gennemgående investorbeskyttelse. Dette gøres ved at stille en række krav, som omfatter såvel investeringsselskaberne og dennes forpligtelser over sine kunder, som de konkrete handelssteder som ikke alene er regulerede markeder, men også MHF'er og ved systematisk internalisering med investeringsselskabet som handelssted. Der er således søgt at skabe konkurrence til børserne, men uden at gå på kompromis med beskyttelsen af investorerne. Uanset hvor et investeringsselskab

¹⁵ Det vil i afsnittet om implementeringen i dansk ret fremgå, hvilke tidsfrister, der er sat op for danske investeringsselskaber i forbindelse med offentliggørelse af transaktioner.

handler har det således en god skik forpligtelse, samt en forpligtelse til at sikre at udførelse af ordrer sker på de bedste mulige vilkår for kunden.

I det følgende vil der blive set nærmere på, hvorledes man har implementeret direktivet i dansk ret og hvilken forskel der er fra de tidligere krav som blev stillet til kapitalforvalterne, særligt med fokus på kravene om sikring af 'best execution' for kunderne. Det vil således senere i opgaven blive analyseret og diskuteret, hvorvidt disse krav reelt er realistiske at sikre og dokumentere

8. Krav til kapitalforvaltere efter direktivets implementering i dansk ret¹⁶

MIFID blev implementeret i dansk ret med effekt per 1. november 2007. Direktivet blev implementeret ved ændring af allerede gældende lovgivning, samt udstedelse af en række nye bekendtgørelser på området.

Ved Lov nr. 108 af 7. februar 2007¹⁷ ændrede man allerede eksisterende lovgivning indenfor investeringsområdet herunder ved ændring af lov om finansiel virksomhed (herefter FIL) samt lov om værdipapirhandel (herefter VHL).

8.1 Lov om finansiel virksomhed¹⁸

Der er ved implementeringen af MIFID ikke ændret ved, at de kapitalforvaltere, som allerede har tilladelse i henhold til FIL § 7, stk. 2 med reference til § 9, ikke skal ansøge om særskilt tilladelse efter indførelsen af MIFID til at udøve virksomhed som værdipapirhandler. Der skal imidlertid ansøges om særskilt tilladelse, hvis kapitalforvalteren ønsker at drive en MHF. Dette blev fastslået i Finanstilsynets afgørelse af 19. december 2007 om Lov om finansiel virksomhed § 7, stk. 2, § 9, stk. 1, og bilag 4 og 5 - konsekvenserne af MIFID-direktivets gennemførelse for pengeinstitutter med tilladelse som værdipapirhandlere¹⁹. Af samme afgørelse fremgår det også at:

”Den væsentligste konsekvens for pengeinstitutter med tilladelse som værdipapirhandlere efter gennemførelsen af MiFID-direktivet er, at institutterne nu skal opfylde en række detaljerede krav til værdipapirhandlers organisation, nye investorbeskyttelsesregler samt ændrede regler for investeringsrådgivning.”

Dele heraf fremgår tydeligt af ændringsloven²⁰ § 3 der implementerede ændringerne i FIL, hvor de største ændringer er introduktionen af en multilateral handelsfacilitet, indførelsen af nye organisatoriske krav, indførelsen af investeringsrådgivere som særskilt reguleret funktion, men

¹⁶ Indeværende afsnit er udarbejdet på baggrund af den konkrete regulering som fremhæves i hvert underafsnit, samt Schaumburg-Müller og Werlauf (2008) s. 40 ff., samt 139 ff.

¹⁷ Lov nr. 108 af 7. februar 2007 om ændring af lov om værdipapirhandel m.v., lov om finansiel virksomhed, lov om aktieselskaber, årsregnskabsloven, lov om forebyggende foranstaltninger mod hvidvask af udbytte og finansiering af terrorisme, lov om en garantifond for skadesforsikringsselskaber, lov om forsikringsformidling og forskellige andre love som er vedlagt som bilag 4

¹⁸ Lovbekendtgørelse nr. 897 af 4. september 2008 om lov om finansiel virksomhed er brugt til udarbejdelsen af indeværende afsnit. Grundet bekendtgørelsens omfang er kun de her nævnte paragraffer er vedlagt i bilag 5

¹⁹ Afgørelsen er vedlagt som bilag 6

²⁰ Lov nr. 108 af 7. februar 2007 (bilag 4)

ingen yderligere investorbeskyttelse bortset fra udvidelsen af god skik forpligtelsen til også at gælde investeringsrådgivning, jf. § 3, nr. 9 (FIL § 343g).

Indførelsen af MHF'er i FIL i § 1, stk. 15 sammenholdt med § 5, nr. 20, betyder, at operatører nu ligesom for regulerede markeder (børser) kan få tilladelse til at drive en handelsfacilitet på lignende vilkår. Dette er en afgørende forskel eftersom den fjerner det børsmonopol, som tidligere har eksisteret i Danmark og kan dermed skabe en øget konkurrence indenfor det danske værdipapirhandelsmarked.

De nye organisatoriske krav er en uændret implementering af kravene i direktivet og indeholder som tidligere nævnt krav om procedurer til håndtering af interessekonflikter og lignende for at sikre investoren jf. § 3, nr. 31 (FIL § 72).

Reguleringen af investeringsrådgivning sikrer at selvom et investeringsselskab blot rådgiver og ikke investerer på vegne af kunden og ikke er omfattet af § 5, stk. 1, nr. 1 har denne stadig en række forpligtelser og skal dermed også have tilladelse til at udøve virksomhed i Danmark, jf. § 3, nr. 59 (FIL § 343a).

Af FIL § 43 stk. 1 fremgår det, at enhver finansiel virksomhed skal handle i overensstemmelse med redelig forretningsskik og god praksis for det pågældende virksomhedsområde, her værdipapirhandel. Der fremgår ikke nogle retningslinjer i loven som konkretiserer, hvad der menes med god skik, men i henhold til § 43, stk. 2 og 3 har erhvervs- og økonomiministeren mandat til at udstede nærmere regler for god skik, samt prisoplysninger for finansielle tjenesteydelser. Dette er, hvad man har gjort i udstedelsen af bekendtgørelsen om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel, samt bekendtgørelse om værdipapirhandlers udførelse af ordrer, som gennemgås nedenfor.

8.2 Lov om værdipapirhandel

Til udarbejdelse af dette afsnit er Bekendtgørelse af lov om værdipapirhandel (VHL) m.v. nr. 848 af 19. august 2008²¹, som er opdateret i henhold til Lov nr. 108 af 7. februar 2007.

²¹ Bekendtgørelsen er vedlagt som bilag 7

Ligesom i FIL er der i VHL nu indføjet regler om multilaterale handelsfaciliteter, jf. § 1, stk. som nu kan drives ligesom regulerede markeder med enkelte forskelle. Det er her vigtigt at fremhæve, at der i Danmark inden indførelsen af MIFID fandtes to typer af markeder, 'regulerede markeder' og 'alternative markedspladser', som i relation til MIFID må anses for henholdsvis regulerede markeder og MHF. Forskellene på disse er at såfremt et papir er optaget til notering på et 'reguleret marked' i Danmark, da kan et andet 'reguleret marked' godt optage papiret til notering, hvorimod det er ikke tilladt for en 'alternativ markedsplads'. Desuden er det ikke tilladt for den 'alternative markedsplads' at optage papirer til handel uden udsteders samtykke, jf. § 2, nr. 36 (VHL § 21, stk. 3), hvilket et reguleret marked gerne må. Efter indførelsen af MIFID i dansk lovgivning findes der således forsat disse to typer af markeder, samt generelle MHF'er som ikke er nogen af de ovennævnte typer.

MHF'er skal i Danmark opfylde meget lignende krav som regulerede markeder når det kommer til transaktionsrapporteringen, organisation, og lignende, jf. §§40-42a sammenholdt med §§16-19. Der er dog lempeligere krav mht. fastsættelsen af procedurer, samt oplysningsforpligtelser, hvor reglerne kan fastsættes af MHF'en selv. Herudover skal operatøren af et reguleret marked være et selskab, hvis forretning består i at drive det regulerede marked jf. § 7, nr. 1, hvorimod en MHF godt kan drives som accessorisk virksomhed, jf. § 17, stk. 2.

Der fremgår af VHL § 33 at værdipapirhandlere skal indberette alle transaktioner foretaget i papirer, der er optaget til handel på et reguleret marked hurtigst muligt og senest dagen efter transaktionen er gennemført. I § 33a redegøres der for reglerne for systematisk internalisering og i § 33b redegøres for værdipapirhandlers offentlighedskrav. Disse regler vil blive gennemgået nærmere nedenfor ved gennemgangen af bekendtgørelserne om bindende prisstillelse og gennemsigtighed, samt transaktionsindberetning.

8.2.1 Indberetning, gennemsigtighed og systematisk internalisering

Der har i Danmark ikke tidligere været de indberetningskrav, samt gennemsigtighedskrav i det omfang som er blevet implementeret efter MIFID, da man alene havde børsreguleret indberetning af transaktioner foretaget på regulerede markeder. Men ved implementeringen af direktivets art 25-26 og 28-29 er der således indført krav om transaktionsindberetning uanset, hvor et værdipapir er handlet. Det er i indeværende afsnit vigtigt at der skelnes imellem den

indberetning, som skal ske til Finanstilsynet og den offentliggørelse, som skal ske for at sikre gennemsigtighed.

Indberetningen krævet i henhold til VHL § 33 som nævnt ovenfor er meget overordnet beskrevet i VHL, eftersom der alene fremgår at oplysninger om alle transaktioner foretaget i papirer, som er noteret på et reguleret marked eller en MHF skal indberettes. Der fremgår imidlertid ikke hvilke oplysninger som skal indberettes eller hvortil. Denne indberetning er konkretiseret i Bekendtgørelse om indberetning af transaktioner med værdipapirer²².

Her er der i § 1 specificeret, hvordan indberetningen skal ske for værdipapirer, som er optaget til handel på et reguleret marked og i § 2 på alternative markedspladser. Disse adskiller sig alene ved, at der for alternative markedspladser er defineret, hvad der anses som transaktioner, som skal indberettes. Heraf fremgår at *"værdipapirfinansieringstransaktioner, udnyttelse af optioner eller covered warrants eller primærmarkedstransaktioner"* ikke anses som transaktioner som skal indberettes. Indberetningen skal ske til Finanstilsynet, jf. §§ 1, stk. 4 og 2, stk. 6. Af § 3 fremgår det hvilke oplysninger, som skal indberettes for at Finanstilsynet kan opfylde den monitoreringsopgave som blev pålagt de nationale myndigheder i MIFID direktivet.

Systematisk Internalisering, som indført i VHL § 33a, er nærmere specificeret i Bekendtgørelsen om bindende prisstillelser på aktier samt gennemsigtighed for handel med værdipapirer²³. Heraf fremgår det at såfremt en værdipapirhandler anses for en systematisk internaliserer, skal denne stille priser på aktier, for hvilke der findes et likvidt marked på handler som må anses som normal markedsstørrelse jf. § 2. Nærmere definitioner heraf fremgår ikke af lovgivningen, men er udførligt beskrevet i direktivet som det er gennemgået ovenfor.

Priserne må opdateres løbende over dagen, jf. § 3 og værdipapirhandleren, som er omfattet af disse regler skal eksekvere handler med detailkunder²⁴ på de stillede priser, jf. § 4, stk. 1. For professionelle kunder kan værdipapirhandleren stille andre priser, hvis ordrene er større end hvad

²² BEK nr. 1189 af 10. oktober 2007, som er udstedt med hjemmel i VHL § 33, stk. 5, § 93, stk. 3, og § 93, stk. 4. Bekendtgørelsen er vedlagt som bilag 8.

²³ BEK nr. 1178 af 11. oktober 2007, som er udstedt med hjemmel i VHL § 18 b, stk. 4 og 5, § 33 a, stk. 4, § 33 b, stk. 3 og 4, § 42, stk. 3 og 4, § 93, stk. 3, og § 93, stk. 4. Bekendtgørelsen er vedlagt som bilag 9.

²⁴ Som defineret nedenfor i afsnittet om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel

der almindeligvis afgives af detailkunder, jf. § 4, stk. 3. Desuden kan værdipapirhandleren altid vælge kun at udføre en del af ordren, såfremt denne er større end den prisen er stillet for, jf. § 4, stk. 4. Værdipapirhandleren må vælge helt at afvise ordren såfremt det er baseret på en objektiv og ikke diskriminerende vurdering af kunden eller antallet af transaktioner fra samme investor, hvilket også gælder, hvis eksempelvis investoren har dårlig kreditværdighed, jf. §§ 5 og 6. I Danmark findes der alene 2 systematiske internaliserere, hvilke er Danske Bank og Nordea²⁵ og der er alene 10 i hele EU. Derfor må det anses som begrænset, hvor mange oplysninger, som opnås herved.

Operatører af regulerede markeder, alternative markedspladser samt MHF'er er forpligtede til at offentliggøre alle transaktioner i andre værdipapirer end aktier, som er foretaget via dennes systemer jf. § 7 i bekendtgørelsen om bindende prisstillelse etc. Dette skal ses i sammenhæng med VHL § 18 b og § 42, i henhold til hvilke at det kræves at operatørerne af sådanne markeder offentliggør alle transaktioner i aktier, som er gennemført via dennes systemer. Herved offentliggøres alle transaktioner foretaget via disse markeder af markederne selv.

I VHL § 33 b fremgår det, at værdipapirhandlere skal offentliggøre alle handler med aktier, der er noteret på et reguleret marked eller en MHF, men som er gennemført udenom et sådant. Denne er udvidet i ovennævnte bekendtgørelse, hvor det af § 7 fremgår, at andre værdipapirer end aktier, som er noteret på disse markeder også skal offentliggøres. Dette er en skærpelse i forhold til MIFID i henhold til hvilket alene aktier skulle offentliggøres.

Forskellen mellem indberetningen og offentliggørelsen må ses i forhold til, at offentliggørelsen skal ske så tæt på realtid som muligt²⁶, hvorimod transaktioner skal rapporteres senest dagen efter. Derudover skal offentliggørelsen blot skal ske på rimelige forretningsmæssige forhold og derfor ikke nødvendigvis til Nasdaq OMX den nordiske børs eller Dansk Autoriseret Markedsplads.

Rimelige forretningsmæssige forhold må anses værende opfyldt, når offentliggørelsen sker et sted, som vil være umiddelbart tilgængeligt for alle investorer. Derfor må det antages at

²⁵ Fremgår af registreringen af systematiske internaliserere i CESR's MIFID database vedlagt som bilag 10, hvortil Finanstilsynet skal indberette, regulerede markeder, MHF'ere o. lign.

²⁶ Dette er defineret som senest 3 minutter efter transaktionens gennemførelse jf. § 10 i BEK om bindende pristillelser etc. Dog kan større handler forsinkes til handelsdagens afslutning jf. § 9.

offentliggørelse på værdipapirhandlerens hjemmeside må anses som tilstrækkelig. Af samme årsag må det erkendes, at på trods af den øgede gennemsigtighed, som må siges at opnås ved kravet om offentliggørelse, så begrænses det betydeligt af muligheden for at oplysningerne kan ske på mange forskellige steder.

8.3 Den tidligere god skik bekendtgørelse

Tidligere hørte værdipapirhandel under bekendtgørelsen om god skik for finansielle virksomheder²⁷, hvoraf de specifikke regler for værdipapirhandel fremgik af kapitel 9. Heri fremgik der krav til værdipapirhandleren, om at denne i samarbejde med kunden skulle vurdere, hvorvidt kunden økonomisk set var i stand til at bære et evt. tab, samt fraråde investeringen i tilfælde af dette ikke er tilfældet også selvom kunden selv forespørger investeringen.

Herudover var der allerede dengang udstukket regler om, at en værdipapirhandler altid skulle udfører handlerne med sikring af kundens bedste interesse og skal forsøge at undgå interessekonflikter bedst muligt. Hvor ikke var muligt skulle kunden informeres om disse jf. § 33, stk. 1 og 2. Det fremgik imidlertid ikke, hvorledes værdipapirhandlerne skulle sikre kundens interesse.

Der var i § 34, stk. 1 oplistet helt specifikke krav til, hvad der skulle fremgå af aftalen mellem værdipapirhandleren og kunden, nemlig betingelserne som aftalen omfatter, samt grundlæggende oplysninger om begge parter såsom navn, adresse osv. Desuden skulle kundens risikoprofil og målsætning, hvis der var tale om porteføljepleje, jf. stk. 2.

Allerede før MIFID direktivets implementering i dansk ret fandtes der i § 35 regler for en række informationer, som kapitalforvalteren skal indhente om kunden, for at være i stand til at vurdere hvorvidt de investeringsydelse, som leveres til kunden rent faktisk er egnede til denne. Der skulle således indhentes informationer om risikovillighed, kendskab til investeringsprodukter og lignende.

Det eneste krav til rapportering i henhold til denne bekendtgørelse var at der årligt skulle fremsendes en oversigt med beholdninger, jf. § 37. Bekendtgørelsen blev ændret ved BEK 1222 af

²⁷ Dette var gældende til og med BEK nr. 686 af 20. juni 2007 om god skik for finansielle virksomheder. Bekendtgørelsens kapitel 9 er vedlagt som bilag 11

19/10/2007, hvorefter værdipapirhandel ikke længere er omfattet af denne bekendtgørelse jf. § 1, stk. 5.

8.4 Den tidligere bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik²⁸

Allerede inden MIFID direktivet var der i bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik stillet krav om, at værdipapirhandlere overfor sine kunder skulle sikre 'best execution', hvilket fremgik af § 5, stk. 1 og 2:

§ 5. Værdipapirhandleren skal ved udførelsen af modtagne ordrer sikre den efter omstændighederne, herunder tid og mængde, bedst mulige pris samt bedste betingelser i øvrigt for sine kunder (»best execution«).

Stk. 2. Kundens forhold er afgørende for, hvad der i den konkrete situation er »best execution«. Værdipapirhandleren skal op til en måned efter handlens gennemførelse kunne dokumentere, at handlen ud fra en samlet vurdering på tidspunktet for dennes gennemførelse er blevet udført i overensstemmelse med princippet om »best execution«.

Af vejledningen til den her nævnte bekendtgørelse²⁹ fremgår det at ved vurderingen af hvilke faktorer, der skal tages hensyn til afhænger af aftalen med kunden, samt den vurdering som værdipapirhandleren har foretaget af kunden. Disse faktorer kan derfor variere fra kunde til kunde.

Som det fremgår af stk. 2 ovenfor skal værdipapirhandleren kunne dokumentere at der er sikret 'best execution' for kunden i en måned efter transaktionen er gennemført, men der fremgår ikke af hverken bekendtgørelse eller vejledning, hvorledes en sådan dokumentation skulle opnås.

Det fremgik endvidere af § 6 og § 7, at såfremt handlen gennemføres i et papir, som handles på en dansk fondsbørs, så skal handlen gennemføres til en kurs der ligger indenfor det bedste bud og bedste udbud. Derimod er dette ikke et krav for de papirer, hvori der ikke er løbende handel, da der her skal handles til den kurs, som efter omstændighederne giver den bedst mulige pris og vilkår under hensyntagen til eksempelvis renteudvikling, udbud og efterspørgsel, kursudvikling osv.

²⁸ BEK nr. 72 af 31/01/2003 ændret ved BEK nr. 1080 af 11/12/2003 ophævet ved ikrafttrædelsen af bekendtgørelsen om værdipapirhandleres udførelse af ordrer som bliver gennemgået nærmere nedenfor.

²⁹ Bekendtgørelsen inklusiv vejledning nr. 9833 er vedlagt som bilag 12.

Bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik blev ophævet ved BEK nr. 213 af 5 marts 2007 og er derefter erstattet med bekendtgørelsen om værdipapirhandlers udførelse af ordrer, samt bekendtgørelsen om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel. Reglerne som begge bekendtgørelser opstiller for værdipapirhandlerne vil blive nærmere gennemgået nedenfor.

8.5 Bekendtgørelsen om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel³⁰

Udstedelsen af denne bekendtgørelse er sket med hjemmel i FIL § 43, stk. 2, hvoraf fremgår det generelle krav om god skik for finansielle virksomheder. Bekendtgørelsen er derfor en præcisering af, hvad der som minimum skal opfyldes for at en værdipapirhandler kan anses for at handle i overensstemmelse med dette krav.

Det fremgår af § 1, stk. 1, at alle værdipapirhandlere, som udøver tjenesteydelser i Danmark uanset om det er danske værdipapirhandlere eller udenlandske, som har etableret filial i Danmark eller tilladelse til grænseoverskridende virksomhed, omfattes af denne bekendtgørelse. Herudover omfatter bestemmelsen danske værdipapirhandlere, som udøver tjenesteydelser i udlandet, men ikke har foretaget en filialetablering. Af stk. 2-6 fremgår en række tilføjelser/undtagelser for denne hovedregel og indeholder eksempelvis at initial handel med realkreditobligationer er undtaget, jf. stk. 3, at en række af bestemmelserne også gælder når der alene ydes investeringsrådgivning jf. stk. 4, at kunder, som opfylder kravene for at anses for godkendte modparter er undtaget bekendtgørelsen med undtagelse af § 4, jf. stk. 5.

Af bekendtgørelsens kapitel 2 fremgår en række formkrav til den information som gives til investorerne. Der skelnes i § 3 mellem overdragelse af information, som er personligt rettet til kunden eller til en bredere kreds. Eksempelvis er der i § 3, stk. 1 stillet krav om at information, der er personligt rettet, leveres på et varigt medium, såsom på papir. Der kan dog gives information på andet end papir såfremt det er hensigtsmæssigt og anses som et varigt medium. Derimod kan information der er rettet til en bredere kreds godt ligges ud på værdipapirhandlerens hjemmeside, såfremt kommunikation på denne måde accepteres af kunden, samt at informationen opfylder en række krav såsom hensigtsmæssighed, tilgængelighed og at informationen er opdateret.

³⁰ BEK nr. 809 af 29. juni 2007 vedlagt som bilag 13

Det er denne bekendtgørelse, som introducerer den nye kundekategorisering. Dette har betydning for hvilken grad af beskyttelse kunden opnår. Kategoriseringerne, som fremgår af § 4 skelner således imellem godkendte modparter, som er defineret i bekendtgørelsens bilag 2, professionelle kunder, der er defineret i bilag 1 og detailkunder, som er de kunder, som hverken er omfattet af bilag 1 eller 2.

Som godkendte modparter anses selskaber, der selv har det fornødne kendskab til investeringsservice såsom investeringsselskaber, forsikringsselskaber, UCITS, non-UCITS, personer der som hovederhverv handler værdipapirer o. lign jf. bilag 2. Af bilag 1 fremgår at professionelle kunder anses som *"en kunde, jf. afsnit a eller b, der besidder den fornødne erfaring, viden og ekspertise til at træffe sine egne investeringsbeslutninger og foretage en korrekt vurdering af risiciene i forbindelse hermed."*³¹ dog som ikke er omfattet af bilag 2.

Der skelnes her imellem kunder, der altid vil anses som professionelle og dem, som kan vælge at blive anset som professionelle. Der er for virksomheder opstillet tærskler, som minimum skal opfyldes a) balancesum: 20.000.000 EUR. b) nettoomsætning: 40.000.000 EUR. c) egenkapital: 2.000.000 EUR for at virksomheden per definition anses som professionel, hvorimod en detailkunde kan vælge at blive anset som professionel såfremt følgende krav er opfyldt:

- 1) *Kunden har foretaget omfattende transaktioner på det relevante marked gennemsnitligt ti gange pr. kvartal i de foregående fire kvartaler,*
- 2) *størrelsen af kundens portefølje, der defineres som omfattende kontantbeholdning og finansielle instrumenter, overstiger 500.000 EUR,*
- 3) *kunden arbejder eller har arbejdet i den finansielle sektor i mindst ét år i en stilling, der kræver viden om de påtænkte transaktioner eller tjenesteydelser.*³²

Der stilles dog krav om, at kunden på et varigt medium som defineret ovenfor modtager information om, hvilken betydning at ændringen af kundestatus vil medføre, og kunden skal et andet sted end i kontrakten skrive under på, at denne er indforstået med de konsekvenser. Det kræves endvidere, at værdipapirhandleren har procedurer på plads som sikre at kunden informeres om enhver ændring i, hvad dennes valg af kundestatus har for kunden jf. bilag 1.

³¹ BEK nr. 809 af 29. juni 2007 bilag 1, side 13 øverst

³² BEK nr. 809 af 29. juni 2007 bilag 1, side 13 2. kolonne

Værdipapirhandleren skal oplyse alle sine kunder om den valgte kundekategori for vedkommende og hvilken betydning dette har, jf. § 4, stk. 5.

Da man ikke tidligere havde set samme form for kategorisering, måtte alle kapitalforvaltere per 1. november 2007, hvor bekendtgørelsen blev implementeret skulle informere eksisterende kunder om deres nu tildelte kategori.

Af § 5 fremgår den generelle forpligtelse om redelig forretningsskik overfor kunden, som er i overensstemmelse med kravet i FIL § 43, stk. 1, hvilket også var et krav inden indførelsen af MIFID.

I kapitel 4 stilles der en række meget konkrete betingelser til hvilke oplysninger, som skal gives til detailkunder. Det generelle krav udledes af § 8, stk. 1, hvoraf det fremgår: *"Information, som må antages at blive modtaget af detailkunder, skal være klar og ikke vildledende."* Desuden er der i stk. 2-5 en række yderligere krav som skal opfyldes, hvis informationen indeholder en sammenligning med andre værdipapirhandlere eller produkter, samt hvis der refereres til tidligere afkast eller forventet afkast i form af simuleringer.

I kapitel 5 stilles en række specifikke krav om oplysninger, der skal gives om vilkårene i aftalen, om værdipapirhandleren til detailkunderne, om finansielle instrumenter, om opbevaring og udlån af finansielle instrumenter, prisoplysninger, samt oplysninger om forenkede prospekter.

Der stilles i § 11, stk. 2 en række yderligere krav til værdipapirhandlere, der udøver porteføljeforvaltning, hvilket er den type værdipapirhandler indeværende afhandling fokuserer på. I henhold til disse krav, skal der af aftalen fremgå metode for porteføljeforvaltningen, herunder hvorvidt dele af forvaltningen er uddelegeret til andre. For at sikre kunden skal et risikovalg fremgå, som det er værdipapirhandlerens opgave at overholde, samt hvilke typer af instrumenter der må handles. For at undgå, at porteføljeforvalteren kan tilpasse benchmark efter, hvilket der på det givne tidspunkt for afkast udmålingen stiller forvalteren bedst, skal et benchmark fremgå af aftalen. Af stk. 3 fremgår det, at dette inkluderer en specificering af beregningsmetoden for afkastet på såvel benchmark og porteføljen.

Af § 12 fremgår det, at værdipapirhandleren skal beskrive finansielle instrumenter, samt de risici som er forbundet hermed, når det anses for relevant. Hvornår det må anses som relevant fremgår ikke af bekendtgørelsen, men af vejledningen til bekendtgørelsen³³ fremgår det at det som udgangspunkt i hvert fald på anses for relevant for alle kunder, der er kategoriseret som detailkunder.

Selve de informationer der skal gives om opbevaring af værdipapirer i depoter og tilhørende konti, samt udlån af disse er listet i § 13 og for så vidt angår prisoplysninger herunder gebyrer, som tillægges er disse listet i § 14. Heraf fremgår blandt andet at § 14, skal sikre at værdipapirhandleren ikke kan ændre sine priser efter eget ønske.

Ved indarbejdelsen af MIFID's ovennævnte "kend din kunde princip" i den danske lovgivning, kom der nye krav til det, hvad der blev indført i loven som egnethedstest og hensigtsmæssighed test, hvilke fremgår af § 16 og 17. Der skelnes imellem de to ved, at egnethedstesten gælder ved porteføljepleje og eller investeringsrådgivning, hvorved der gives en personlig anbefaling, jf. § 16, mens hensigtsmæssighedstesten alene skal udføres ved udførelsen eller formidlingen af ordrer for kunden, jf. § 17. Ved egnethedstesten skal der indhentes oplysninger nok til at kunne rådgive på en måde og for instrumenter som er egnet for den konkrete kunde. Desuden skal der i henhold i § 16, stk. 2 netop for at vurderer konkret, hvorvidt denne er egnet ved hver enkelt transaktion af værdipapirhandleren sikres at transaktionen:

- 1) Den opfylder kundens investeringsformål.*
- 2) Kunden er finansielt i stand til at bære de med handlen forbundne investeringsrisici, der er i overensstemmelse med den pågældendes investeringsformål.*
- 3) Kunden har den nødvendige erfaring og det nødvendige kendskab til at kunne forstå risiciene ved transaktionen eller porteføljeplejen.³⁴*

Dog kan det i jf. stk. 3 antages at kunden har den fornødne erfaring i henhold til nr. 3 ovenfor, såfremt kunden kan anses som værende professionel. I § 17 kræves alene en hensigtsmæssigheds-vurdering af produktet baseret på detailkundens erfaringsgrundlag og derved grundlaget for at kunne forstå produktets risici. Hensigtsmæssighedsvurderingen gælder alene detailkunder og må

³³ Vejledning nr. 9010 til bekendtgørelse om investorbeskyttelse er vedlagt som bilag 14

³⁴ §16, stk. 2.

anses som en mildere form end egnethedstesten og var ikke en del af den tidligere god skik bekendtgørelse. Såfremt produktet ikke anses for hensigtsmæssigt skal værdipapirhandleren fraråde kunden at handle det pågældende produkt, men der stilles ikke krav om at handlen forhindres, hvis kunden forsat skulle ønske at gennemføre handlen.

Hensigtsmæssighedsvurderingen kan tilsidesættes, hvis der alene udføres ordre på vegne og initiativ af kunden uden nogen form for tillægsydelse jf. § 19. Dette kræver imidlertid at der er tale om et ikke-komplekst produkt, samt at kunden informeres om den ikke gældende hensigtsmæssighedsvurdering.

Oplysningerne som skal indhentes i henhold til § 16 og 17 skal som minimum indeholde erfaringsgrundlag i form af instrumenttyper, transaktioner o. lign. art, antal og hyppighed for erfaringen kunden har gjort, samt kundens uddannelsesniveau og nuværende/tidligere beskæftigelse, jf. § 18. Desuden skal der til brug for § 16 vurderingen indhentes kundens indtægtsoplysninger for at kunne fastlægge kundens finansielle status med henblik på dennes evne til at bære den økonomiske risiko.

I kapitel 7 fremgår kravene til den rapportering som skal ske til kunden. Eftersom kapitalforvalteren her yder porteføljepleje inkluderer forpligtelsen, at der til kunden sendes periodiske oversigter med alle de transaktioner som er gennemført på vegne af kunden, jf. § 22, stk. 1 og 2. Disse oversigter skal fremsendes til kunden mindst hver sjette måned, dog hver tredje måned såfremt kunden ønsker det, jf. § 22 stk. 3 og 4. Rapporteringen er yderst relevant i relation til 'best execution' forpligtelsen, der gennemgås nedenfor, eftersom det vil være på baggrund heraf, at kunden opnår et overblik over de priser, omkostninger osv. som handlerne på dennes vegne gennemføres til.

8.6 Bekendtgørelsen om værdipapirhandleres udførelse af ordrer³⁵

Denne bekendtgørelse er udstedt med baggrund i VHL § 3, stk. 2 og § 93, stk. 3 og omfatter alene selve eksekveringen af ordrer. Bekendtgørelsen omfatter alle værdipapirhandlere som defineret i FIL og VHL, såvel danske som udenlandske værdipapirhandlere, der opererer i Danmark, jf. § 1, nr. 1-4.

³⁵ BEK nr. 213 af 5. marts 2007 vedlagt som bilag 15

Der findes imidlertid i § 1, stk. 2-4 en række undtagelser for investeringsvirksomheder og kreditselskaber, som alene leverer en ydelse i Danmark, men har opnået tilladelse i en anden medlemsstat. Desuden gælder bekendtgørelsen ikke godkendte modparter som defineret i BEK om investorbeskyttelse ved handel med værdipapirer, samt medlemmer af et reguleret marked, en MHF eller en alternativ handelsplads.

§ 3. En værdipapirhandler skal ved udførelse af modtagne ordrer træffe alle rimelige foranstaltninger for at opnå det efter omstændighederne bedst mulige resultat for sine kunder, idet der tages hensyn til pris, omkostninger, hurtighed, gennemførelses- og afregningssandsynlighed, omfang, art og andre forhold, der er relevante for udførelsen af ordren ("best execution")

Forskellen på denne § 3, stk. 1 og § 5, stk. 1 i den tidligere bekendtgørelse om god skik for værdipapirhandel er, at der skal nu træffes alle rimelige foranstaltninger for at opnå bedst mulige resultat, hvorimod der tidligere blot fremgik et krav om at sikre 'best execution'. Tidligere skulle fokus alene være på aftalen med kunden, dvs. at der alene skulle der laves en individuel vurdering af kundeforholdene for at sikre 'best execution' såfremt der fandtes flere valgmuligheder indenfor den konkrete aftale. Derimod skal der i dag på forhånd træffes en række foranstaltninger, der fremgår senere i bekendtgørelsen, som skal sikre best execution uanset kundeaftalens indhold.

Som noget nyt stilles der i indeværende bekendtgørelse specifikke krav til, hvad der anses som 'best execution' baseret på kundetype. Således fremgår det, at for detailkunder er det det samlede vederlag, dvs. hvor alle omkostninger relateret til handlen er inkluderet, der afgør hvorvidt der er opnået 'best execution'. Dette gælder dog alene hvis formålet med handlen ikke tilsiger, at man fokuserer på andre faktorer jf. § 3, stk. 2. Denne direkte proklamerede skelnen mellem detail- og professionelle kunder har ikke tidligere fremgået, hvor det alene har været et krav at der blev taget hensyn til handlens omstændigheder.

Baggrunden for at der ikke længere alene fokuseres på handelskursen skal ses i lyset af, at der kan være forskellige handelsomkostninger forbundet med at bruge en modpart frem for en anden. Dette betyder, at det samlede vederlag kan blive højere/lavere og derved at der ikke sikres de bedste

vilkår for kunden på trods af en bedre handelspris. Af samme årsag er det ikke tilladt for værdipapirhandlere at diskriminere mellem handelssteder.

Det fremgår af § 3, stk. 4, hvilke kriterier som værdipapirhandleren skal fokusere på, når det vurderes, hvad, som anses for 'best execution'. Heri skal kundetype (detail/professionel), ordrens karakteristika, værdipapirets karakteristika, samt karakteristika ved handelsstedet. Tidligere var det alene kundens forhold, som betød noget for, hvad der ansås som "best execution", hvilket fremgik af § 5, stk. 2, sammenholdt med vejledningen til denne. Der er således åbnet op for at flere faktorer kan have indflydelse på, hvorvidt der er tale om 'best execution' og dermed givet en større fleksibilitet end tidligere set i dansk lovgivning.

Kravene til at sikre 'best execution' tilsidesættes såfremt kunden udstikker specifikke retningslinjer for, hvordan denne ønsker, at handlen skal eksekveres, jf. § 3, stk. 5. Dog fremgår det af vejledningen³⁶, at såfremt de specifikke retningslinjer alene vedrører dele af transaktionen da godtgør det ikke en tilsidesættelse af 'best execution' forpligtelsen for andre dele af transaktionen. Eksempelvis kan en limiteret ordre – at der alene vil handles til en specifik pris – ikke godtgøre at man som værdipapirhandler ikke sikrer at handlen eksempelvis eksekveres hurtigst muligt.

'best execution' kravet tilsidesættes desuden når der stilles quotes på engrosmarkedet. Dette fremgår af vejledningen, hvilket stiller kapitalforvaltere i en speciel situation. Dette skyldes, at såfremt denne udfører ordrer på vegne af en professionel eller detailkunde, da er værdipapirhandleren forpligtet til at sikre 'best execution' for sine kunder. Derimod er kapitalforvalterens modparter ikke forpligtet til at sikre denne bedst mulig ordreudførelse, hvilket under visse markedsforhold som vil blive gennemgået i det kombinerede afsnit kan være problematisk.

For at sikre, at rimelige foranstaltninger er truffet for at kunne opnå 'best execution' skal værdipapirhandlere i henhold til § 4 fastlægge procedurer, have systemer på plads, samt etablere en ordreudførelsespolitik. Af ordreudførelsespolitikken skal det fremgå hvilke handelssteder man bruger til at eksekvere handler for hver enkelt type instrument og i den forbindelse informere om

³⁶ Vejledning nr. 10181 til bekendtgørelsen om værdipapirhandleres udførelse af ordrer vedlagt som bilag 15.

hvilke kriterier, som har været baggrunden for at man har valgt netop disse steder. Følgende tretrins fremgangsmåde fremgår desuden af vejledningen til bekendtgørelsen:

- 1) Afhængig af kundernes karakteristika skal værdipapirhandleren tage stilling til prioriteringen af de angivne faktorer ved udførelse af ordrer.*
- 2) Værdipapirhandleren skal vurdere tilgængelige handelssted(er) for at identificere det/de handelssteder, som gør denne i stand til at opnå best execution. Handelsstedet(/-erne) skal fremgå af ordreudførelsespolitikken.*
- 3) Værdipapirhandleren skal anvende ordreudførelsespolitikken ved at sende kundeordrer til det/de handelssted(er), som fremgår af dennes ordreudførelsespolitik, og som sikrer kunden det bedst mulige resultat under hensyntagen til den relative vægtning af de faktorer, som fremgår af ordreudførelsespolitikken.*

Dette betyder, at en værdipapirhandler ikke bare kan liste de handelssteder, som blev brugt før hen og søge at få det bedste ud af disse. Værdipapirhandleren må først lave en prioritering med udgangspunkt i de krav der stilles under hensyntagen til dennes kunder. Først derefter skal de handelssteder som er tilgængelige vurderes og det skal være de i ordreudførelsespolitikken nævnte handelssteder, som skal benyttes, hver gang ordrer udføres på vegne af kunden. Der kan i helt særlige tilfælde bruges handelssteder, som ikke er listet i ordreudførelsespolitikken, såfremt dette vil sikre en 'best execution' som de listede handelssteder ikke kan³⁷.

Såfremt en værdipapirhandler ikke selv handler på et reguleret marked, men eksempelvis videreformidler sine kunders ordrer til en børsmægler som led i porteføljeforvaltning, så er det ikke porteføljeforvalterens opgave at sikre 'best execution' på den specifikke transaktion, men derimod at sikre sig, at børsmægleren har tilstrækkelige procedurer osv. til kunne opfylde sin 'best execution' forpligtelse. Som det fremgår af vejledningen vil der især blive skelnet imellem om porteføljeforvalteren selv eksekverer handlen direkte i markedet eller ej.

I henhold til § 4, stk. 3, skal værdipapirhandleren indhente samtykke til ordreudførelsespolitikken inden denne begynder at eksekvere handler på kundens vegne. Det

³⁷ Dette fremgår af vejledningen til BEK nr. 213 af 5. marts 2007 (bilag 15)

fremgår dog af vejledningen til bekendtgørelsen om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel, at såfremt der allerede foreligger et kundeforhold per 1. november 2007, da er det tilstrækkeligt at informere kunden om ordreudførelsespolitikken, som så må reagere såfremt denne ikke finder ordreudførelsespolitikken tilstrækkelig til at sikre 'best execution'. Desuden skal der gives yderligere information til detailkunderne, hvoraf det skal fremgå, hvorledes den forholdsmæssige betydning af de forskellige faktorer listet i § 3 har haft indflydelse på valget af handelssteder, der skal gives en liste med de valgt handelssteder og det skal specifikt fremgå, hvilken betydning en specifik instruks fra kunden har på 'best execution' forpligtelsen, jf. § 4, stk. 3.

Alle førnævnte informationer skal gives enten på papir eller andet varigt medium jf. § 4, stk. 4. Med andet varigt medium kan eksempelvis menes en hjemmeside og der stilles af hensyn til kunden i stk. 5 en række krav til, hvad der kræves før et medium anses for tilladt, nemlig at kunden selv har valgt et andet medium, samt at dette er hensigtsmæssigt.

Kunden skal desuden informeres om og give samtykke til, hvis det er muligt at udføre OTC handler. OTC handler står for "over the counter", og er når værdipapirer handles uden om et reguleret marked eller en MHF. Årsagen til at man udtrykkeligt skal bede om dette samtykke er, at handler som foregår udenfor det regulerede marked eller lignende er sværere for kunderne at kontrollere.

I bilag 19 findes et eksempel på en ordreudførelsespolitik som Nordea Investment Management AB (NIM) har lavet og sendt til dennes kunder. NIM er et porteføljeforvaltnings selskab, som er et datterselskab i Nordea koncernen, hvor den danske filial er omfattet af de danske regler for værdipapirhandlere. Denne filial vil blive brugt som eksempel på de problemstillinger en kapitalforvalter kan stå overfor, når der skal eksekveres handler på kunder vegne. Derfor anses det her som et relevant eksempel at fremvise dennes ordreudførelsespolitik.

Der fremgår en række krav til dokumentation og monitorering af opfyldelse af 'best execution' kravet af de to bekendtgørelser om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel og om værdipapirhandlers udførelse af ordre. Disse gennemgås nærmere nedenfor i det kombinerede afsnit, hvor det vil blive vurderet, hvorvidt disse krav rent faktisk kan opretholdes.

Finanstilsynet, har fået tildelt ansvaret for at føre tilsyn med, at bekendtgørelsen opfyldes af alle værdipapirhandlere, der er omfattet af denne, jf. § 5, stk. 1. Dermed har Finanstilsynet beføjelse til at give værdipapirhandlerne et påbud om at rette forholdene, såfremt at kravene, som er listet i § 3 og § 4 ikke opfyldes, jf. § 5, stk. 2. Hvis en værdipapirhandler ikke følger et påbud givet af Finanstilsynet, så kan Finanstilsynet møde værdipapirhandleren med et bødeforlæg, jf. § 6, stk. 1.

Som det fremgår af ovenstående er der en række nye krav som skal opfyldes af kapitalforvaltere i henhold til MIFID, mens visse af kravene allerede er eksisterende. Særligt reglerne om sikring af 'best execution' sammenholdt med de tidligere god skik regler, viser at kravet som sådan er tilsvarende, hvad der historisk har været gældende. Dog er der ved implementeringen af MIFID i dansk ret er kommet en øget konkretisering af, hvad det kræver førend reglerne må anses for opfyldt.

Desuden er der kommet transaktionsrapporteringsregler, samt regler om offentliggørelse, som i høj grad er strengere end hvad der hidtil har været gældende for danske kapitalforvaltere. Det vil senere fremgå præcist hvilken betydning af transaktionsrapporteringsreglerne har for sikringen af øget investorbeskyttelse sammenholdt med bruddet med det tidligere børsmonopol.

Formål	Krav	Reguleret i dansk lovgivning
<i>Øget konkurrence</i>	- Fri bevægelighed - Tilladelse af driften af MHF på lige vilkår med børser	- FIL kap. 1 og 2 - VHL VHL kap. 1 og 11b
<i>Gennemsigtighed</i>	- Indberetning af noterede værdipapirer til finanstilsynet - Offentliggørelse fra reguleret marked og MHF af transaktioner handlet via disses systemer - Offentliggørelse af transaktioner i noterede papirer handlet udenom et reguleret marked eller MHF - Bindende prisstillelse ved systematisk internalisering	- BEK om indberetning af transaktioner med værdipapirer - BEK om bindende prisstillelser og gennemsigtighed for handel med
<i>Investorbeskyttelse, herunder best execution</i>	- Odreudførelsespolitik - Procedurer og forretningsgange - Organisatoriske krav - Informationskrav - Rapporteringskrav	- VHL kap. 3, 4, 11b - FIL kap. 6, 8, 20a - BEK om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel - BEK om værdipapirhandleres udførelse af ordrer

Figuren ovenfor viser sammenhængen mellem hovedformålene med MIFID og de dertilhørende implementerede regler i dansk lovgivning.

9. Juridisk delkonklusion

MIFID har uden tvivl ført til indførelsen af en række nye regler for danske kapitalforvaltere. Disse tager udgangspunkt i formålet med direktivet, der i særdeleshed består i øget konkurrence markederne imellem, øget gennemsigtighed, samt øget investorbeskyttelse.

Formålene er konkretiseret i en række bestemmelser, som krævedes implementeret i national lovgivning. I gennemgangen blev der derfor fokuseret på, hvordan reglerne er blevet indført i dansk lovgivning i FIL og VHL, og de dertilhørende bekendtgørelser, samt hvordan disse adskiller sig fra tidligere lovgivning. Som nye regler skal særligt fremhæves kundekategoriseringen, kravet om sikring af 'best execution', gennemsigtighedsreguleringen før og efter gennemførelsen af handler, samt den øgede konkurrence markederne imellem ved indførelsen og reguleringen af MHF'er.

Kundeinddelingen adskiller sig ved, at man ikke tidligere i dansk lovgivning har opereret med denne form for kategorisering af professionelle og private investorer. Den betyder, at private investorer nu opnår en øget beskyttelse sammenlignet med professionelle investorer ved indførelsen af skærpede informationskrav vedrørende kapitalforvalteren og om produktet, som sælges.

Åbningen af nye typer af markeder, er nyt i henhold til dansk lovgivning, hvor der tidligere kun eksisterede børser i form af det, som i dag hedder regulerede markeder og alternative markedspladser. Disse er strengere reguleret i forhold til MHF'er og eksisterer forsat men mødes nu med konkurrence fra de mindre regulerede MHF'er.

For at sikre gennemsigtighed i markedet, har man indført regler om rapportering og offentliggørelse af handler. Reglerne er i Danmark udvidede i forhold til MIFID og omfatter således ikke alene aktier, men desuden obligationer og investeringsforeninger, som er taget til handel på et reguleret marked.

'Best execution' forpligtelsen er behandlet indgående ovenfor, men er i sig selv ikke ny i dansk lovgivning. Det var tidligere reguleret i bekendtgørelsen om god skik ved værdipapirhandel, men den er nu blevet yderligere specificeret ved indførelsen af MIFID i dansk lovgivning. Desuden er der kommet krav om indførelse af en udførelsespolitik, som skal være med til at sikre opfyldelsen af kravet om 'best execution'.

Kravet om 'best execution' vil være udgangspunktet for den økonomiske analyse af hvorvidt kravet om 'best execution' kan godtgøres i den økonomiske teori. Det vil desuden danne rammen for diskussionen af, hvorvidt resultatet heraf sammenholdt med de andre ovennævnte nye betingelser vil være en øget investorbeskyttelse.

Økonomisk Afsnit

10. Hvordan handler man papirer på forskellige typer af markeder

Indeværende afsnit vil fokusere på, hvordan en kapitalforvalter, som udøver diskretionær porteføljeforvaltning handler. Der vil foretages en gennemgang af, hvorledes forskellige markeder fungerer og hvilken effekt disse markeder kan have på prisdannelsen og andre relevante faktorer. Desuden vil likviditetens påvirkning af især prisdannelsen blive analyseret, da denne faktor særligt har indflydelse på resultatet som kan opnås for investoren.

Det er her vigtigt at påpege at årsagen til vigtigheden af at skelne imellem forskellige markeder er, at der for et værdipapir som oftest ikke blot findes et marked for et værdipapir. Der findes en række adskilte markeder og det er ikke nødvendigvis dem alle som kapitalforvalteren vil have direkte eller indirekte adgang til. Derfor er det vigtigt at have for øje at det ikke for kapitalforvalteren er ligegyldigt hvilke markeder denne har adgang til for at kunne sikre 'best execution' for investoren.

10.1 Internt hos kapitalforvalteren³⁸

En kapitalforvalter har en række porteføljeforvaltere, som hver især er specialiseret indenfor et givent område. Som udgangspunkt vil man dele investeringsafdelingen op i aktie og obligationsrelaterede produkter, og eventuelt en underafdeling med særligt fokus på derivater, medmindre disse er inddelt efter det underliggende instrument. Underafdelingerne vil desuden være delt op således at der eksempelvis er en porteføljeforvalter eller en gruppe af disse afhængigt af investeringsselskabets størrelse, som er specialiseret indenfor europæiske aktier, danske aktier, europæisk fixed income (obligationer), global high yield³⁹ eller lignende.

En porteføljeforvalter fortager analysearbejde for at vurdere, hvor der kan genereres performance i form af merafkast (også kaldet alpha) i forhold til markedet, da performance er den vare som et diskretionært investeringsselskab sælger. Alt efter om porteføljeforvalteren mener at papiret er over eller undervurderet vil han henholdsvis sælge eller købe det og derved opnå den profit som genereres ved at markedet opdager denne fejlvurdering.

³⁸ Afsnittet er udarbejdet på baggrund af Harris (2003) s. 11 ff., samt egne erfaringer som medarbejder hos en kapitalforvalter.

³⁹ High yield refererer til den rating som obligationerne har, hvor high yield også kaldet junk bonds er den type obligationer med lavest rating.

Såfremt porteføljeforvalteren ønsker at handle papiret vil han alt efter investeringsselskabets interne procedurer sende sin ordre videre til Trading afdelingen (handelsafdelingen red.) eller forestå handlen selv. Såfremt handlerne samles i en Trading afdeling vil denne såfremt der er flere ordrer i samme papir danne en blokhandel, hvori alle handlerne lægges sammen til en stor handel for at sikre at alle kunder behandles ens. Det videre forløb vil som det fremgår nedenfor afhænge af, hvorledes det enkelte papir handles.

10.2 Børsnoterede værdipapirer⁴⁰

Der skal skelnes imellem to typer af værdipapirhandlere; dem som har direkte adgang til at handle på en eller flere børser eller andre handelsfaciliteter og dem som indeværende opgave omhandler, der ikke har direkte adgang. Værdipapirhandlere som har direkte adgang er medlemmer af den pågældende børs eller handelsfacilitet og betaler derfor også for denne adgang. Medlemmerne vil som regel ved hjælp af denne adgang kunne agere mægler for andre ikke-medlemmer og det vil således være igennem disse medlemmer at kapitalforvaltere, der ikke har direkte adgang til et pågældende marked handler børsnoterede papirer.

Et eksempel på en sammenslutning af børser er OMX, som blev dannet i 2003 ved en fusion af børserne i Sverige og Finland, som senere har opkøbt andre nordiske børser herunder Københavns fondsbørs i 2005⁴¹. OMX har 134 medlemmer⁴². Prisen på et medlemskab afhænger af hvilken afregning der vælges som kan variere fra at der alene betales et beløb per transaktion til at der fast betales 188.000 kr. om måneden for at være medlem af børsen.⁴³ Omkostningen vil medlemmerne naturligvis videregive til de ikke-medlemmer, som ønsker at handle via mæglerne. OMX har siden 2007 været en del af Nasdaq OMX gruppen, som har børser flere steder i verden.

Traderen (handleren, som eksekverer ordren red.) vil som regel spørge den enkelte porteføljeforvalter om, hvad motivet for handlen. Herved afgøres det, hvorvidt handlen skal søges gennemført hurtigst muligt eller om man skal være afventende i håb om at opnå en bedre pris.

⁴⁰ Afsnittet, samt den overordnede gennemgang af pris og ordredrevne markeder nedenfor er udarbejdet med baggrund i Solnik og Mc. Leavey s. 188 ff. samt Harris (2003) s. 89 ff.

⁴¹ De historiske fakta om OMX og Nasdaq er taget fra "Nasdaq køber OMX" vedlagt som bilag 17

⁴² Medlemsantallet inkluderer koncerner for hvem der er flere selskaber, som er registreret som medlemmer, hvorfor det reelle tal kan anses for værende lavere.

⁴³ Omkostningerne er for aktiehandel på OMX København og er baseret på OMX Nordic Exchange Cash Market Pricelist fra juni 2008. Et uddrag af prislisten er vedlagt som bilag 18

Dernæst vil Traderen overveje de muligheder der findes for at gennemføre handlen. Altså hvorvidt handlen skal eksekveres via en mægler eller om den skal handles via et andet handelssystem⁴⁴.

Hvis handlen dirigeres til mægleren kan mægleren enten have det pågældende papir på egenbogen eller vælge at gå på børsen og finde en sælger af det pågældende papir. I et sådan tilfælde vil mægleren lægge de omkostninger der er ved at gå på børsen over på investeringsselskabet. Dette vil som udgangspunkt være inkluderet i det gebyr som mægleren tager for eksekvering af handler uanset om det er over egenbogen eller børsen. Hvis mægleren vælger at gå på børsen afhænger det videre handelsforløb af hvilken type af børs som papiret handles på.

Der findes to typer af børser nemlig en prisdrevent eller ordredrevent børs og begge typer vil blive gennemgået nedenfor. Begge typer har både fordele og ulemper, men af historiske årsager er begge typer stadig gældende i dag. Dog er de begyndt at ligne hinanden mere og mere på områder, hvor der tidligere har været afgørende forskelle imellem de to typer af børser.

De fleste børser opererer i dag med kontant afregning modsat forwardafregning. Dette betyder, at hver transaktion gennemføres indenfor få dage – gerne 3 forretningsdage – hvorefter papirerne ”leveres”⁴⁵ og pengene skal være betalt til modparten. Historisk har der desuden været flere børser som brugte fremtidig afregning, hvilket gjorde det muligt at foretage endnu mere spekulative investeringer, da alene en bestemt procentsats stilles som sikkerhed i dag og så skal det fulde beløb først betales i fremtiden på et på forhånd specificeret tidspunkt.

At afregningen først sker i fremtiden har ikke betydning for prisen som handlen skal afregnes til, da prisen er den samme som ved kontraktmæssig afregning. Dvs. prisen fastsættes på tidspunktet for handlens indgåelse. Netop dette er årsagen til, at man i dag godt kan indgå transaktioner på sådanne vilkår, såfremt det er ønsket af begge parter i aftalen.

10.2.1 Prisdrevne markeder (quote-driven/dealer markets red.)

Årsagen til, at denne type af markeder kaldes prisdrevent er, at det som hedder market makers, der er en eller flere børsmæglere, løbende hen over dagen stiller priser i form af en bid (bud) og en ask (udbud) pris. Bid prisen er den pris som børsmægleren ønsker at købe en given

⁴⁴ Der findes en række muligheder for eksekvering af handler såsom anonyme handelssystemer, hvorpå det ikke alene er mæglere som kan eksekvere handler.

⁴⁵ Der er i dag sjældent tale om fysisk levering, da de fleste papirer i dag handles elektronisk

mængde til og ask prisen er den pris som børsmægleren ønsker at sælge en given mængde af papiret til. Disse priser stilles hen over dagen og justeres derfor som markedet rykker sig og på denne måde sikres det at der hele tiden tilføres den pågældende børslikviditet.

På det prisdrevne marked er det market maker'en, som påtager sig en risiko, eftersom Market Maker'en ikke ved, hvilke transaktioner som de stillede priser vil medføre. Derved gives der en option til den Trader (via mægleren) en option på at handle til den givne pris som Market Maker'en er bundet af.

Igennem de sidste år har børserne automatiseret deres handelsprocesser, hvilket har medført lavere transaktionsomkostninger. Men det prisdrevne handelsflow kræver stadig flere manuelle processer end det ordredrevne, hvorfor det prisdrevne system som udgangspunkt er dyrere at benytte⁴⁶. Dermed dog ikke sagt at de samlede transaktionsomkostninger er lavere på det ordrebaserede marked, hvilket vil blive nærmere forklaret nedenfor.

10.2.2 Ordre-drevent marked (orderdriven/auctions market)

Som navnet indikerer, foregår det ordredrevne marked som en auktion. Dvs. der bydes ind fra de enkelte tradere (via børsmægleren), hvorefter der på et givent tidspunkt bliver matchet på en måde således at der opnås størst mulig volumen. Dvs. man sætter prisen således, at udbuddet møder efterspørgslen bedst muligt.

Tidligere var det alene muligt at få matchet handlerne en eller enkelte gange om dagen, hvorfor det på visse tidspunkter af dagen var umuligt at handle. Dette har man forsøgt at forbedre i forbindelse ved automatisering processen, som har gjort det muligt at generere matchning løbende hen over dagen.

Desuden har man på flere ordredrevne markeder indført Market Maker rollen for at sikre tilførslen af likviditet. Dette gøres imidlertid på ordredrevne markeder ved, at Market Makeren i stedet for at stille bid-ask priser, indtaster købs- og salgsordrer. Alle ordrer som ikke er blevet

⁴⁶ Dette skyldes især den løbende justering af priser som market makers må foretage hen over dagen, samt at der for handler som kunne eksekveres investorer imellem altid er et mellemlid i form af market makeren.

matchet gemmes i det som kaldes ordrebogen som alle med adgang til markedet kan se. Traderen ved således, hvilke ordrer at dennes ordre vil blive matchet med allerede når ordren lægges ind.

Der sker dog stadig en auktion som man så det tidligere ved åbningen af markedet, samt ved lukningen som så er afgørende for, hvilken pris at markedet åbner med.

Ulempen ved det ordredrevne marked er, at der kan opstå mangel på likviditet. Dette er især en ulempe, hvis investeringsselskabet skal udføre en større handel. Ordren vil da ligge i systemet indtil den bliver matchet. Derved risikerer kapitalforvalteren at ende med en pris, som måtte anses for acceptabel da handlen blev initieret, men ikke længere handles ved den ønskede pris når handlen skal gennemføres. Netop denne problemstilling er årsagen til at blokhandler ofte handles udenom markedet. Brugen af market makers kan nedsætte denne risiko, eller investeringsselskabet kan vælge at dele ordren op eller som det vil fremgå at de praktiske eksempler i del sidste del af indeværende opgave, hvor kapitalforvalteren får mulighed for at betale børsrådgiveren en risikopræmie for at påtage den førnævnte risiko.

Som det fremgår heraf er det således ikke market makeren som løber risikoen ved handler på et ordre-drevent marked. I stedet vil den, som lægger ordren ind udsættes for risikoen eftersom vedkommende giver andre og herunder market makeren en option på at handle på ordren, som er lagt ud. Der skabes imidlertid en større gennemsigtighed ved brugen af det ordredrevne marked eftersom alle ordre vil vise sig i markedet.

10.2.3 'Best execution' og markedsformen

På baggrund af ovenstående kunne det lede til det spørgsmål, om der er en type marked, som frem for en anden type marked vil medføre 'best execution'. Det må som udgangspunkt antages at det for såvel køber som sælger er et krav, at der udøves 'best execution' såfremt ordren udføres på vegne af en kunde. Som det fremgik af ovenstående er omkostningen ved det ordredrevne system lavere end ved det prisdrevne grundet det mindre behov for manuel indblanding.

Derimod fremgår det desuden at likviditeten i det ordredrevne marked er lavere end på det prisdrevne marked, hvorfor likviditetspræmien⁴⁷ muligvis kan opveje den sparede omkostning ved

⁴⁷ Begrebet likviditetspræmie og dets betydning for prisen gennemgås nærmere nedenfor i afsnittet om likviditetens betydning for sikring af best execution.

at handle på det ordredrevne marked. Desuden er der flere andre faktorer end de her nævnte som der skal tages højde for ved eksekveringen af en ordre, hvilke vil blive gennemgået nedenfor. Dermed kan det ikke alene med udgangspunkt i typen af marked godtgøres, hvilken type af marked, som vil sikre den bedst mulige ordreudførelse for kunden, da man er nødt til at afveje alle faktorer som har indflydelse på transaktionen for at kunne fastslå hvad der for hver enkelt transaktion vil være bedst for kunden.

10.3 Særligt om markedet for obligationer⁴⁸

De typer af obligationer, der typisk sælges på en børs er stats- og realkreditobligationer, samt de største virksomheders obligationer⁴⁹, hvilket skyldes den hyppige omsætning som findes i disse. Eksempelvis er realkreditmarkedet i Danmark bygget op omkring at lånefinansiering sker ved hjælp af køb og salg af realkreditobligationer, hvorfor adgangen til denne type af papirer skal være så ubesværet som muligt. I indeværende afsnit vil der blive gennemgået, hvorledes realkredit-, stats- og virksomhedsobligationer udstedes og handles.

Et velfungerende pengemarked er som udgangspunkt grundstenen for at et marked for virksomhedsobligationer overhovedet kan etableres. Dette skyldes at dette skal være med til at udvikle en rentekurve ud fra hvilken rentekurven til at prise obligationer kan etableres. Udstederen af obligationerne vil hver især have forskellige risici og ikke alle papirer vil være lige likvide eller have samme udløbsdato, hvilket der så vil tages højde for ved fastsættelsen af rentekurven for den pågældende udsteder. Derfor vil der på et effektivt pengemarked blive dannet en rentekurve med udgangspunkt i et papir som er risikofrit, har kort løbetid og høj likviditet, hvortil der så kan foretages et rentetillæg for de specifikke faktorer, som er gældende for det enkelte papir.

⁴⁸ Afsnittet er udarbejdet med udgangspunkt i Choudhry (2003) s. 322ff, Solnik og McLeavey (2003) s. 323 ff., Flor og Munk (2007, s. 17 ff.) (uddrag vedlagt i bilag 20) og ”Statens Låntagning og Gæld 2007”, kapitel 5 (vedlagt i bilag 21)

⁴⁹ Der findes tre typer af virksomheder på markederne hvor der handles obligationer:

- Indenlandske obligationer: Udstedt af indenlandske virksomheder og som oftest handles i indenlandsk valuta. I Danmark er det hovedsageligt banker, som udsteder virksomhedsobligationer, men der findes dog andre selskaber, der har udstedt virksomhedsobligationer i Danmark.
- Udenlandske obligationer: Udstedt af en udenlandsk virksomhed på et lokalt marked enten i lokal eller udenlandsk valuta. Udsteder vil som udgangspunkt også være underlagt lovgivning og overvågning af myndighederne på det lokale marked, hvor obligationerne sælges.
- EURO bonds er obligationer, som udstedes af banker internationalt med garanti af et internationalt syndikat af banker. Obligationerne udstedes således ikke på et nationalt marked og handles som oftest ikke i det land i hvis valuta obligationen er udstedt. På trods af navnet må EURO bonds ikke forveksles med en obligation udstedt i EURO.

Fokus i indeværende afsnit vil være på inden og udenlandske obligationer.

10.3.1 Virksomhedsobligationer

Virksomhedsobligationer er en måde, hvorpå en virksomhed kan låne penge i markedet, hvorfor renten er den pris som virksomheden betaler for at låne pengene. For at forklare, hvorfor renten ikke er ens for forskellige virksomhedsobligationer, så er det vigtigt at påpege, at virksomheders obligationer skal anses som substituerbare investeringer for hinanden og derfor vil blive målt imod hinanden.

To obligationer som er udstedt af virksomheder der kan anses for fuldstændig ens med hensyn til risiko, og hvor obligationerne må anses for lige likvide, har samme løbetid og samme nominelle rente vil således skulle have samme kurs. Ellers ville en investor opnå en forskellig effektiv rente på de to papirer. Forskellig effektiv rente vil blive reguleret af efterspørgslen, da investorerne kan opnå en risikofri gevinst ved at sælge den obligation med den højeste kurs og købe den med den laveste kurs, hvorved kursforskellen udlignes. Denne antagelse sikres naturligvis alene såfremt der er fuld gennemsigtighed så selskaberne kan vurderes, samt at adgangen til at handle de to papirer er fri. Af samme årsag kan der godt være forskelle som skyldes størrelsen af udstedelsen eftersom der således er en begrænset mængde af obligationerne.

Selvom virksomhedsobligationer ofte handles OTC, så er mange af obligationerne udstedt på en børs eftersom en række institutionelle investorer såsom UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferrable Securities)⁵⁰ har strenge begrænsninger på, hvor store andele af deres investeringer som må ske i værdipapirer, som ikke er listede på en børs.

Markedet, hvorpå handlen med virksomhedsobligationer handles kan inddeles i to, eftersom der sker en udstedelse, som er den som sikrer virksomheden dens lånoptagelse, hvilket kaldes det primære marked. Herefter handles obligationen frit kan handles på børsen eller OTC investorer imellem, hvilket kaldes det sekundære marked.

Udstedelsen sker ved, at virksomheden hyrer det, som kaldes en investeringsbank med ekspertise indenfor netop sådanne udstedelser som så vil agere garantistiller for udstedelsen for at sikre at den når markedet.⁵¹ Hvis der er tale om en større emission, da vil den bank, som er hyret til at stå for selve udstedelsen være med til at hyre andre banker for derved at danne det som hedder et

⁵⁰ UCITS er en investeringsforening, som opfylder en række krav der er vedtaget med EU direktiver og som gør det muligt at distribuere disse investeringsforeninger uden godkendelse i hvert enkelt EU land.

⁵¹ Garantistillerordningen vil også ofte benyttes i forbindelse med Initial Public Offerings, som er førstegangsnoteringen af aktier. Her vil udsteder desuden benytte en investeringsbank til at afgøre aktiekursen, som udstedelsen skal ske til.

syndikat. Årsagen til at man danner et sådan syndikat er at selve garantistillelsen består i, at hvis ikke hele udstedelsen sælges til investorerne i markedet, da skal garantistilleren købe de resterende obligationer, hvilket kan blive meget omkostningsfyldt ved et stort syndikat, hvorfor det ønskes at dele denne risiko med andre banker.⁵² Det er blandt andet denne risiko at deltagerne i syndikatet vil blive betalt for.

Hver deltager i syndikatet eller den ene investeringsbank som der måtte være vil sælge dennes andel af obligationerne på en på forhånd aftalt dato. Kursen som obligationen udstedes til, fastsættes typisk ud fra en rentekurve, som gælder for en statsobligation udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Der bliver ved prisfastsættelsen taget højde for den kreditrisiko som den pågældende virksomhed har, hvilket såfremt der foreligger en sådan vil ske på baggrund af den officielle rating, der foreligger på virksomheden/Udstedelsen. De ratings som man typisk bruger og som begge er generelt anerkendt i den finansielle sektor er Standard & Poors eller Moody's rating⁵³. Herudover vil man lave en vurdering af, hvor likvid men forventer udstedelsen bliver. Disse vil tilsammen udgøre det rentespænd som obligationens rentekurve vil ligge over rentekurven for statsobligationen.

Skulle det ske, at der ikke findes en statsobligation med præcist samme løbetid som den ønskede for virksomhedsobligationen vil man basere rentekurven på en vægtning mellem rentekurven for den statsobligation med en løbetid lige over virksomhedsobligationen og den med en løbetid lige under. Skulle der ikke findes nogle statsobligationer med ligeså lang løbetid som virksomhedsobligationen, da vil man benytte rentekurven for den statsobligation med den længste løbetid, såfremt der er tale om et udviklet marked.

Oftest sker udstedelsen til en minimumskurs der på forhånd er fastsat, således at medlemmerne i syndikatet ikke må sælge til en lavere kurs end det aftalte. Dette skyldes at stifteren af syndikatet i så fald ville være nødt til at opkøbe obligationer for at opretholde en pris som sikrer at udstederen opnår det aftalte lån. Hvis det ønskede lån ikke opnås indtræder garantien nemlig.

⁵² Garantistilleren har dog mulighed for i prospektet, som skal udsendes ved alle udstedelser at tage forbehold for at udstedelsen ikke vil blive gennemført, hvis der ikke tegnes mere end en specificeret andel af udstedelsen.

⁵³ Standard & Poors ratings på selskabsniveau spænder fra AAA-D, hvor AAA er det bedste, hvorimod Moody's ligger fra Aaa-C men på udstedelsesniveau og ikke virksomhedsniveau

Så snart den første handel er gennemført vil obligationen tilhøre den enkelte investor og eventuelle handler vil da ske på det sekundære marked, hvilket kan være enten på børsen (eller det regulerede marked), hvor obligationen er noteret eller OTC.

10.3.2 Realkreditobligationer

Danmark har et særligt realkreditsystem, der gør det muligt for landets indbyggere at låne penge til køb af boliger, der sikres ved pant i faste ejendom. Realkreditobligationer er meget særegne da de udstedes med baggrund i et balanceprincip, således at udstedelsen af realkreditobligationerne først sker løbende som lånene stiftes. Obligationens afdragsprofil og løbetid vil da afhænge af det underliggende lån, og lån med lignende karakter vil udstedes i de samme serier.

En åben serie betyder, at realkreditinstituttet forsat kan udstede samme realkreditobligationer med samme isin-kode og derved blive ved med at øge serien. Typisk vil en åben serie løbe i 3 år, hvorefter serien lukkes. Når serien er lukket vil der ikke blive udstedt flere obligationer i denne.

Realkreditobligationer kan være såvel konverterbare som inkonverterbare. Konverterbare obligationer betyder, at låntager kan indfri lånet før tid, hvilket før i tiden grundet balanceprincippet betød at ejeren af den specifikke obligation blev indløst. For at mindske risikoen for at alle ens obligationer pludseligt blev indløst, har man nu indført et pro rata princip som gør at alle, der holder obligationer i den pågældende serie bliver indløst med en lige stor andel. Konverteringen må anses som en call option for låntageren, hvorfor den alt andet lige vil gøre en konverterbar obligation mindre værd end en inkonverterbar, da cash flows for denne vil være sikre. En inkonverterbar obligation vil let kunne prisfastsættes, da der blot skal ske en tilbagediskontering af de fremtidige kuponer til i dag, hvorimod der for så vidt angår konverterbare obligationer må ske en prisfastsættelse af optionen, der skal indregnes i prisen på obligationen.

Når realkreditobligationen først er købt på fondsbørsen kan den frit handles som ønskes, hvilket sker på samme måde som virksomhedsobligationer.

10.3.3 Statsobligationer

Ved åbningen af udstedelsen af danske statsobligationer sker der en auktion, hvor dem, som kan byde er det som kaldes primary dealers. Disse har hver især en aftale med den danske stat, om at have denne status, hvilket bevirker at disse forpligter sig til løbende at stille bud og udbuds priser.

Prisen fastsættes ved auktionen til bedste bud priser som stilles til statsforvaltningen, der forestår udstedelsen.

Udstedelsen forsætter derefter ved tapsalg, som mindsker risikoen forbundet med udstedelser på en enkelt dag, hvor markedsaktiviteten af eksogene årsager er lav. Denne sker imidlertid direkte til det sekundære marked, men af priser stillet af primary dealers.

Market making sker på handelsplatformen MTSDenmark, hvor primære dealers stiller priser og børsmæglere, som også har indgået en særlig aftale kan handle, men ikke kan stille priser. Dermed ikke sagt, at statsobligationerne handles på andre platforme, men det er på MTSDenmark, at den deciderede market making sker. Desuden har statsgældsforvaltningen lavet en prisstillerordning på OMX København, som sikrer at der også her stilles priser hen over dagen. Statsobligationerne er således, så snart de er frigivet til salg på det sekundære marked, mulige at handle på samme måder som andre typer af obligationer.

10.3.4 Obligationer generelt

Historisk set var en af de barrierer som forårsagede svag eller manglende likviditet på obligationsmarkedet, at man ikke havde elektroniske handelssystemer, men i stedet foregik alle handler manuelt og med fysisk levering. Dette betød, at investorerne stod overfor en øget risiko for enten, at modparten ikke leverede eller ikke betalte, hvorimod der i dag foretages kontraktuel settlement, hvilket betyder at papirerne samtidig leveres med at betalingen sker. Denne risiko var naturligvis med til at mindske likviditeten på obligationsmarkedet generelt.

Når obligationerne handles på det sekundære marked, foregår dette på samme måde som for aktier, dog under hensyntagen til vedhængende renter. Der er for regulerede markeder fastsat regler for, hvordan den vedhængende rente beregnes, hvilket skyldes at rentebetalinger ikke sker dagligt, men i stedet månedligt/kvartalsvis/årligt. Derfor vil en investor, som har ejet papiret en del af renteperioden kræve at få den andel af renten, som er påløbet imens investoren var retmæssig ejer. Dette betyder at alt efter om der er tale om et prisdrevent eller et ordredrevent marked stilles priser enten i form af bid-ask priser eller ved limiterede ordrer, hvoraf højeste bid og laveste ask udgør prisen. Dog handles der som tidligere nævnt ofte udenom markedet, hvor der også handles på priser stillet af market makers.

10.4 OTC markedet⁵⁴

OTC markedet kan fungere som såvel et prisdrevent som et ordredrevent marked, dog uden der nødvendigvis findes en central markedsplads. Der er ikke en egentlig regulering af, hvordan der skal handles på OTC markedet, da det er op til investorerne selv at ”mødes” på markedet og arrangere handlerne.

OTC handler kan foregå på flere måder, og sker ofte over telefon eller via andre ikke-regulerede handelsplatforme, hvor det kan fungere som et mailsystem. Dette ser man eksempelvis på Bloomberg, hvor markedsdeltagerne kan kommunikere og arrangere handler via Bloomberg's emailsystem.

En type af OTC handelssteder, er det som hedder crossing networks. Crossing networks er anonyme handelssteder, hvor markedsdeltagere kan få et overblik over udbud og efterspørgsel uden det fremgår, hvem der står bag det specifikke udbud/efterspørgsel.

Et crossing network vil ofte bruge de priser som viser sig på et på forhånd defineret marked, for at sikre at investorerne har tillid til de priser som opnås på handelspladsen. Når dette er tilfældet kan priserne være ligeså forskellige som det er tilfældet på de markeder, der hentes priser fra. Crossing networks sikrer derved, at prisen som opnås der vil være ligeså god som den der kunne opnås på et reguleret marked, men ikke at det er den bedste pris som kan opnås på alle markeder.

Handel med obligationer, samt blokhandler med aktier vil typisk ske udenfor regulerede markeder af hensyn til ønsket om en minimal markedspåvirkning. Dette vil også fremgå nedenfor ved gennemgangen af de faktorer som er vigtige for investorer, samt de praktiske eksempler, hvor en blokhandel bliver eksekveret.

⁵⁴ Harris (2003) s. 132 ff. samt s. 322 ff. og Choudhry (2003) s. 8 ff.

11. Relevante faktorer ved handel af værdipapirer⁵⁵

Begrebet 'best execution' er meget individuelt fra investor til investor. Alligevel har lovgiver valgt at indføre krav om, at udgangspunktet for private kunder er altid de samlede omkostninger, dog såfremt ordren ikke tilsiger andre faktorer. Men for professionelle kunder kan kapitalforvalteren godt lade andre faktorer spille ind, såfremt kapitalforvalteren mener at dette samlet set vil stille kunden bedst.⁵⁶ Som det vil fremgå nedenfor vil andre faktorer som kan lægges vægt på, dog typisk have afgørelse for de samlede omkostninger for kunden.

11.1 Faktorer

Der findes en række faktorer, som vil have indflydelse på de samlede omkostninger som en handel vil generere, nemlig kommission og andre direkte omkostninger, markedspåvirkning og alternativ omkostninger, som hver især vil blive gennemgået.

11.1.1 Omkostninger

Som nævnt i forrige afsnit vedrørende handelsmetoder betaler medlemmer af børsene et betydeligt årligt gebyr samt et gebyr per transaktion som gennemføres på børsen. Disse omkostninger vil børsrådgiveren videreføre til kapitalforvalteren, som vil pålægge denne til slutkunden. Afhængigt af, i hvilket land papiret købes kan der være skatter og afgifter der skal tages højde for. For så vidt angår Danmark, beskattes de kursgevinster, som opnås i forbindelse med køb og salg af værdipapirer, samt de renteindtægter og dividender, der udbetales løbende.

Desuden vil børsrådgiveren tage en individuel kommission for at få dækket sine administrative omkostninger o. lign. Som nævnt ovenfor bruges der uanset om der er tale om et prisdrævent marked eller et ordredrevent marked bid-ask spread eller lignende limit ordrer, som begge har samme konsekvens. Dette spread bruges til at kompensere market makers for den likviditet som de stiller til rådighed og den hertil knyttede risiko. Fratrækkes bid prisen fra ask prisen for samme mængde ses den præmie som en market maker opnår, hvorfor ask prisen typisk er større end bid prisen. Dannelsen og påvirkningen af dette spread vil blive nærmere forklaret nedenfor.

⁵⁵ Indeværende afsnit af udarbejdet på grundlag af Harris (2003) s. 514 ff. Choudhry (2003) s. 322 ff. Solnik og McLeavey (2003) s. 206 ff.

⁵⁶ Den lovgivningsmæssige baggrund er nærmere gennemgået i det juridiske afsnit 8.6

11.1.2 Markedspåvirkning

Markedspåvirkning sker som udgangspunkt, hver gang der genereres en transaktion eftersom det er i den forbindelse, at udbud og efterspørgsel viser sig. Dette kan forårsage en ændring i det opfattede udbud og efterspørgsel på det pågældende værdipapir. Opgørelsen af markedspåvirkningen sker ved en sammenligning af den pris som værdipapiret ville have haft hvis handlen ikke havde været gennemført sammenlignet med den pris som handlen rent faktisk gennemføres til og kan derfor opgøres således:

$$\begin{aligned} \text{Markedspåvirkning} \\ = \frac{(\text{handlet pris} - \text{pris uden handel})}{\text{pris uden handel}} \times 100 \end{aligned}$$

Selve markedspåvirkningen afhænger af størrelsen på transaktionen i forhold til den daglige omsætning i papiret, papirets likviditet, samt hvor hurtigt investoren ønsker transaktionen gennemført.

Såfremt der er tale om en stor handel vil markedspåvirkningen alt andet lige være større end hvis der er tale om en mindre handel. Samtidig vil der i tilfælde af, at papiret er illikvidt være en større markedspåvirkning end hvis likviditeten er høj. Dette skyldes, for så vidt angår et meget likvidt papir, at markedsdeltagerne vil have en forventning om, at der vil være en vis omsætning i papiret, hvilket derfor er indregnet i værdipapirets pris. Derfor vil der for likvide papirer skulle flere eller større transaktioner til end normalt før det vil generere en mærkbar markedspåvirkning.

Desuden har hastigheden en betydelig indflydelse på markedspåvirkning, da en udskydelse af, hvornår investoren ønsker at få fyldt sin ordre ud kan mindske markedspåvirkningen. Årsagen til dette er, at såfremt en stor ordre opdeles i flere små, vil ordrene falde ind sammen med de ordrer som resten af markedsdeltagerne forventer. I denne forbindelse må der imidlertid medregnes, at markedet kan påvirkes fra anden side og derfor findes der en risiko for prisændringer i den tid at transaktionen ikke er gennemført. Netop denne problemstilling vil blive gennemgået nærmere i det praktiske eksempel i afsnit 16.1 nedenfor i det integrerede afsnit.

Markedspåvirkningen vil være negativ for kunden, eftersom markedspåvirkningen i forbindelse med eksempelvis et køb alt andet lige vil indregnes som øget efterspørgsel og derved en

øget pris til ulempe for investoren. Eftersom der naturligvis også vil være en sælger bag transaktionen vil denne modpart nyde godt af markedspåvirkningen, men da denne som oftest vil være en market maker vil det ikke være investoren, der opnår denne fordel.

Det er vigtigt at fremhæve, at på trods af ovennævnte metode for opgørelse af markedspåvirkningen vil det være utroligt svært at foretage en reel opgørelse, da der kan være flere markedsdeltagere som påvirker prisen på samme tid. Således vil det nærmeste en investor kan komme en rigtig opgørelse er såfremt der ikke er flere transaktioner på handelstidspunktet, sammenholdt med en antagelse om, at prisen ville have været det samme som før transaktionen, hvis den ikke var gennemført. En sådan opgørelse vil imidlertid altid kun være mulig at gøre efter transaktionen er gennemført.

11.1.3 Alternativ omkostninger:

I modsætning til markedspåvirkning, som trækker i retningen af at handler forsinkes eller spredes for at undgå for stor påvirkning af markedet, så taler alternativ omkostningerne for at handler eksekveres hurtigst muligt. Dette skyldes at alternativ omkostninger er omkostninger ved at handlen forsinkes og der således følger en negativ ændring af prisen, som kunne være undgået ved eksekvering straks. Herudover kan det være tilfælde, hvor kun en del af handlen kan gennemføres.

Alternativomkostninger taler for høj grad af anonymitet ligesom markedspåvirkningen, men der må ved transaktioner ske en afvejning af de to typer af omkostninger, da de særligt ved større handler er modsatrettede.

12. Prisdannelsen for værdipapirer på forskellige markedstyper

12.1 Prisdrevent marked⁵⁷

I det følgende vil det blive påvist, at der for prisdrevne markeder kan ske afvigelser fra en generel ligevægtspris uden der behøver at ske en eksplicit samordning af priserne. Og som det vil fremgå af gennemgangen kan karakteristika ved det enkelte marked, mindske eller øge muligheden for en sådan afvigelse. Gennemgangen tager udgangspunkt i modellen udarbejdet af Dutta og Madhavan⁵⁸ som er udledt på baggrund Nasdaq børsen⁵⁹, der er en af USA's største børser. Modellen kan udvides til at gælde de prisdrevne markeder eftersom disse har samme karakteristika som Nasdaq.

Der er her tale om et gentaget spil, hvor market makers stiller priser hen over dagen. Bid-ask spreaded udgøres af højeste bid og laveste ask eftersom det antages, at investoren vil benytte sig af disse priser for at opnå det bedst mulige resultat. Bid-ask spreaded vil i det følgende benævnes (a – b) da ask prisen altid er højere end bid prisen. Dvs. at når V er værdien af papiret, så vil (V – b) være profitten for market makeren ved køb af værdipapiret, mens (a – V) er profitten for market makeren ved salg af et værdipapir. Med en efterspørgsel på D(a) og et udbud på S(b) bliver den samlede profit for market makeren $(a - V)D(a) + (V - b)S(b)$.

Det antages dernæst, at alle market makers ved at stille bid-ask priserne vil opnå samme andel af profitten. I henhold til den grundlæggende spilteori vil det da være en nash-ligevægt⁶⁰ for et enkelt spil at bid ask spreaded er lig 0, således at $a = b = V$ eftersom det altid vil kunne betale sig for en market maker at under/overbyde de andre market makers og derved få hele markedet indtil at prisen når V. Herefter vil det ikke længere kunne betale sig for en market maker at under/overbyde, da hver salg/køb af værdipapiret.

⁵⁷ Indeværende afsnit er udarbejdet på baggrund af artiklen "Dutta og Madhavan (1997)", samt "Dutta (2001)" s 243ff.

⁵⁸ Der er i det følgende tale om en forsimplet udredning og ikke den konkrete model, som er udarbejdet af Dutta og Madhavan. Således er eksempelvis taget højde for, at udbuds og efterspørgselskurverne kan ændre sig over tid, samt volumen chok. Forsimplingen er sket ved en generalisering på baggrund af konkrete eksempler som gennemgås i "Dutta (2001)" og vurderes ikke at mindske værdien af gennemgangen, da formålet hermed er at påvise muligheden for afvigelser fra den generelle ligevægtspris.

⁵⁹ I det konkrete tilfælde med Nasdaq blev det på baggrund af to artikler udarbejdet af Christie og Schultz påvist, at der var tale om samordnet prisning. Dette foregik imidlertid ikke implicit altså uden en egentlig koordinering, men på baggrund af egentlige aftaler om samordnet prisning.

⁶⁰ Nash-ligevægt er en ligevægt, som opstår når alle spilleres valg stiller dem bedst givet de andres valg i den pågældende kombination. Det vil sige den enkelte spiller ikke kan stille sig selv bedre ved at træde ud af ligevægten.

Først skal der ses på samordnet prisning uden antagelse om gentagelse af spillet. Det er under disse antagelser ikke muligt at opnå samordningen, hvilket vil fremgå af følgende gennemgang:

Det antages at efterspørgsel og udbud er lineære funktioner, hvorfor prisdannelsen er lineært afhængig af mængden af udbud og efterspørgsel.

Efterspørgsel: $D(a) = K - Xa$, hvor K og X er konstante

Udbud: $S(b) = L + Yb$, hvor L og Y er konstante

For at maksimere fællesprofitten skal følgende ligning opfyldes:

$$\text{Max}_{a \geq V} (K - Xa)(a - V) + \text{Max}_{b \leq V} (L + Yb)(V - b)$$

V kan fastsættes ved at sætte udbud lig med efterspørgslen, idet værdien af et værdipapir kan anses som gennemsnitsværdien af de forventninger investorerne har til værdipapiret og derved vil betale/sælge værdipapiret til⁶¹.

Ask prisen fastsættes ved at differentiere mht. a og sætte ligningen lig med nul, da profitten maksimeres der, hvor hældningen på tangenten til den profitmaksimerende funktion er lig med nul som nedenfor:

$$-2Xa + K + XV = 0$$

$$a = \frac{K + XV}{2X}, [a \geq V]$$

Givet V og K , da vil a være konvekst aftagende med X , som er hældningen på efterspørgslen. Dette betyder, at jo mere prisfølsom efterspørgslen er desto mere vil a blive hævet over V . Gøres det samme for b fås:

$$b = \frac{L - YV}{2Y}, [b \leq V]$$

Hvoraf det fremgår at b er konvekst stigende med Y , hvorfor b således vil være afhængig af prisfølsomheden på udbuddet. På baggrund af ovenstående kan nedenstående profitligning udledes:

$$\pi = \left(\frac{K + XV}{2X} - V \right) S \left(\frac{K + XV}{2X} \right) + \left(V - \frac{L - YV}{2Y} \right) D \left(\frac{L - YV}{2Y} \right)$$

⁶¹ Dette er en rimelig antagelse eftersom et værdipapir sagtens kan tage en pris som er under den indre værdi i selskabet, da der kan være forventninger til virksomhedens resultater i fremtiden som afviger herfra.

hvor profitten for den enkelte market maker vil være $\frac{\pi}{N}$, hvor N er antallet af markedsdeltagere. Dvs. ved det ikke-gentagne spil vil den enkelte market maker kunne bryde den samordnede pris og opnå følgende egenprofit:

$$\pi_{brud} = (a_{brud} - V)S(a_{brud}) + (V - b_{brud})D(b_{brud}), a_{brud} < \frac{K + XV}{2X} \text{ og } b_{brud} > \frac{L - YV}{2Y}$$

Hvilket kan betale sig såfremt $\pi_{brud} > \frac{\pi}{N}$ og eftersom N skal være minimum 2 for at der er tale om samordnet prisning, kræver det at den samlede profit for at det kan betale sig at holde den samordnede pris skal være mindst dobbelt så stor som profitten der kan opnås ved brud. Desuden gælder det, at jo flere market makers, som stiller priser på det pågældende papir desto sværere er det at opretholde samordningen. Af disse årsager vil en samordnet pris stort set være umulig når spillet ikke gentages.

Ved gentagne spil dannes muligheden for at straffe en market maker der bryder den samordnede pris og alt efter om straffen er, at alle herefter sætter prisen til $a = b = V$, man sætter en anden pris som udgør en nash-ligevægt men er forskellig fra V , eller at det alene er den pågældende market maker som straffes, så vil det, at spillet gentages påvirke muligheden for at opnå en samordnet pris.

Såfremt den samordnede pris opretholdes, vil alle market makers opnå en profit på $\frac{\pi}{N(1-\sigma)}$, hvor σ udgør den tilbagediskonteringsfaktor, således at dette er værdien af denne profit i dag. Denne antages at være meget tæt på 1, da det må antages at være begrænset, hvor meget rente som kan opnås på korte tidsintervaller imellem hvilke market makers kan ændre deres bid-ask priser. Dvs. ved gentagne spil er det følgende ligning som skal opfyldes såfremt det antages at straffen vil blive $a = b = V$ ved brud

$$\frac{\pi}{N(1-\sigma)} = \pi_{Brud}$$

Her ses det, at N også ved gentagne spil har en effekt, som trækker mod brud på den samordnede prisning, men mindskes betydeligt med σ , hvilket alt i alt betyder, at der er større mulighed for samordnet prisning på et værdipapirmarked, hvor der vil være gentagne bud.

Som det fremgår af ligningen vil straffen som påføres have stor betydning for om det kan betale sig at bryde samordningen. Dette vil have en direkte påvirkning af π_{Brud} således at jo hårdere straffen er i form af lavere fremtidig profit, desto mindre ved sandsynligheden være for at samordningen brydes.

Antagelsen om gentagne spil må anses som den, der er mest virkelighedsnær, da man i dag vil se bid-ask priser blive stillet og løbende opdateret over dagen. Og eftersom N kan være forskellig fra marked til marked og det ikke nødvendigvis er barriere frit at rykke fra marked til marked vil disse priser ikke nødvendigvis udlignes på tværs af markederne. Dette forårsager, at der såvel prisdrevne markeder imellem, men især overfor markeder, hvor samordnet prisning ikke er mulig kan opstå prisforskelle på samme værdipapir.

12.2 Ordredrevent marked⁶²

I det følgende vil det blive gennemgået, hvordan prisningsreglerne på de ordredrevne markeder påvirker, hvilken pris som der opnås på et givent marked selvom der stilles den samme pris af investoren.

Enkelt pris auktion med uniform prisning

Ved den enkelte prisauktion gennemføres alle transaktionerne til den samme pris, hvilket vil være den pris som gør det muligt at få eksekveret flest mulige transaktioner hvilket vil være der hvor udbuddet og efterspørgslen mødes. Dette vil ske en til flere gange om dagen, alt efter hvor mange gange om dagen auktionen finder sted.

Når prisen er ens for alle bliver der dannet et investoroverskud som udgøres af de investorer, som får opfyldt sine ordrer til en pris, som ligger højere eller lavere end det investoren havde været villig til at give eller acceptere.

Fortsættende tosidede auktioner med diskriminerende prisning

Ved denne type af ordredrevent marked, vil det højeste bid og laveste offer altid blive matched først, hvilket betyder at jo bedre pris kapitalforvalteren stiller, desto hurtigere bliver ordren udfyldt. Det vil sige, at der her ikke vil dannes en enkelt pris, men forskellige priser på samme type

⁶² Indeværende afsnit er udarbejdet med udgangspunkt i Harris (2003) s 120 ff.

af papir, typisk for forskellige størrelser af ordrer. Hermed mindskes investoroverskuddet naturligt, da investorerne vil få udfyldt deres ordre tættere på den værdi, som papiret tillægges end den middelværdi som tillægges ved den uniforme prisningsregel.

Dette har stor indflydelse på, hvilke priser som bydes og udbydes til. En kapitalforvalter kan byde mere aggressivt ved en enkelt prisauktion, da prisen afgør sandsynligheden for handlens gennemførelse, men investoren rammes ikke på samme måde ved et bud/udbud, som ligger langt fra det denne rent faktisk kunne have købt/solgt til. Investorer med større ordre vil imidlertid foretrække de to-sidede auktioner, da de her kan opnå bedre priser på den første del af handlen end den sidste. Prisen kan således i værste fald blive den pris, som investoren kunne have opnået ved uniform prisning. Således påvirkes prisadfærden af de gældende prisningsregler.

Som det fremgår heraf vil der således også for ordredrevne markeder imellem kunne opstå forskellige priser på det samme papir ligeså vel som der kan pris og ordredrevne markeder imellem. Hvor stor denne prisforskel er, vil afhænge af den konkrete auktion, samt hvor stort et spread der er mellem bid og ask priserne.

13. Likviditetens betydning for prisdannelsen

Som det fremgår af ovenstående kan det faktum, at der findes forskellige markeder, med begrænset markedsadgang og forskellige prisningsregler i sig selv medføre, at et værdipapir sælges til forskellige priser på forskellige markeder. I det følgende afsnit vil der især blive fokuseret på en anden faktor, som har betydning for prisingen af et værdipapir og kan skabe forskellige priser på forskellige markeder - likviditet.

13.1 Faktorer, som påvirker likviditet⁶³

13.1.1 Transaktionsomkostninger:

Som tidligere nævnt er der store omkostninger forbundet med at få adgang til eksempelvis børsene, hvilke inkluderes i de handelsomkostninger der er forbundet med hver transaktion. Herudover kan der være skatteregler, der pålægges per transaktion eller ved afhændelse af værdipapirer. Alt andet lige vil øgede omkostninger betyde færre transaktioner og således mindre likviditet.

13.1.2 Market makers

Market makers bruges til at skabe likviditet eftersom der ikke altid vil være købere og sælgere af et værdipapir i markedet på samme tid. Men market makeren påtager sig to former for risiko ved at opfylde denne rolle. Disse er risikoen for ikke at kunne afhænde papirer som market makeren tager på egenbogen, samt risikoen for prisændringer i mellemtiden. Disse risici vil market makeren kompenseres for i form af en risikopræmie. Denne risikopræmie betyder, at markedet bliver mere illikvidt end hvis køber og sælger selv havde været i markedet samtidig, i hvilket tilfælde det ikke ville være nødvendigt for market makeren at påtage nogen risiko.

Desuden vil market makeren regulere den krævede risikopræmie efter dens egenbeholdning, hvorved market makeren vil afkræve en højere likviditetspræmie på et tidspunkt af dagen i forhold til et andet. Dette hænger desuden sammen med, at likviditeten af et papir kan ændre sig hen over dagen hvis der kommer ny information ud om papiret.

⁶³ Afsnittet er udarbejdet på baggrund af Amihud, Mendelson og Pedersen (2005) s. 26 ff.

Dette ses eksempelvis ofte omkring offentliggørelsen af regnskaber, hvorefter der er aktiv handel i virksomhedens værdipapirer, og priserne justeres op eller ned i forhold til de seneste oplysninger.

13.1.3 Privat Information

Værdipapirmarkedet er yderst påvirket af forventninger og investorer, der har viden som offentligheden ikke har, kan tjene mange penge ved muligheden for at forudsige hvordan prisen på et værdipapir udvikler sig i fremtiden.

Der findes i de fleste lande - inklusive Danmark - insiderregler som regulerer denne problemstilling. Dette sker eksempelvis ved en begrænsning i medarbejderes adgang til at handle selskabet, såfremt denne kan opnå særlig viden, der kan påvirke selskabets aktiepris. Som eksempel kan nævnes reglen om, at ledende medarbejdere alene må handle virksomhedens værdipapirer i en nærmere specificeret periode lige efter offentliggørelsen af virksomhedens regnskab.

På trods af disse regler, er der alligevel en sandsynlighed for, at køber eller sælger har mere viden omkring selskabet som har udstedt værdipapiret end modparten. Denne risiko mindsker også likviditeten, da der vil blive indregnet en risikopræmie for at prisen efterfølgende ændrer sig til ulempe for køber eller sælger.

13.1.4 Søgeomkostninger og forhandlingsmagt:

Særligt når man bevæger sig væk fra de regulerede markeder og MHF'er, hvor man centraliseret handler værdipapirer, kan der være høje søgeomkostninger forbundet med at handle værdipapirer. Dette sker ofte på OTC markedet, hvorpå der også handles børsnoterede papirer. Søgeomkostningerne forårsaget af to ting. Den ene er, at kapitalforvalteren er nødt til at bruge tid og penge på at finde en modpart og den anden er den manglende gennemsigtighed der kan være. Herved mindskes muligheden for at sammenligne priser og øger muligheden for market makers til at bevæge sig væk fra en ligevægtspris. Højere søgeomkostninger vil således gøre det mindre attraktivt at investere i et værdipapir og vil derfor mindske likviditeten.

Desuden skabes der en forhandlingsuligevægt eftersom forhandlingsmagten dannes på baggrund af den mulighed en kapitalforvalter har for at gå til en anden modpart og gennemføre handlen. På eksempelvis OTC markedet ved modparterne, hvor svært det kan være at finde en,

hvilket derved øger modpartens forhandlingsmagt. Dermed påvirkes likviditeten ved, at omkostningerne ved at handle på sådan et marked kan være højere end eksempelvis et reguleret marked.

13.2 MIFID's betydning for likviditeten

Med MIFID er børsernes monopol blevet ophævet og det er nu muligt at oprette MHF'er, såfremt en række krav, som er fremført i afsnit 8.2 opfyldes. Der er siden MIFID sket en udvikling i relation hertil ved dannelsen af MHFere. Et eksempel herpå er Turquoise⁶⁴, dannet af 9 af verdens største børsmæglere, som allerede nu handler en række af de mest likvide værdipapirer i verden. Herved skabes en mulighed for, at MHF'erne vil trække en stor del af likviditeten ud af børserne. Dette skyldes især, at det med de nye markeder, er muligt for de store markedsdeltagere at nedbringe transaktionsomkostningerne.

Når likviditeten trækkes ud af markedet, vil risikoen for, at likviditeten på de forskellige markeder bliver ulige øges, hvorved der opstår en forskel på de likviditetspræmier, der kræves på de forskellige markeder. Og eftersom det ikke er muligt at frit at flytte sig imellem markederne vil det som udgangspunkt ikke nødvendigvis udlignes, hvorfor prisforskelle vil opstå.

Med de nye markeder bliver gennemsigtigheden desuden mindre, hvilket som nævnt ovenfor har en effekt på likviditeten eftersom der sker en forvridning af forhandlingsmagten. Denne effekt har man dog søgt at mindske med kravene om transaktionsindberetningen, offentliggørelse og bindende prisstillelse. Men idet indberetningen kan ske hvor investoren ønsker det, kan det diskuteres, hvor meget rapporteringen reelt hjælper på gennemsigtigheden. En kapitalforvalter risikerer at skulle afsøge hjemmesiderne hos andre markedsdeltagere for at danne sig et fuldkomment overblik.

13.3 Likviditetens betydning⁶⁵

Likviditet kan defineres som lethed ved at handle et specifikt værdipapir og kan måles på flere forskellige måder. Ofte vil man se på, hvor ofte og hvor store mængder der handles af værdipapiret relativt i forhold til den samlede udbudte/udstedte mængde af værdipapirer.

⁶⁴ En kort beskrivelse af Turquoise er vedlagt i bilag 22

⁶⁵ Afsnittet er baseret på Amihud, Mendelson og Pedersen (2005) s. 10 ff.

Det antages i indeværende afsnit, at den grundlæggende teori om prisning af værdipapirer allerede er kendt af læseren. Denne er baseret på grundlæggende antagelser om fuldt likvide markeder, at der ikke findes transaktionsomkostninger og at investoren tager prisen som givet. Disse antagelser medfører, at der ikke kan være forskellige priser på ens cash flows og således samme værdipapir, da investoren da ville købe de billige værdipapirer og sælge de dyre uden nogle transaktionsomkostninger. Dette ville forsætte indtil man når ligevægtsprisen, da prisen på det billige papir vil blive drevet op som følge af efterspørgslen og det dyre papir drives ned med det øgede udbud.

Ved at tage højde for illikviditet i en grundlæggende prismodel, hvor prisen afgøres ved hjælp af tilbagediskontering af den forventede salgspris i fremtiden plus de fremtidige dividender, vil der tages højde for illikviditet ved at indføre den som forventede transaktionsomkostninger. Således at slutværdien bliver mindre og derved også værdien i dag, som det fremgår af ligningen nedenfor:

$$P^i = \frac{\bar{d}_i - \mu c^i}{r^f}$$

Hvor μ er sandsynligheden for at investoren må sælge papiret c^i er omkostningen ved at sælge papiret (illikviditet), $\bar{d}_i$ er de forventede dividender som udbetales og r^f er den risikofrie rente. Som det fremgår heraf vil prisen på et værdipapir således mindskes med omkostningerne ved at sælge papiret. Hermed fremgår det intuitivt at jo mere illikvidt et papir, hvilket vil afsløre sig i højere transaktionsomkostninger, desto lavere bliver prisen.

13.3.1 Acharya og Pedersen's model om transaktionsomkostninger, der varierer over tid⁶⁶

Modellen, som gennemgås herunder bygger på en række antagelser, hvoraf de første som bør nævnes er, at der er tale om en overlappende model, hvilket betyder at agenter fødes i hver periode og lever i to perioder, hvorfor de alene handler i periode t og $t+1$. Der findes i en periode N agenter og når agenten dør sælges positionen i det pågældende papir og dette er den eneste indkomst som agenten opnår i dennes levetid. Antagelsen om, at agenten dør, gør at beholdningen med sandsynligheden 1 sælges i periode $t+1$. Agenten antages at være risikoavers med A^n , da likviditetsrisikoen ellers måtte antages at have positiv eller slet ingen indvirkning på den forventede afkast. Derfor kan den forventede nytte opgøres som $-E_t \exp(-A^n x_{t+1})$, hvor x_{t+1} er forbruget i periode $t+1$.

⁶⁶ Modellen er udledt i artiklen Acharya og Pedersen (2005), samt opsummeret i Amihud, Mendelson og Pedersen (2005) s. 18 ff.

Desuden antages det, som er udgangspunktet for modellen, nemlig at likviditeten ændres over tid, hvorfor det ikke på tidspunktet t_0 er muligt at afgøre med sikkerhed, hvad C (transaktionsomkostningerne som følge af illikviditet) er. Dvs. denne model ikke alene tager højde for omkostningen ved likviditet, men likviditetsrisikoen, der defineres som risikoen for at likviditeten ændrer sig. Dette gøres ved, at de tilfældige dividender og illikviditetsomkostninger antages som følgende autoregressive processer af første orden⁶⁷:

$$\text{Dividenden: } D_t = \bar{D} + \rho^D(D_{t-1} - \bar{D}) + \epsilon_t$$

$$\text{Omkostningerne ved illikviditet: } C_t = \bar{C} + \rho^C(C_{t-1} - \bar{C}) + \eta_t$$

hvor $\bar{D}, \bar{C} \in \mathbb{R}_+^I$ er positive vektorer, autokorrelationerne $\rho^D, \rho^C \in [0,1]$ og (ϵ_t, η_t) er identisk distribuerede normal processer med en middelværdi på 0. Dette betyder at jo større autokorrelationen er med de historiske dividender og omkostninger, desto større effekt vil tidligere dividender, samt omkostningerne ved likviditet have på dividenden og omkostningerne i dag.

Til sidst antages det, at investorerne kan foretage lån og indlån til den risikofrie rente, samt at agenterne til enhver tid vil søge at maksimere deres forventede nytte. Med udgangspunkt i den grundlæggende CAPM model⁶⁸ kan denne anses for værende opfyldt såfremt dividenden som udbetales svarer til $D_t^i - C_t^i$ og det ellers antages at der er tale om et fuldt likvidt marked. For at udlede indeværende model antages det desuden, at ligevægtspriserne i den illikvide verden vil være de samme som i den fuldt likvide verden. Dette baseres på følgende argumenter:

1. Nettoafkastet vil være det samme i begge verdener, da dividenden i den fuldt likvide verden havde været $D_t^i - C_t^i$ hvorfor den tilbagediskonterede værdi vil være den samme som hvis omkostningerne tages med i prisingen som ovenfor med sandsynligheden 1.
2. Desuden er det muligt for investoren at opnå samme positioner i den illikvide verden, hvorfor denne som minimum vil opnå samme afkast som i den likvide verden.

⁶⁷ En autoregressiv proces er en funktion som viser sammenhængen mellem tidligere observationer og observationen i dag. At denne er af første orden betyder at den alene er afhængig af forrige periode $t-1$. En autoregressiv proces bruger alene afhængige variable til forskel fra eksempelvis lineære regressionsmodeller som forudsiger den afhængige variabel på baggrund af uafhængige variable.

⁶⁸ Standard CAPM modellen ser ud som følger $\bar{R} = R_f + \beta(\bar{R}_M - R_f)$ Ross, Westerfield og Jaffe (2008) s. 308

Således vil det forventede afkastet i henhold til den oprindelige CAPM i den likvide verden være den samme som i det forventede netto afkastet i den illikvide verden, som således opgøres som følger:

$$E_t(r_{t+1}^i - c_{t+1}^i) = r^f + \lambda_t \frac{\text{cov}_t(r_{t+1}^i - c_{t+1}^i, r_{t+1}^M - c_{t+1}^M)}{\text{var}_t(r_{t+1}^M - c_{t+1}^M)} \quad 69$$

Hvor $\lambda_t = E_t(r_{t+1}^M - c_{t+1}^M - r^f)$ er risikopræmien, $r_t^i = \frac{d_t^i + P_t^i}{P_{t-1}^i}$ er bruttoafkastet, $c_t^i = \frac{c_t^i}{P_{t-1}^i}$ er de relative omkostninger ved illikviditet, $r_t^M = \frac{\sum_i S^i(D_t^i + P_t^i)}{\sum_i S^i P_{t-1}^i}$ er markedsafkastet og $c_t^M = \frac{\sum_i S^i c_t^i}{\sum_i S^i P_{t-1}^i}$, som er den relative omkostning ved markedsillikviditet. Med udgangspunkt i denne kan det forventede likviditetsjusterede brutto afkast opgøres som følger:

$$E_t(r_{t+1}^i) = r^f + E_t(c_{t+1}^i) + \lambda_t(\beta_t + \beta_t^{L1} - \beta_t^{L2} - \beta_t^{L3}) \quad 70$$

Hvor r^f er den risikofrie rente, $E_t(c_{t+1}^i)$ er de forventede transaktionsomkostninger ved illikviditet. λ_t er risikopræmien, der er lig med $E_t(r_{t+1}^M - c_{t+1}^M - r^f)$, som er markedsafkastet netto transaktionsomkostningerne fratrukket den risikofrie rente. β_t er markedsbetaen som den kendes fra den almindelige CAPM model. $\beta_t^{L1} = \frac{\text{cov}_t(r_{t+1}^i, r_{t+1}^M)}{\text{var}_t(r_{t+1}^M - c_{t+1}^M)}$ betyder, at det forventede afkast stiger, når kovariansen mellem værdipapirets afkast og markedets afkast stiger, da investoren ønsker kompensation for et værdipapir der bliver illikvidt når markedet gør det. $\beta_t^{L2} = \frac{\text{cov}_t(c_{t+1}^i, c_{t+1}^M)}{\text{var}_t(r_{t+1}^M - c_{t+1}^M)}$ betyder at det forventede afkast bliver mindre med kovariansen mellem markedets relative omkostninger ved illikviditet og investorens relative omkostninger ved illikviditet, da investoren vil acceptere et lavere afkast når selve markedet er illikvidt. $\beta_t^{L3} = \frac{\text{cov}_t(c_{t+1}^i, r_{t+1}^M)}{\text{var}_t(r_{t+1}^M - c_{t+1}^M)}$, hvoraf det fremgår at sammenhængen mellem transaktionsomkostningerne for det pågældende papir og afkastet i markedet har en negativ effekt på det forventede afkast. Dette skyldes at investoren er villig til at mindske det forventede afkast på et værdipapir, hvor transaktionsomkostningerne går ned sammen med markedsafkastet, da det betyder at det pågældende papir er muligt at komme af med i en recession i markedet og det således er muligt at trække pengene ud af markedet..

Det forventede afkast har en naturlig indflydelse på prisen eftersom denne vil fastsættes med udgangspunkt i netop det afkast som investoren forventer. Det forventede afkast vil blive brugt som

⁶⁹ Amihud, Mendelson og Pedersen (2005) s. 20, samt Acharya og Pedersen (2005) s. 381

⁷⁰ Amihud, Mendelson og Pedersen (2005) s. 20 samt Acharya og Pedersen(2005) s. 385

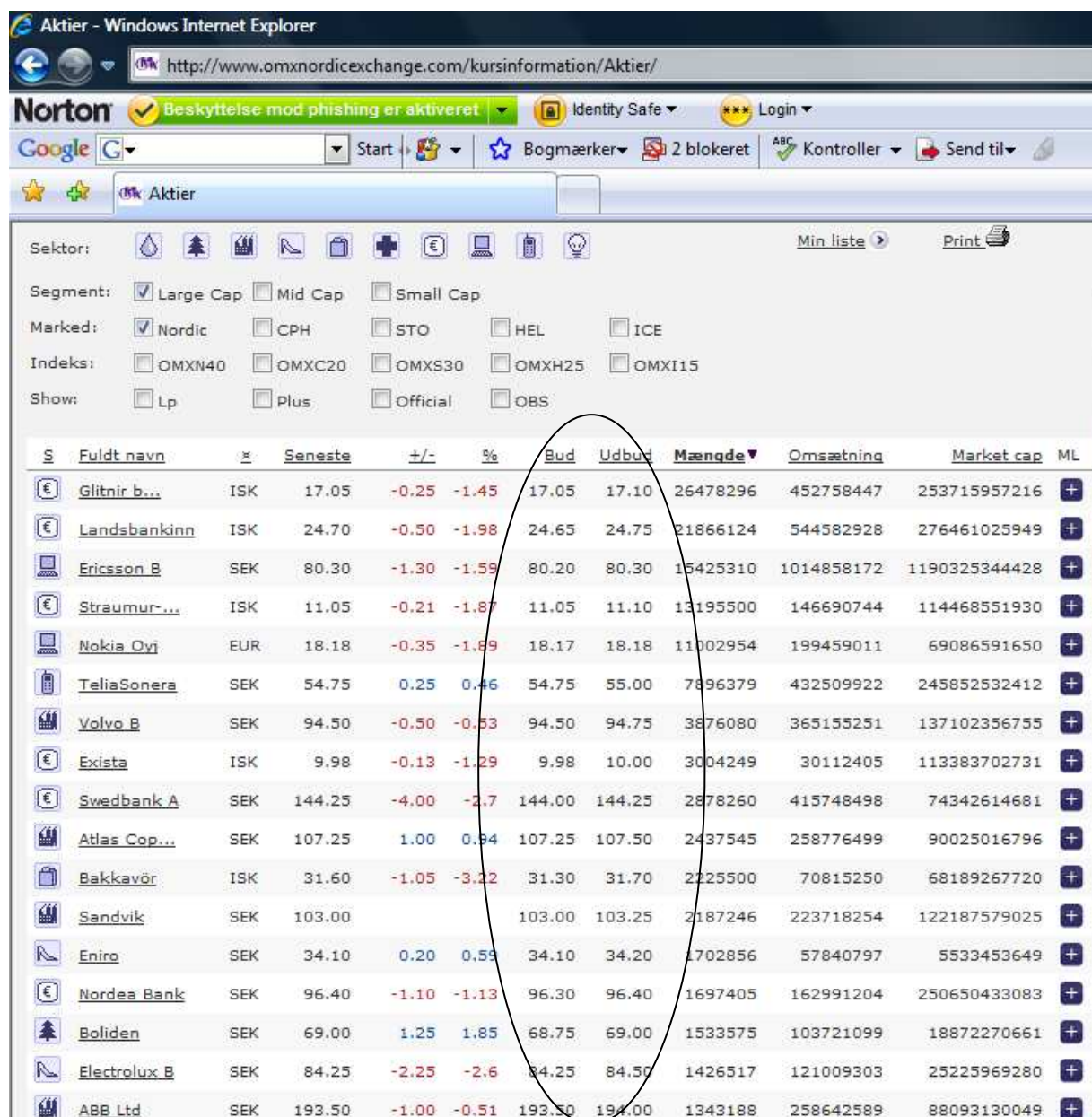
tilbagediskonteringsfaktor, som fastsætter den pris man vil give/tage i dag på baggrund af den pris man venter at få i fremtiden, samt dividender, som ventes at modtages afhængigt af om der er tale om aktier. Prisen for en aktie forventes derfor at være lavere for et illikvidt papir end et som er likvidt.

For så vidt angår obligationer, har man set samme trend som med aktier, nemlig at der for disse også indregnes en likviditetspræmie. Dette viser Frank de Jong og Joost Driessen i deres artikel⁷¹ vedrørende likviditetens påvirkning af det forventede afkast på obligationer. Heri foretager de en undersøgelse af såvel det amerikanske som det europæiske marked⁷² for obligationer og kommer frem til at illikviditet vil blive indregnet som et øget afkastkrav. Særligt mindede den likviditetsbeta, som blev estimeret meget om β_t^{L2} , hvilket indikerer en sammenhæng mellem afkastkravet og i hvor høj grad at obligationen er eksponeret overfor markedslikviditeten. Således må likviditet også anses for at have betydning for prisfastsættelsen af obligationer.

Eftersom man ofte bruger market maker rollen i de forskellige typer af markeder for netop at skabe likviditet, vil det som oftest være market makeren, der indregner likviditetspræmien, hvilket kan ske i bid-ask spreaded. Dvs. investorerne får en dårligere pris som følge af, at den må kompensere market makeren for det at papiret er eller kan blive illikvidt. Spreaded kan således give udtryk for den likviditetspræmie som tages for det specifikke papir i det pågældende marked, og vil således blive større jo mindre likvidt et papir er. Dette fremgår også af figurerne nedenfor.

⁷¹ De Jong og Driessen (2005) sammenholdt med Amihud, Mendelson og Pedersen (2005) s 71 ff.

⁷² Det Europæiske marked er dog med et betydeligt mindre dataomfang



The screenshot shows the OMX Nordic Exchange website in Internet Explorer. The page displays a list of stocks with various filters and a table of bid-ask spreads. A black oval highlights the 'Mængde' (Volume) column in the table.

S	Fuldt navn	Σ	Seneste	+/-	%	Bud	Udbud	Mængde	Omsætning	Market cap	ML
€	Glitnir b...	ISK	17.05	-0.25	-1.45	17.05	17.10	26478296	452758447	253715957216	+
€	Landsbankinn	ISK	24.70	-0.50	-1.98	24.65	24.75	21866124	544582928	276461025949	+
€	Ericsson B	SEK	80.30	-1.30	-1.59	80.20	80.30	15425310	1014858172	1190325344428	+
€	Straumur...	ISK	11.05	-0.21	-1.87	11.05	11.10	13195500	146690744	114468551930	+
€	Nokia Ovi	EUR	18.18	-0.35	-1.89	18.17	18.18	11002954	199459011	69086591650	+
€	TeliaSonera	SEK	54.75	0.25	0.46	54.75	55.00	7896379	432509922	245852532412	+
€	Volvo B	SEK	94.50	-0.50	-0.53	94.50	94.75	3876080	365155251	137102356755	+
€	Exista	ISK	9.98	-0.13	-1.29	9.98	10.00	3004249	30112405	113383702731	+
€	Swedbank A	SEK	144.25	-4.00	-2.7	144.00	144.25	2878260	415748498	74342614681	+
€	Atlas Cop...	SEK	107.25	1.00	0.94	107.25	107.50	2437545	258776499	90025016796	+
€	Bakkavör	ISK	31.60	-1.05	-3.22	31.30	31.70	2225500	70815250	68189267720	+
€	Sandvik	SEK	103.00			103.00	103.25	2187246	223718254	122187579025	+
€	Eniro	SEK	34.10	0.20	0.59	34.10	34.20	1702856	57840797	5533453649	+
€	Nordea Bank	SEK	96.40	-1.10	-1.13	96.30	96.40	1697405	162991204	250650433083	+
€	Boliden	SEK	69.00	1.25	1.85	68.75	69.00	1533575	103721099	18872270661	+
€	Electrolux B	SEK	84.25	-2.25	-2.6	84.25	84.50	1426517	121009303	25225969280	+
€	ABB Ltd	SEK	193.50	-1.00	-0.51	193.50	194.00	1343188	258642589	88093130049	+

Figur 1 Bid-Ask spreads på OMX fondsbørs København for de papirer med den største omsætning per 2. juni 2008

Figurene ovenfor og nedenfor viser, forskellen på de papirer med den største volumen henholdsvis de papirer med den laveste volumen i form af højeste og laveste bid og ask i løbet af en dag. Den første figur viser de papirer som er handlet mest den pågældende dag, for hvilke børsmedlerne alene har krævet mellem 1-50 øre per stk. i spread. Ses det i forhold til bid-prisen drejer det sig om et spread på 0,06 % til 1,28 % af prisen på papiret.

Nedenfor ses de papirer, som blev handlet mindst den pågældende dag, og som det fremgår ligger forskellen mellem bid-ask priser her imellem 0,05-28 kr. per stk., hvilket svarer til imellem

14. Økonomisk delkonklusion

Som det fremgår af ovenstående, findes der en række forskellige måder, hvorpå børsnoterede værdipapirer handles. Her skal der skelnes såvel mellem type af værdipapir – her aktier og obligationer – som navnlig adskiller sig ved udstedelsen af værdipapiret, men desuden imellem de to typer af markeder prisdrevne og ordredrevne markeder.

Det som særligt adskiller de to typer af markeder er måden, hvorpå prisen dannes. Dette skyldes, at selve strukturen på markedet, samt reglerne for prisfastsættelse er forskellige, hvilket skaber muligheden for priser på samme papir, som afviger fra hinanden på de to typer af markeder. Eksempelvis er det for de prisdrevne markeder påvist, at markedsstrukturen åbner mulighed for at bruge koordinering af priserne, hvorved det marked makers kan skabe et større spread, hvorved prisen på et værdipapir bliver dårligere end den ligevægtspris man havde opnået ved en antagelse om fuldkommen konkurrence.

Denne mulighed ser man ikke på de ordredrevne markeder, hvor markedsdeltagernes priser vil fremgå, hvorfor der de to typer af markeder imellem kan opstå forskellige priser. Desuden kan der indenfor de ordredrevne markeder opstå forskellige priser som følge af at der for forskellige markeder vil være forskellige pris præference regler, som afgør, hvilken pris som markedsdeltagerne opnår.

Ud over selve markedsstrukturen har desuden likviditet betydning for, hvilken pris der dannes på papiret. Når likviditeten i et papir mindskes vil prisen alt andet lige blive forringet og da et papir kan handles på adskilte markeder, hvorpå likviditeten kan være forskellig vil der således kunne skabes forskellige priser. Disse vil ikke blive udlignet på tværs af markederne, da der som nævnt i ovenstående, ikke er fri adgang til markederne. Det er meget dyrt at deltage i et marked og især børserne stiller en række krav som dennes markedsdeltagere skal opfylde.

‘best execution’ kravet må med baggrund i ovenstående antages ikke alene at være skabt som følge af, at investorer kan lægge vægt på en række forskellige faktorer, som kunne opveje mindre forskelle i priserne. Derimod fremgår det, at der for de samme handelsvilkår kan være forskelle i priserne, som alene skyldes at papiret handles forskellige steder. Dermed må selve kravet om ‘best execution’ anses som godtgjort i henhold til den økonomiske teori gennemgået ovenfor.

Med indførelsen af MIFID er nødvendigheden for et krav om 'best execution' ikke blevet mindsket, da der med MIFID er åbnet op for muligheden for fri etablering af MHFer. Eftersom disse kan oprettes med individuelle strukturer er det muligt at der opstår yderligere markedsstrukturer, som igen kan skabe forskellige priser på samme værdipapir. Desuden øges risikoen for, at likviditeten forsvinder ud af allerede eksisterende markeder, da MHFer må handle værdipapirer, som allerede er optaget til handel.

Integreret afsnit

15. Monitorering og dokumentation af 'best execution'

Som nævnt ovenfor skal kapitalforvaltere sikre den bedst mulige ordreudførelse for sine kunder, når denne tager alle relevante faktorer ind i sine overvejelser. Til sikring heraf skal kapitalforvalteren blandt andet udarbejde en ordreudførelsespolitik, som til enhver tid skal følges med mindre kunden specifikt beder om en afvigelse herfra. Hermed kan monitoreringen, som skal sikres, deles op i to i relation til ordreudførelsespolitikken.

For det første skal kapitalforvalteren til enhver tid kunne sandsynliggøre, at ordren er udført i overensstemmelse med ordreudførelsespolitikken på foranledning af kunden jf. BEK om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel⁷³ § 26. Og for det andet skal kapitalforvalteren mindst årligt vurdere om ordreudførelsespolitikken sammenholdt med forretningsprocedurer og systemmæssige løsninger objektivt sikrer, at kapitalforvalteren sikrer 'best execution' for sine kunder, jf. § 25.

Med udgangspunkt i den ordreudførelsespolitik, som er vedhæftet for Nordea Investment Management (NIM)⁷⁴ ses det, at ordreudførelsespolitikken både specificerer hvilke handelssteder som vil blive benyttet i forbindelse med eksekveringen af ordren, og hvilke faktorer der lægges vægt på når det specifikke handelssted til den konkrete handel udvælges. Det vil sige, at når kapitalforvalteren skal sandsynliggøre, at handlen er sket i overensstemmelse med ordreudførelsespolitikken vil det være disse to ting som skal påvises.

Af vejledningen til BEK om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel §§ 25-26 fremgår det, at sandsynliggørelsen af, at ordren er udført i overensstemmelse med ordreudførelsespolitikken kan gøres ved stikprøver, således at hver enkelt handel ikke nødvendigvis skal tjekkes.

At påvise, at handelsstederne er iblandt dem som nævnes, er relativt lettilgængeligt, da kapitalforvalteren vil modtage en handelsnota fra børsmægleren, hvoraf børsmægleren fremgår. Det skal her påmindes, at børsmæglere i sig selv kan anses som handelssteder, hvorfor det er disse som skal evalueres. Dvs. såfremt disse handelsnotaer gemmes enten i fysisk form eller i kapitalforvalterens handelssystem, så vil det være muligt at dokumentere, at handelsstederne er

⁷³ Bekendtgørelse nr. 809 af 29. juni 2007 om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel

⁷⁴ Vedlagt som bilag 19

iblandt dem, som er nævnt i politikken. Den anden del af sandsynliggørelsen er derimod sværere, da det kræver dokumentation af, at det handelssted, der er valgt i den konkrete handel rent faktisk var baseret på en vurdering af de vægtede faktorer som har afgjort, hvor handlen skal anlægges.

I NIM's ordreudførelsespolitik fremgår det, at for NIM er udgangspunktet altid prisen med mindre handlens omstændigheder taler for at man tager andre faktorer ind i overvejelserne til fordel for investoren. Med udgangspunkt i vejledningen må det betyde, at NIM stikprøvevis skal kunne godtgøre, at man har sikret sine kunder den bedst mulige pris med mindre der i det konkrete tilfælde kan argumenteres for, at denne handel måtte gennemføres til en dårligere pris af hensyn til andre forhold. Eksempelvis kunne det argumenteres, at den som stillede den bedste pris ikke kunne opfylde hele ordren, hvorfor der var en risiko for at resten af handlen ville blive opfyldt til en pris der var så meget dårligere, at det samlede resultat ved at tage den lidt dårligere pris opvejede den risiko som investoren i stedet løb.

Som udgangspunkt vil det være svært, hvis ikke umuligt at dokumentere en række af de faktorer som lovgivningen åbner op for, at der kan lægges vægt på. Prisen og de samlede omkostninger vil som udgangspunkt være det eneste, som objektivt kan dokumenteres. Dette må antages at være årsagen til, at lovgiver for så vidt angår private investorer har valgt, at det vigtigste som udgangspunkt er de samlede omkostninger ved transaktionen. Men selv denne dokumentation er som eksemplerne nedenfor vil vise, ikke heller ikke altid let at opretholde.

Det vil sige, at såfremt en objektiv påvisning ikke kan ske, må det bero på en subjektiv sandsynliggørelse, hvilket imidlertid på tidspunktet for udarbejdelsen af indeværende opgave endnu ikke kan anses for bekræftet af tilsynsmyndigheden Finanstilsynet. Såfremt Finanstilsynet ikke kan tilslutte sig denne fortolkning da udelukker det reelt kapitalforvalterens muligheder for primært at fokusere på andre faktorer end pris, omkostninger og eventuelt likviditet, hvilket må antages ikke at være formålet med kravet om dokumentation.

Såfremt det er muligt at sandsynliggøre, at ordrene er gennemført i overensstemmelse ordreudførelsespolitikken, er første del af monitoreringskravene opfyldt. Dernæst skal kapitalforvalteren årligt vurdere om ordreudførelsespolitikken sammenholdt med andre procedurer som skal sikre 'best execution' rent faktisk opfylder det tiltænkte formål. Årsagen til at der desuden

fokuseres på andre systemer samt forretningsprocedurer skyldes, at ordreudførelsesprocedurerne som regel ikke specificerer de egentlige bagvedliggende kontroller, da disse må anses som virksomhedsfølsomme oplysninger.

Selve vurderingen indebærer blandt andet, at det evalueres, hvorvidt prioriteringen af de forskellige faktorer rent faktisk resulterer i det bedste resultat, eller om det vil være til fordel for kunderne at der lægges vægt på andre faktorer. Dette kan eksempelvis være en ændring i markedsforholdene som det er set under kreditkrisen, hvor modparter kan gå konkurs. Desuden kan det være værdipapirer eller hele markeder, som pludselig bliver meget illikvide, der nødvendiggør en sådan omprioritering. Eksempelvis kan kapitalforvalteren ønske at dirigere transaktioner derhen, hvor der er mest likviditet fordi man gerne vil belønne de markedspladser som opretholder et likvidt marked på tidspunkter, hvor verdensmarkedet generelt er blevet mere illikvidt.

Herudover skal værdipapirhandleren vurdere, om de handelssteder, som er inkluderet i ordreudførelsespolitikken er tilstrækkelige. Dette må antages blandt andet at ske på baggrund af samme metode som sandsynliggørelsen netop ved stikprøve eller endnu strammere kontrol for at frasortere handelssteder (børsmæglere), som ikke lever op til at levere i henhold til de faktorer som kapitalforvalteren har valgt at vægte. Desuden vil det her være afgørende at vurdere om der kan skabes adgang til flere handelssteder for bedre at kunne opfylde kravet om 'best execution' uden dette dog har så høje omkostninger, at denne mulighed reelt udvandes.

Nedenfor vil det ved hjælp af praktiske eksempler påvises hvorvidt og hvorledes nogle af de ovennævnte krav kan opfyldes i forbindelse med udførelsen af transaktionerne. Der er i lovgivningen eller vejledningerne hertil, ikke fortolkningsbidrag til, hvorledes dokumentationen skal frembringes eller hvornår disse krav må anses som opfyldt. Til sidst i det kombinerede afsnit vil det desuden blive vurderet, hvorvidt kravet om 'best execution', når disse ses i sammenhæng med de resterende regler, som er indført med MIFID, rent faktisk øger investorbeskyttelsen som det blev påvist i det juridiske afsnit var et af hovedformålene med MIFID.

Værdipapirhandelsmarkedet i Danmark⁷⁵

Der findes i dag en række lang række børsmæglere i Danmark. Det er eksempelvis Jyske Bank, Nordea og Danske Bank, hvoraf 3 er internetmæglere (Saxo Bank, E*trade og Nordnet), som håndterer alt handlen via internettet. For så vidt angår internetmæglerne vil kunderne som regel håndtere udvælgelsen af værdipapirer, størrelsen på ordren og så videre selv. 74 danske og udenlandske børsmæglere er således i dag registrerede medlemmer af Nasdaq OMX København.

Desuden findes der en række danske kapitalforvaltere, hvoraf nogle er børsmæglere og andre ikke er børsmæglere. Danske kapitalforvaltere har igennem de sidste år mærket en øget konkurrence fra udenlandske kapitalforvaltere, som ønsker at overtage forvaltningen af danske investorers penge.

For så vidt angår markeder, findes der i Danmark to regulerede markeder, Nasdaq OMX København og Dansk Autoriseret Markedsplads og en multilateral handelsfacilitet, First North. Dette fremgår også af CESR's MIFID database, hvor alle regulerede markeder, samt multilaterale handelsfaciliteter er registreret.

I det følgende vil jeg ved hjælp af praktiske eksempler vise, hvordan handler eksekveres af danske kapitalforvaltere. Eksemplerne er lavet i samarbejde med Nordea Investment Management AB, som ikke selv er børsmægler.

16. Praktiske eksempler med likvidt contra illikvidt papir

Med udgangspunkt i ovenstående lader det til, at det altid er ligetil for kapitalforvalteren at vælge det tilbud, som er bedst for investoren. Denne antagelse kan også godt anses for opfyldt for en række mindre handler i et likvidt papir, hvor der er mange oplysninger i markedet og det som udgangspunkt vil være det samlede vederlag som kapitalforvalteren fokuserer på. Dette skyldes, at prisen som udgangspunkt vil vise sig i markedet og omkostningerne forbundet med transaktionen vil fremgå af den aftale som kapitalforvalteren har med børsmægleren. Det vil sige, at kapitalforvalteren relativt let kan udarbejde et regneark, hvori der udarbejdes en formel, der modregner eller tillægger omkostningerne og som derved gør det muligt let at sammenligne priserne på tværs af børsmæglere.

⁷⁵ Afsnittet er udarbejdet på baggrund af en medlemsliste fra Nasdaq OMX København, Houmann (2005), CESR's MIFID database.

I det følgende vil der imidlertid gives eksempler, hvoraf en række af de problemstillinger som kapitalforvalteren møder, når det ikke er så lige til at sikre 'best execution' for investorerne. De to eksempler er for et fuldt likvidt og et illikvidt værdipapir og er ikke tænkte eksempler, men praktiske eksempler som kapitalforvaltere ofte møder i virkeligheden. Begge værdipapirer er noteret på en børs og handles desuden udenfor børsen.

16.1 Eksempel 1: Blokhandel i en likvid aktie

OMV AV - Østrigsk selskab, der er listet i Wien⁷⁶

Det første eksempel er et som kapitalforvaltere ofte støder på, eftersom man ofte lader investorernes porteføljer følge en modelportefølje. Dette betyder, at når der sker en omlægning i modelporteføljen så vil der ske samme forholdsmæssige omlægning i alle de tilknyttede porteføljer. For at sikre, at alle kunder behandles lige, lægger man ordrene sammen til en stor ordre, hvor man som oftest vil bruge pro rata distribution. Hvis ikke hele ordren således fyldes ud, da vil man fordele enten papirerne eller betalingen for papirerne ved salg ligeligt imellem investorerne under hensyntagen til størrelsen af den individuelle ordre.⁷⁷

Som det blev fremhævet i det økonomiske afsnit ovenfor er en af de faktorer, som anses for en omkostning markedspåvirkning. Markedspåvirkningen er især negativ i forbindelse med større ordre, da det kan betyde, at investoren ikke kan få opfyldt hele sin ordre til samme pris og derfor stilles dårligere end hvis der havde været tale om mindre ordrer. Denne problemstilling står kapitalforvalteren også overfor i indeværende eksempel, hvorfor kapitalforvalteren må overveje at dele sin ordre op. Risikoen ved at gøre dette er netop at prisen ændrer sig over den tid man deler ordren op i og i hvilken grad er ikke til at forudsige. Dette gælder navnlig, da det ikke alene vil være påvirkningen som kapitalforvalterens transaktioner skaber, men også transaktioner foretaget af andre markedsdeltagere eller nye oplysninger som frigives til markedet og derved påvirker kursen.

Som udgangspunkt, hvis kapitalforvalteren vælger at dele transaktionen op vil det som oftest være en samlet ordre som lægges hos market makeren af hensyn til transaktionsrapporteringskravene, hvorefter transaktionen først skal indrapporteres når den er fyldt ud. Der ville være risiko

⁷⁶ Indeværende eksempel er udarbejdet med hjælp fra en trader, som eksekverer handler på vegne af portefølje-forvalterne. Dele af de generelle metoder, som fremgår heraf er derfor baseret på dennes input og erfaringer.

⁷⁷ Det er som nævnt ovenfor i det juridiske afsnit i henhold til § 28 i BEK om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel et krav at kapitalforvalteren har en ordrefordelingspolitik og at kunden er blevet gjort opmærksom på at selve aggregeringen kan være til ulempe for kunden i en specifik handel, men aggregeringen må ikke være til overordnet ulempe for investoren.

for, at markedet kunne gennemskue en blok hvis hver enkelt deltransaktion blev rapporteret med prisændringer til følge.

Alternativt kan kapitalforvalteren vælge at fastlåse prisen og derved fjerne risikoen forbundet med at prisen kan ændre sig inden hele ordren er fyldt ud. Dette er naturligvis ikke gratis eftersom børsrådgiveren i så fald påtager sig risikoen for eventuelle prisændringer, hvorfor kapitalforvalteren vil være nødsaget til at kompensere børsrådgiveren for at påtage sig denne risiko.

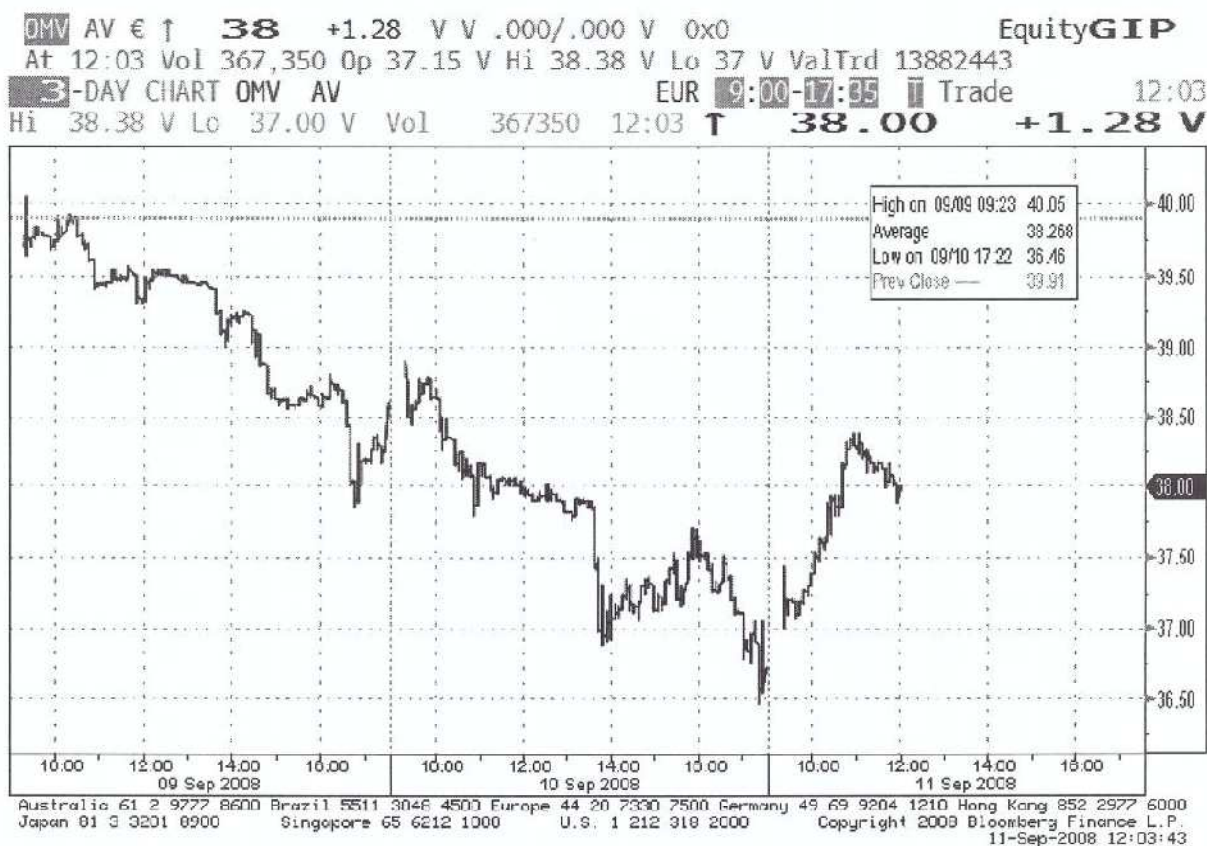
I henhold til kravet om 'best execution' er det nødvendigt for kapitalforvalteren at udse sig den børsrådgiver, som samlet set kan skabe det bedst mulige resultat, hvilket afhænger af såvel valget mellem at eliminere risikoen for prisændringer eller ej, som at vælge den børsrådgiver som stiller den bedst mulige pris. Fordi der her er tale om en likvid aktie, så er der tale om et marked, som er meget gennemsigtigt i forhold til det for et illikvidt papir. Dette betyder, at kapitalforvalteren i markedet kan se den pris, som denne som udgangspunkt vil få stillet, her EUR 39,75. Der er her tale om en ordre på et køb af 503.000 aktier, hvilket ikke ligger langt under hele den daglige omsætning i papiret. Derfor vil det ikke være muligt at eksekvere hele handlen på en dag uden at risikere en større påvirkning af markedet.

I det konkrete eksempel tilbydes NIM en risikopræmie på 1 % af prisen, som skal lægges oveni i EUR 39,75 for, at prisen fastlåses. Alternativt vil rådgiveren eksekvere handlen hen over de næste dage til den pris, som måtte vise sig i markedet. Det forventedes, at der uden en videre markedspåvirkning ville kunne gennemføres ca. 20 % af den daglige omsætning om dagen, hvilket baseret på den gennemsnitlige daglige volumen ville svare til ca. 130.000 aktier.

På tidspunktet for tilbuddets afgivelse var aktiens pris opadgående, hvorfor præmien på 1 % virkede som et godt tilbud, hvis denne udvikling skulle fortsætte. Det er netop ved denne beslutning, at der skal sikres 'best execution', men traderen ved på dette tidspunkt ikke hvilken beslutning, som vil være den rigtige. I indeværende tilfælde valgte traderen ikke at tage imod tilbuddet på 1 %, men i stedet acceptere de priser, som måtte vise sig efterfølgende.

Som det fremgår af nedenstående figur var det den rigtige beslutning ikke at tage imod tilbuddet om en risikopræmie for den pågældende transaktion. Markedet vendte sig kort efter til en nedadgående udvikling og handlen blev i stedet gennemført til følgende priser:

Dato	Stk.	Pris (EUR)
09-09-2008	130.000	38,886
10-09-2008	173.968	37,8665
11-09-2008	199.032	37,82



Figuren er et skærmpoint fra Bloomberg og viser udviklingen i prisen hen over de dage som må anses for relevante for eksemplet

Dermed betalte NIM's kunder i alt EUR 19.170.129 ($5.055.180 + 6.587.559 + 7.527.390$) mod EUR 20.194.192,5 ($39.75 \times 1,01 \times 503.000$) og sparede således EUR 1.024.063,5 på den ene transaktion. Hermed vises det, at sikringen af 'best execution' i høj grad afhænger af traderens subjektive vurdering af den kommende udvikling.

Med baggrund i overstående juridiske gennemgang kræves det, at kapitalforvalteren tager alle rimelige skridt for at sikre sig og dokumentere 'best execution' for kunden. Hvorvidt det er rimeligt

at kræve, at traderen skal have nok indsigt til at kunne træffe den korrekte beslutning som eksemplet her viser, kan ikke med sikkerhed afgøres. Men traderen ville i det konkrete eksempel kunne forsvare sit valg uanset, hvilken vej markedet var gået, hvorfor det må anses for yderst svært for en kapitalforvalter ved blokhandler altid at sikre 'best execution'.

Derimod må det anses som forholdsvist let efterfølgende at dokumentere, at der skete 'best execution' for kunderne. Det vil imidlertid kræve en sammenligning af de priser som NIM fik gennemført handlen til de efterfølgende dage, med de priser, som viste sig i markedet. Ved en sammenligning med de priser, som viser sig ovenfor, lader det til at priserne i gennemsnit svarer til de gennemsnitspriser, der har været i markedet.

16.2 Eksempel 2: Handel med illikvid obligation

Realkredit Danmark 2 % obligation med udløb i 2011⁷⁸

Ved handel med en illikvid obligation er problemstillingerne anderledes end dem som kapitalforvalteren møder med de likvide aktier som ovenfor. Som nævnt ovenfor påvirker likviditeten et værdipapirs pris og kan derfor skabe forskellige priser afhængigt af på hvilke markeder likviditeten er størst, samt hvor mange værdipapirer børsmægleren allerede har på egenbogen. Dette skaber nødvendigheden for at spørge forskellige børsmæglere om en pris for at kunne vurdere, hvilken børsmægler som sikrer 'best execution' for kunden.

Som det fremgår af nedenstående blev tre forskellige børsmæglere bedt om at stille priser. Årsagen til, at kapitalforvalteren er nødt til at begrænse antallet af udsurgte, skyldes flere ting. For det første stiller en børsmægler kun en pris for en meget begrænset periode, grundet risikoen for kursændringer. Derfor risikerer kapitalforvalteren at gå glip af, hvad der måtte anses for den bedst mulige pris, fordi kapitalforvalteren er nødt til at spørge flere børsmæglere.

Desuden er forespørgslerne alene forbeholdt den børsmægler, som spørges. Dette betyder, at såfremt børsmægleren selv går videre i markedet for at søge efterspørgsel eller udbud i papiret, så vil de andre markedsdeltagere tage det som yderligere udbud eller efterspørgsel, hvilket kan påvirke prisen negativt for investoren. Det kan naturligvis ikke opgøres præcist, hvor meget prisen kan blive

⁷⁸ Indeværende eksempel er udarbejdet med hjælp fra den porteføljevalter, som er specialiseret indenfor området danske realkreditobligationer hos NIM. Dele af de generelle metoder, som fremgår nedenfor er derfor baseret på dennes input og erfaringer. Modsat eksemplet ovenfor er der ikke et trading desk som udfører selve transaktionen på baggrund af porteføljevalterens ønske, hvorfor der i dette eksempel refereres til porteføljevalteren og ikke traderen.

påvirket med en ekstra forespørgsel, men det vil altid være en afvejning imellem sandsynligheden for at opnå en bedre pris og sandsynligheden for at den ekstra forespørgsel vil påvirke prisen på de tidligere stillede priser.

Sidst men ikke mindst, er der tale om et forretningsforhold mellem kapitalforvalteren og børsmægleren, og det er derfor nødvendigt at opretholde dette, eftersom det kan have betydning for fremtiden. Det vil sige, hvis kapitalforvalteren adspurgte en lang række børsmæglere, hver gang en transaktion skulle gennemføres, da ville kapitalforvalteren ofte stå i en situation, hvor han ikke kan eksekvere på den stillede pris. Det giver ikke et incitament til børsmægleren om at stille den bedste pris til kapitalforvalteren, eftersom denne eventuelt vil være af den overbevisning at kapitalforvalteren alligevel vil vælge ikke at benytte den stillede pris.

Netop i denne situation er det vigtigt, at kapitalforvalteren får valgt den børsmægler, som sikrer 'best execution' for kunden, eftersom børsmægleren ikke har en 'best execution' forpligtelse overfor kapitalforvalteren, da denne stiller quotes. Alt i alt, er kapitalforvalteren nødt til at udvælge nogle børsmæglere til at stille priser. Som det fremgår nedenfor vil de prisinformationer man har adgang til imidlertid ikke nødvendigvis stemme overens med de priser som i sidste ende bliver stillet. Allerede her ses det, at muligheden for at opnå 'best execution' er begrænset af muligheden for at spørge flere børsmæglere.

Nedenfor ses to af de børsmæglere, som stillede priser på Bloomberg, som er et nyheds og markedsdatabureau til hvilket de fleste kapitalforvaltere abonnerer på adgang, og børsmæglere har mulighed for at stille og opdatere bid-ask priser på de værdipapirer som de ønsker hen over dagen. Det er vigtigt at fremhæve, at børsmæglerne ikke her anses for bundet af denne prisstillelse, hvorfor kapitalforvalterne ikke kan forvente at de priser som viser sig på Bloomberg vil være de priser som de rent faktisk kan handle til.

Page 200<Go> to view in Launchpad
13:40 [redacted] - NON-CAL MORTGAGE PAGE 2 / 2

DANISH NON-CALLABLE MORTGAGE BONDS	BID	ASK	BID YIELD	YLD CHG ON DAY	YLD LONG	BID SIZE	ASK SIZE	TIME
1 RDKRE 2 11	94.770	94.970	4.335	-0.665		0	0	12:45
2 RDKRE 2 10	97.020	97.220	4.227	-1.169		0	0	12:45
3 RDKRE 2 09	98.740	98.810	5.056	7.027		0	0	8:44
4 RDKRE 2 08								

Euro-Denominated

5 4 EUR 2010								
6 4 EUR 2009	99.420	99.720	5.259	0.886		0	0	11:08
7 4 EUR 2008								
8 4 EUR 2007								

Domestic Clients Tel: 45 3334 1300
International Clients Tel: 45 4514 3970

RXA ↓ 112.78 +.25 OEA ↓107.470 +.135 DUA ↓102.950 +.045

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2008 Bloomberg Finance L.P.
04-Aug-2008 13:40:32

03 N172 n Corp [redacted]
200<Go> to view in Launchpad
13:40 [redacted] PAGE 1 / 2

DANISH NON-CALLABLE MORTGAGE BONDS	PRICE BID	PRICE ASK	CRNCY	TIME
1 RD 2% 2009	98.729/	98.849	DKK	12:49
2 RD 2% 2010	96.660/	97.260	DKK	13:37
3 RD 2% 2011	94.581/	95.081	DKK	13:39
4 RD 4% 2009	99.429/	99.529	DKK	12:16
5 RD 4% 2010	98.344/	98.544	DKK	13:37
6 RD 4% 2011	97.174/	97.374	DKK	13:39
7 RD 4% 2012	95.978/	96.278	DKK	13:40
8 RD 4% 2013	94.971/	95.271	DKK	13:40
9 RD 4% 2014	94.044/	94.444	DKK	13:39
10 RD 4% 2015	93.193/	93.693	DKK	13:40
11 RD 4% 2016	92.440/	93.040	DKK	13:40
12 RD 4% 2017	91.691/	92.391	DKK	13:40

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2008 Bloomberg Finance L.P.
04-Aug-2008 13:40:32

Figurerne er skærmpoint fra Bloomberg og viser de bid-ask priser som børsmaegler 1 og 2 stillede i markedet pa tidspunktet for eksemplets gennemfoersel. Borsmaegler 1 stiller bid-ask pa kurs 94.74-94.94 og borsmaegler 2 kurs 94.581-95.081

Børsmægler 3 havde ikke på tidspunktet for eksemplets gennemførelse nogle bid-ask priser på Bloomberg, men blev udvalgt som følge af tidligere på dagen at have vist interesse for det pågældende papir.

Der er flere måder hvorpå kapitalforvalteren kan udvælge de børsmæglere som denne ønsker at spørge. Dette kan som udgangspunkt ske på baggrund af de bid-ask priser som de stiller i markedet, om børsmægleren tidligere på dagen har vist interesse for papiret, samt om erfaringen viser, at børsmægleren tidligere har stillet gode priser på denne type af papir. Som det fremgår nedenfor kan der imidlertid være stor forskel på, hvad der stilles af priser i markedet og, hvad der tilbydes ved forespørgsel, som er den pris der reelt kan handles på.

Eftersom kapitalforvalteren ønsker at gennemføre et salg for nominelt 25 millioner realkreditobligationer udbeder han sig dernæst bid priser fra de udvalgte børsmæglere 1, 2 og 3. Svarene fremgår af figuren nedenfor:

Børsmægler	Bid-pris
1	94,50
2	94,65
3	94,47

Bid priser stillet af de tre udvalgte børsmæglere

Som det fremgår ovenfor er der stor forskel på bedste og dårligste bud, hvilket fremhæver nødvendigheden for at have et krav om at sikre 'best execution' på vegne af kunderne. I indeværende eksempel ville bedste og dårligste pris betyde en forskel på $(25.000.000 \times 94,65)/100 = 23.662.500$ og $(25.000.000 \times 94,47)/100 = 23.617.500$ altså 45.000 kr. på en enkelt transaktion. Dette er dog under antagelse af, at omkostningerne forbundet med eksekveringen via de forskellige børsmæglere er ens. Dette viser imidlertid også risikoen ved at det er et begrænset antal børsmæglere som bliver spurgt.

Kapitalforvalteren vil som udgangspunkt kunne undersøge, hvorvidt der tidligere på dagen er gennemført transaktioner i det pågældende papir. Dette kunne skabe en gennemsigtighed til nytte for porteføljeforvalteren, til brug for sikring af, at den pris som opnås må anses for at være den

bedst mulige på det indeværende tidspunkt. Nedenfor ses et skærmpoint af de transaktioner som er indberettet den pågældende dag.

REALKREDIT DNMRK RDKRE 2 01/01/11 94.8023/94.9273 (4.32/4.26) BGN @ 8/01									
Corp QR									
Definitions QR/QRM Options Multi-Day Quote Recap Page 1									
Time 06:00:00 To 17:00:00 Min Vol Source COPE DKK									
Date 8/ 4 To 8/ 4 Price Range To									
REALKREDIT DNMRK RDKRE 2 01/01/11 /95.15 (/4.16) COPE									
Date	Time	Size	Price	Cond	Date	Time	Size	Price	Cond
08/04	13:28:55		95.00	SV	08/04	11:42:05	550.00K	94.70	OTS,L,A
08/04	13:28:44	22.01K	194.90	OTS,L,A	08/04	11:28:09		94.97	SV
08/04	13:24:44		95.00	SV	08/04	11:27:59	350.00K	95.10	OS
08/04	12:46:51		95.01	SV	08/04	10:57:23	739.20K	94.54	OTN,N,L,A
08/04	12:46:40	1.71M	195.10	OTS,L,A	08/04	10:52:58		94.94	SV
08/04	12:36:04		94.99	SV	08/04	10:52:50	622.46K	195.10	OTS,L,A
08/04	12:35:54	27.33K	194.80	OS	08/04	10:37:59		94.80	SV
08/04	12:32:46		94.99	SV	08/04	10:37:51	650.00K	94.76	OTS,L,A
08/04	12:32:37	22.01K	199.90	*X	08/04	09:27:57		95.05	SV
08/04	12:28:38		94.97	SV	08/04	09:27:50	100.00K	95.05	OTS,L,A
08/04	12:28:30	50.00K	94.90	OTS,L,A					
08/04	12:20:17		94.97	SV					
08/04	12:20:08	3.00M	195.06	OTS,L,A					
08/04	12:14:25		94.92	SV					
08/04	12:14:12	484.94K	195.02	OS					
08/04	12:10:48		94.90	SV					
08/04	12:10:39	1.67M	94.90	OTS,L,A					
08/04	11:42:13		94.90	SV					
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000									
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2008 Bloomberg Finance L.P. 04-Aug-2008 13:50:54									

Transaktioner indrapporteret for det pågældende papir på dagen for udførelse af eksemplet

På figuren fremgår det under kolonnen 'cond', hvor handlen er eksekveret. OTS står for OTC standard og OTN står for OTC non standard. Non standard betyder, at handlen er aftalt med særlige vilkår såsom kortere tid indtil settlement, hvorfor der ikke kan sammenlignes med priser på sådanne handler. Det er alene de handler, hvor der står 'size' på, som rent faktisk er gennemført og som det fremgår deraf, er den største indberettede handel på den pågældende dag en handel på nominelt 3 millioner kr., hvilket er langt under størrelsen på det salg som kapitalforvalteren her ønsker gennemført. Dette betyder nødvendigvis ikke, at der ikke har været større transaktioner i det pågældende papir, men i henhold til gennemsigtighedsreglerne gennemgået ovenfor, så er det muligt for markedsdeltagere at forsinke indrapporteringen af større transaktioner indtil slutningen på handelsdagen. Herudover kan markedsdeltagere vælge at offentliggørelsen sker på dennes egen

hjemmeside, hvorved den gennemsigtighed som søges skabt med gennemsigtighedsreglerne hindres, da større transaktioner alt andet lige vil have en større indvirkning på prisen.

I indeværende eksempel blev handlen ikke eksekveret, da porteføljeforvalteren ikke opnåede den ønskede pris. Eksemplet viser imidlertid stadig nøje, hvilke problemstillinger en kapitalforvalter møder ved hver enkelt transaktion. Årsagen til at handlen ikke gennemførtes skyldes, at kapitalforvalteren tidligere på dagen havde fået en række forespørgsler på at sælge det pågældende papir, men i det konkrete tilfælde ikke var nødsaget til at sælge.

Til brug for dette eksempel blev der foretaget skærmpoint for at dokumentere forløbet, men dette indebærer en omstændig manuel proces for kapitalforvalteren, hvilke derfor ikke i forbindelse med udførelse af de daglige transaktioner vil være en proces som kan efterleves ved hver enkelt transaktion. Dette kan skabe forsinkelser som i sidste ende vil være til ulempe for investoren. Dermed besværliggøres dokumentationen af 'best execution' i høj grad ved handler med mindre likvide værdipapirer.

17. Diskussion af de implementerede MIFID reglers betydning for investorbeskyttelsen

Det fremgik af det juridiske afsnit, at et af de grundlæggende formål med MIFID er at øge investorbeskyttelsen, hvilket især kravet om sikring af 'best execution' skulle bidrage til. I indeværende afsnit vil det på baggrund af de foregående afsnit diskuteres, hvorvidt dette rent faktisk er opnået ved implementeringen af de krav som MIFID foreskrev i dansk lovgivning. Denne diskussion vil særligt fokusere på de muligheder som kapitalforvalteren har for at sikre samt dokumentere sikringen af 'best execution', samt en vurdering af, hvad implementeringen af andre regler i henhold til MIFID har betydet herfor.

Der er med implementeringen af MIFID blevet sikret, at investorerne altid opnår tilstrækkelige oplysninger om et produkt til at kunne vurdere de risici som måtte være forbundet hermed. Herudover er det nu kapitalforvalterens ansvar i henhold til kend-din-kunde princippet at sikre, at kunden rent faktisk har den fornødne kompetence til at forstå den risiko denne påtager sig ved at købe et produkt, hvilket alt andet lige må tale for en øget investorbeskyttelse.

Desuden taler det for øget beskyttelse, at man nu har sikret, at kapitalforvalterne gør sig flere overvejelser omkring, hvorfor man vælger de handelssteder man gør. Derimod har der tidligere ikke nødvendigvis været fokus på at vælge de handelssteder med laveste transaktionsomkostninger eftersom disse blev dækket af investoren. Dette skyldes især, at det tidligere ikke var defineret, at 'best execution' som udgangspunkt måtte anses for den bedst mulige pris, når omkostningerne indregnedes. Sikring heraf tager nu udgangspunkt i kravet om, at kapitalforvalteren skal genoverveje sine handelssteder mindst årligt, da en af de faktorer som netop kan dokumenteres er de omkostninger, som er forbundet med et specifikt handelssted. Dette taler for at man med de nye regler mindsker muligheden for at 'snyde' investoren ved at få en bedre pris, men samtidig til højere omkostninger for derved at skabe en ulempe for kunden. Dog bør det ikke undervurderes, at kunden – især de professionelle – selv også tidligere har kunnet gennemskue, såfremt dette skulle forekomme, hvilket har givet kapitalforvalteren incitament til også historisk at fokusere på omkostninger.

Selve sikringen af den bedst mulige pris har kapitalforvalteren selv uden 'best execution' reglerne et incitament til at opfylde. Dette skyldes, at kapitalforvalteren som oftest aflønnes på baggrund af afkastet, hvilket den omdømmemæssige vurdering også sker på baggrund af. Afkastet

er naturligvis afhængigt af, hvor høj eller lav pris som skaffes til kunden, hvorimellem afkastbedømmelsen løbende vil være baseret på en på forhånd aftalt indikator for kursen.

Der er både fordele og ulemper ved åbningen af muligheden for skabelsen af nye markeder ved indførelsen MHFer. Fordelen herved er skabelsen af øget konkurrence markederne imellem for at tiltrække markedsdeltagere. Dette vil alt andet lige sandsynligvis have en positiv effekt på transaktionsomkostningerne, da værdipapirhandlerne skal sikre det bedst mulige resultat for kunden, hvori omkostningerne ved eksekveringen af en handel indgår. Således er den øgede konkurrence positiv for investorerne for hvilke der vil være mindre omkostninger forbundet med gennemførelsen af handler.

Imidlertid gælder der, som det fremgår ovenfor, en række forskellige regler for prisfastsættelse, der har betydning for, hvilken pris det er muligt for en værdipapirhandler at opnå i markedet. Dette sås eksempelvis ved forskellen på prisdannelsen på prisdrevne og ordredrevne markeder imellem. Også for ordredrevne markeder imellem, kunne der ved prisningsreglerne sammenholdt med prioritetsreglerne kunne skabes forskellige priser ved handel af samme papir. Nye MHFer bestemmer selv reglerne for prisningen så længe reglerne er gennemsigtige for deltagerne. Dermed gives der mulighed for, at der enten opstår helt nye metoder for at fastsætte prisen på et værdipapir i markedet eller at der benyttes samme prisningsmetode, men at prisen dannes på endnu flere forskellige faciliteter. Derved vil det alt andet lige kunne betyde endnu flere forskellige priser.

For værdipapirhandlerne gælder der alene et krav om, at denne skal træffe rimelige foranstaltninger for at sikre kunden det bedst mulige resultat. Det må derfor, som det fremgår af eksemplerne ovenfor, således ikke kunne forventes, at værdipapirhandleren afsøger priserne på hvert enkelt muligt handelssted. Således vil det trods de lavere transaktionsomkostninger blive sværere at sikre investoren 'best execution' under de nye markedsforhold. Desuden gøres det endnu sværere for investorerne at gennemskue, hvorvidt en værdipapirhandler rent faktisk har sikret denne det bedst mulige resultat.

Åbningen af muligheden for at etablere nye markeder sker på bekostning af gennemsigtigheden. Dette har man søgt at hindre ved hjælp af offentliggørelse, samt transaktionsrapportering for noterede værdipapirer. Selve transaktionsrapporteringen skal sikre, at Finanstilsynet har mulighed

for at overvåge, at reglerne indenfor værdipapirhandelsområdet overholdes, mens offentliggørelsen især skal sikre den fornødne gennemsigtighed i markedet. Problemet er imidlertid, at selve transaktionsrapporteringen begrænses ved at give mulighed for forsinkelse af rapporteringen af store handler og at offentliggørelsen principielt må ske på eksempelvis værdipapirhandlerens hjemmeside.

Ved mulighed for en så spredt offentliggørelse vil en sammenligning af alle priser være utrolig svær at sikre og især for små investorer, hvor omkostningen ved at kunne gennemskue, hvorvidt at værdipapirhandleren ren faktisk sikre 'best execution' på dennes vegne vil være meget høje. Det må forventes, at der bliver skabt en mulighed for at abonnere på denne data ligesom det i dag er muligt at abonnere på Bloomberg og Reuters. Men dette vil være for omkostningsfyldt for særligt private investorer. Så selvom, at dokumentationsforpligtelsen vil pålægges værdipapirhandleren vil det være svært for investoren at gennemskue værdien af denne dokumentation.

Desuden fremgår det ovenfor at der stilles krav om at systematiske internaliserer stiller priser på likvide aktier hen over dagen. Dette krav må siges at øge gennemsigtigheden, dog begrænset af det lille antal børsmæglere, som er registreret som systematiske internaliserer, samt muligheden for at afvige prisen ved større ordrer. Derved skabes der heller ikke herved den gennemsigtighed, som særligt må anses for nødvendig indenfor handel med illikvide papirer ligesom der fremgår ovenfor.

Likviditetens betydning er gennemgået i det økonomiske afsnit, hvoraf det fremgår, at manglende likviditet skaber en lavere pris på et værdipapir til ulempe for sælger, som søger at opnå likviditet men til fordel for køber, som vil være den, der skaber likviditet i det pågældende tilfælde. Med muligheden for skabelsen af de nye markeder er der en risiko for at likviditeten trækkes ud af de regulerede markeder via MHFerne, hvor operatøren kan skabe rammerne selv. Dette ses eksempelvis med MHFen Turquoise, hvilket alt andet lige må forventes at få betydning for de regulerede markeder, som hidtil har handlet de pågældende papirer og derved opnår mindre likviditet.

Hermed opstår der muligvis en yderligere ubalance likviditetsmæssigt markederne imellem, som vil kunne skabe yderligere forskelle i priserne, hvilket således må anses for at mindske

muligheden for værdipapirhandleren kan sikre 'best execution' for investoren og derved være en forværring af investorbeskyttelsen.

Alt i alt kan det ikke med sikkerhed siges, hvorvidt investorbeskyttelsen øges eller forværres ved implementeringen af MIFID i dansk lovgivning. De styrkede informationskrav, samt kravene om 'best execution' taler for en øget gennemsigtighed omkring disse, hvorved investorbeskyttelsen er øget. Men effekten af ændringen i markedsforholdene er endnu ikke fuldt synlige og der er særligt grundet åbningen af muligheden for brugen af multilaterale handelsfaciliteter risiko for at den øgede investorbeskyttelse bliver tilsidesat med ønsket om øget konkurrence. Dette skyldes særligt påvirkningen af gennemsigtigheden sammenholdt med påvirkningen af likviditeten som alt andet lige vil besværliggøre både muligheden for at sikre 'best execution' for investorerne, samt investorernes mulighed for at evaluere om værdipapirhandleren sikrer denne 'best execution'.

18. Konklusion

Som det fremgår af indeværende opgave, er der med indførelsen af MIFID i dansk lovgivning blevet implementeret en række nye krav for danske kapitalforvaltere. Disse tager udgangspunkt i formålet med direktivet nemlig at skabe øget konkurrence, samt sikring af investorbeskyttelse når der åbnes op for den fri bevægelighed af tjenesteydelser indenfor værdipapirhandelsområdet.

Kravene kan godtgøres i henhold til økonomisk teori, da det heraf fremgår at der som følge af forskellige markedstyper, samt likviditetens betydning kan opstå forskellige priser på forskellige markeder. Herudover kan formålet med en transaktion have betydning for, hvilke faktorer en investor vil lægge vægt på ved udførelsen af dennes handler. Dette betyder, at det for investoren ikke vil være ligegyldigt, hvor og hvordan handlen eksekveres, hvilket i sig selv godtgør kravet om sikring af 'best execution'.

Af det kombinerede afsnit fremgår det imidlertid, at det ikke altid vil være lige let for kapitalforvalteren at opfylde kravene om at træffe alle rimelige foranstaltninger for sikring af 'best execution', samt monitoreringen heraf. Det kræves, at kapitalforvalteren har en ordreudførelsespolitik, samt andre procedurer, som sikrer at kapitalforvalteren opnår de for kunden bedst mulige vilkår, hvilket som oftest og som udgangspunkt altid for ikke-professionelle investorer består i sikringen af den bedst mulige pris under hensyntagen til omkostninger.

På meget likvide markeder, hvor der er stor gennemsigtighed vil dokumentationen som udgangspunkt være mulig at opnå via de priser, som viser sig i markedet på tidspunktet for handlens gennemførelse. Skulle der være særlige betingelser, som gør sig gældende for den pågældende handel må dette så godtgøres særskilt. Men selv på likvide markeder kan det være svært at dokumentere, at der rent faktisk er tale om 'best execution' for investoren.

Det første eksempel gennemgået ovenfor viste at der for blokhandler, hvor flere kunders ordrer slås sammen i en stor ordre kan være problemer med dokumenteringen af 'best execution'. Særligt skyldes dette, at kapitalforvalteren først efter transaktionens gennemførelse vil kunne vurdere, om det bedst mulige resultat blev opnået for kunderne, som deltog i blokken. Kapitalforvalteren vil af hensyn til markedspåvirkningen og derved prisen, som kan opnås på de sidste papirer vælge at dele handlen op og mødes således med to muligheder. Enten at tage den pris

som viser sig de efterfølgende dage, eller betale en risikopræmie for at fastlåse prisen til dagens pris.

I det andet eksempel er der tale om en mindre likvid realkreditobligation, som muligvis skal sælges. Heraf fremgår det at der kan være stor forskel på de priser, som stilles af børsmæglerne, men at det som følge af risikoen for at påvirke prisen negativt, er begrænset, hvor mange priser en kapitalforvalter kan udbede. Det er ikke muligt at vide, præcist hvor grænsen går mht. antallet af adspurgte børsmæglere, hvilket stiller kapitalforvalteren i en svær situation.

Som det fremgår af diskussionen er det ikke muligt at fastslå en endelig konklusion på, hvorvidt implementeringen af MIFID rent faktisk medfører en opfyldelse af de formål, som fremgår af direktivet. Det må siges, at rammerne for at kunne skabe øget konkurrence og derved lavere transaktionsomkostninger er givet i direktivet, samt den efterfølgende indførelse i dansk lovgivning, men effekten heraf er endnu ikke mulig at fastslå. Fremtiden vil således vise, i hvor stort et omfang der vil blive dannet en række MHF'er, som vil øge den nuværende konkurrence.

Enkelte MHF'ere er allerede dannet og en af disse er Turquoise, der består af verdens 9 største investorer. Effekten af likviditetsforskydninger og forskellige markedsstrukturer fremgår af det økonomiske afsnit, hvorfor det må forventes at sikringen af 'best execution' i fremtiden vil blive endnu sværere som følge heraf.

Dette modsvarer i kravet om transaktionsrapportering og offentliggørelse, for at give investorerne og kapitalforvalterne bedre overblik over, hvilke priser der er i markedet. Denne rapportering må imidlertid siges at have enkelte mangler mht. at rapporteringen kan ske meget spredt, samt ved udskydelsen af rapportering ved større handler.

Alt i alt er det således ikke på nuværende tidspunkt muligt klart at konkludere, hvorvidt konkurrencen vil øges markant selvom de nuværende MHF udspil taler herfor. Denne vil imidlertid uundgåeligt have en effekt på investorbeskyttelsen som trods skærpede krav også realistisk skal kunne opfyldes af kapitalforvalterne for at kunne opfylde direktivets formål om øget investorbeskyttelse. Hvorvidt det endelige resultat er en øget investorbeskyttelse vil således først kunne afgøres i fremtiden.

19. Kilder

Bøger:

Amihud, Yakov; Mendelson, Haim og Pedersen, Lasse Heje. 2005 (bog udgave 2006). Liquidity and Asset Prices. Foundation and Trends in Finance. Vol. 1, no. 4: 269-364.

Choudhry, Moorad. 2003. The bond and money markets – Strategy, trading, analysis. Oxford: Butterworth-Heinemann

Danmarks National Bank. 2008. Statens Låntagning og Gæld 2007. København: Schultz Grafisk.

Dutta, Prajit K. 2001. Strategies and Games – Theory and Practice. London: The MIT Press.

Harris, Larry. 2003. Trading and Exchanges – Market Microstructure for Practitioners. New York: Oxford University Press, Inc.

Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W. og Jaffe, Jeffrey. 2008. Corporate Finance. New York: McGraw-Hill/Irwin.

Schaumburg-Müller, Peer og Werlauf, Erik. 2008 (4. udgave, 1. Oplag). Børs- og Kapitalmarkedsret. København: Jurist- og Økonomiforbundets Forlag.

Solnik, Bruno og McLeavey, Dennis. 2003. International Investments. New York: Pearson Addison Wesley, Inc.

Artikler:

Acharya, Viral V. og Pedersen, Lasse Heje. 2005. Asset Pricing with Liquidity Risk. Journal of Financial Economics. Vol 77: 375-410

Dutta, Prajit K. og Madhavan, Ananth. 1997. Competition and Collusion in Dealer Markets. The Journal of Finance. Vol LII, No 1: 245-276.

De Jong, Frank og Driesen, Joost. 2005. Liquidity Risk Premia in Corporate Bond Markets. Working paper from University of Amsterdam.

Flor, Christian Riis og Munk, Claus. 2007. Indledende Obligations og Rentestrukturanalyse. Syddansk Universitet. (Uddrag vedlagt som bilag 20)

Houmann, Anna Louise. 2005. Danske kapitalforvaltere møder konkurrence fra udlandet. Berlingske Tidende, 21 marts.

Penge/ DR-nyhederne. 2007. Nasdaq køber OMX:
<http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2007/05/25/081032.htm?rss=true>

NIM's ordredøftelsespolitik. 2007. Vedlagt som bilag 19

Hjemmesider:

CESR's MIFID database:
http://mifidatabase.cesr.eu/Index.aspx?sectionlinks_id=4&language=0&pageName=Home

OMX nordic exchange prislister:

http://www.omxnordicexchange.com/digitalAssets/47/47181_OMX_the_Nordic_Exchange_-_Cash_Market_Pricelist_from_June_2_2008.pdf (uddrag vedlagt som bilag 18)

Turquoise:

http://www.tradeturquoise.com/tq_about.shtml

Retskilder:

BEK nr. 72 af 31. januar 2003 om god værdipapirhandelsskik - historisk (vedlagt som 12)

BEK nr. 213 af 5. marts 2007 om værdipapirhandleres udførelse af ordrer (vedlagt som bilag 15)

BEK nr. 686 af 20. juni 2007 om god skik – historisk (kapitel 9 er vedlagt som bilag 11)

BEK nr. 809 af 29. juni 2007 om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel (vedlagt som bilag 13)

BEK nr. 848 af 26. august 2008 af lov om værdipapirhandel mv. (vedlagt som bilag 7)

BEK nr. 897 af 4. september 2008 af Lov om finansiel virksomhed (uddrag vedlagt som bilag 5)

BEK nr. 1178 af 11. oktober 2007 om bindende prisstillelser på aktier, samt gennemsigtighed for handel med værdipapirer (vedlagt som bilag 9)

BEK nr. 1189 af 10. oktober 2007 om indberetning af transaktioner med værdipapirer (vedlagt som bilag 8)

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 (konsolideret version per 20 marts 2008 vedlagt som bilag 1)

Finanstilsynets afgørelse af 19. december 2007 om Lov om finansiel virksomhed § 7, stk. 2, § 9, stk. 1, og bilag 4 og 5 - konsekvenserne af MiFID-direktivets gennemførelse for pengeinstitutter med tilladelse som værdipapirhandlere (vedlagt som bilag 6)

Kommissionens forordning (EF) 1287/2006 af 10. August 2006 (vedlagt som bilag 3)

Lov nr. 108 af 7. februar 2007 om ændring af lov om værdipapirhandel m.v., lov om finansiel virksomhed etc. (vedlagt som bilag 4)

Vejledning nr. 9010 af 8. januar 2008 til BEK om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel (vedlagt som bilag 14)

Vejledning 9833 af 25. november 2007 til BEK nr. 72 af 31. januar 2003 om god værdipapirhandelsskik (vedlagt som bilag 12)

Vejledning nr. 10181 af 26. september 2007 til BEK om værdipapirhandleres udførelse af ordrer

BILAG

MIFID OG BEST EXECUTION

Kandidatafhandling

Ved Handelshøjskolen i København, Cand.merc.(jur.)-studiet

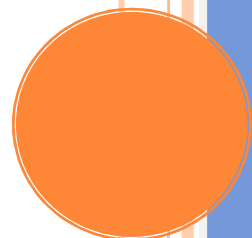
3. oktober 2008

Vejledning

Økonomisk vejleder: Jesper Rangvid
Juridisk vejleder: Jens Fejø

Udarbejdet af:

Tine Vestergren Jensen



Indhold

<u>Bilag 1 – Konsolideret version af direktivet 2004/39/EF (MIFID)</u>	91
<u>Bilag 2 – CESR beskrivelse</u>	154
<u>Bilag 3 – Kommissionens forordning 1287/2006/EF</u>	156
<u>Bilag 4 – Ændringslov nr. 108 af 7. februar 2007</u>	186
<u>Bilag 5 – Uddrag af bekendtgørelse nr. 897 af 4. september 2008 af Lov om finansiel virksomhed</u>	245
<u>Bilag 6 – Afgørelse fra Finanstilsynet</u>	257
<u>Bilag 7 – Bekendtgørelse nr. 848 af 26. august 2008 af lov om værdipapirhandel mv.</u>	258
<u>Bilag 8 – BEK nr. 1189 af 10 oktober 2007 om indberetning af transaktioner med værdipapirer</u>	324
<u>Bilag 9 – BEK nr. 1178 af 11 oktober 2007 om bindende prisstillelser på aktier , samt gennemsigtighed for handel med værdipapirer</u>	328
<u>Bilag 10 – Systematiske Internaliserer</u>	334
<u>Bilag 11 – kapitel 9 fra BEK nr. 686 af 20. juni 2007 om god skik</u>	335
<u>Bilag 12 – BEK nr. 72 af 31 januar 2003 om god værdipapirhandelsskik, samt vejledning</u>	338
<u>Bilag 13 – BEK nr. 809 af 29. juni 2007 om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel</u>	353
<u>Bilag 14 – vejledning nr. 9010 til bekendtgørelsen om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel</u>	374
<u>Bilag 15 – BEK nr. 213 af 5. marts 2007 om værdipapirhandleres udførelse af ordrer</u>	396
<u>Bilag 16 – vejledning nr. 10181 til bekendtgørelsen om værdipapir-handleres udførelse af ordrer</u>	399
<u>Bilag 17 – fakta om Nasdaq OMX sammenlægningen</u>	403
<u>Bilag 18 – Prisliste fra Nasdaq OMX</u>	405
<u>Bilag 19 – NIM's ordreudførelsespolitik</u>	406
<u>Bilag 20 – Det danske pengemarked og obligationsmarked</u>	410
<u>Bilag 21 – Statens låntagning og gæld 2007</u>	419
<u>Bilag 22 – Turquoise</u>	428

Bilag 1 – Konsolideret version af direktivet 2004/39/EF (MIFID)

Dette dokument er et dokumentationsredskab, og institutionerne påtager sig intet ansvar herfor

EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF

(EUT L 145 af 30.4.2004, s. 1)

Ændret ved:

Tidende nr. side dato

- **M1** Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/31/EF af 5. april 2006 L 114 60 27.4.2006
- **M2** Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2007/44/EF af 5. September 2007 L 247 1 21.9.2007
- **M3** Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2008/10/EF af 11. marts 2008 L 76 33 19.3.2008

Berigtiget ved:

- **C1** Berigtigelse, EUT L 45 af 16.2.2005, s. 18 (2004/39/EF)
- **C2** Berigtigelse, EUT L 51 af 26.2.2008, s. 27 (2004/39/EF)

EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF

EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET FOR DEN EUROPÆISKE UNION

HAR —

under henvisning til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, særlig artikel 47, stk. 2, under henvisning til forslag fra Kommissionen ⁽⁷⁹⁾, under henvisning til udtalelse fra Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg ⁽⁸⁰⁾, under henvisning til udtalelse fra Den Europæiske Centralbank ⁽⁸¹⁾, efter proceduren i traktatens artikel 251, ⁽⁸²⁾ og ud fra følgende betragtninger:

(1) Formålet med Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer ⁽⁸³⁾ var at fastlægge betingelserne for, at investeringsselskaber og banker, som havde fået tilladelse, kunne levere nærmere specificerede tjenesteydelser eller oprette filialer i andre medlemsstater på grundlag af hjemlandstilladelse og –tilsyn. Direktivet tog derfor sigte på at harmonisere de krav, investeringsselskaber skulle opfylde for at opnå den første tilladelse og drive

⁷⁹ EUT C 71 E af 25.3.2003, s. 62.

⁸⁰ EUT C 220 af 16.9.2003, s. 1.

⁸¹ EUT C 144 af 20.6.2003, s. 6.

⁸² Europa-Parlamentets udtalelse af 25.9.2003 (endnu ikke offentliggjort i EUT), Rådets fælles holdning af 8.12.2003 (EUT C 60 E af 9.3.2004, s. 1) og Europa-Parlamentets holdning af 30.3.2004 (endnu ikke offentliggjort i EUT). Rådets beslutning af 7.4.2004.

⁸³ EFT L 141 af 11.6.1993, s. 27. Senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/87/EF (EUT L 35 af 11.2.2003, s. 1).

virksomhed, herunder reglerne om god forretningsskik. Også nogle af betingelserne for at drive regulerede markeder blev harmoniseret ved direktivet.

(2) I de senere år er flere investorer blevet aktive på de finansielle markeder, hvor de tilbydes et stadig mere komplekst og vidtrækkende sæt tjenesteydelser og instrumenter. Som følge af denne udvikling bør Fællesskabets retlige ramme omfatte hele viften af investororienterede aktiviteter. Med henblik herpå er det nødvendigt at fastsætte bestemmelser, der sikrer den grad af harmonisering, der er nødvendig for at give investorer en udstrakt beskyttelse og gøre det muligt for investeringsselskaber at levere tjenesteydelser i hele Fællesskabet, der er et indre marked, på grundlag af hjemlandstilsyn. I betragtning af det ovenfor anførte bør direktiv 93/22/EØF erstattes af et nyt direktiv.

(3) På grund af investorers stigende afhængighed af personlige anbefalinger bør investeringsrådgivning medtages som en investeringsservice, der kræver tilladelse.

(4) På listen over finansielle instrumenter bør medtages visse råvarederivater og andre derivater, der udfærdiges, og handles på en sådan måde, at de giver anledning til samme reguleringsmæssige spørgsmål som traditionelle finansielle instrumenter.

(5) Det er nødvendigt at indføre en omfattende ordning for regulering af gennemførelsen af transaktioner med finansielle instrumenter, uanset hvilke handelsmetoder der anvendes for at gennemføre transaktionerne, for at sikre en udførelse af investortransaktioner af høj kvalitet og opretholde det finansielle systems integritet og overordnede effektivitet. Der bør fastlægges en sammenhængende og risikosensitiv ramme for regulering af de vigtigste typer, der for tiden anvendes på den europæiske finansielle markedsplads. Det er nødvendigt at anerkende, at der er opstået en ny generation af organiserede handelssystemer ved siden af de regulerede markeder, som bør underlægges forpligtelser, som kan medvirke til at bevare effektive og velfungerende finansielle markeder. Med henblik på at skabe en rimelig reguleringsmæssig ramme bør direktivet indeholde bestemmelser om indførelse af en ny investeringsservice, der har forbindelse med driften af MHF'er.

(6) Der bør fastlægges definitioner af et reguleret marked og en MHF, der er nøje afstemte, således at de afspejler, at begreberne repræsenterer den samme funktion (organiseret handel). Definitionerne bør ikke omfatte bilaterale systemer, hvor investeringsselskabet gennemfører hver handel for egen regning og ikke som en risikofri modpart, der skydes ind mellem køber og sælger. Udtrykket »system« omfatter såvel alle markeder, der består i kraft af både et regelsæt og en handelsplads, som markeder, der udelukkende fungerer på grundlag af et regelsæt. Regulerede markeder og MHF'er er ikke tvunget til at have et »teknisk« system til matchning af ordrer. Et marked, som udelukkende består i kraft af et regelsæt for forhold i forbindelse med medlemskab, optagelse af instrumenter til handel, handel mellem medlemmer, indberetning og, hvis relevant, gennemsigtighedsforpligtelser er i dette direktivs forstand et reguleret marked eller en MHF, og transaktioner, der gennemføres i henhold til disse regler, anses for at være gennemført i henhold til et reguleret markeds eller en MHF's system. Udtrykket »købs- og salgsinteresser« skal opfattes bredt og omfatter ordrer, prisstillelser og interessemarkeringer. Ved kravet om, at interesserne skal sammenbringes inden for systemet og efter faste regler opstillet af systemets operatør forstås, at interesserne sammenbringes efter systemets regler eller ved brug af systemets protokoller eller interne driftsprocedurer (inklusive de procedurer, der er indarbejdet i computersoftware). Ved »faste regler« forstås, at reglerne ikke overlader det investeringsselskab, der driver en MHF, noget

skøn med hensyn til, hvorledes interesserne kan matches. Definitionerne kræver, at interesserne sammenbringes på en sådan måde, at det fører til en kontrakt, hvilket indebærer, at udførelsen skal foregå efter systemets regler eller ved brug af systemets protokoller eller interne driftsprocedurer.

(7) Dette direktiv skal omfatte de virksomheder, hvis faste erhverv eller virksomhed består i at yde investeringsservice og/eller udøve investeringsaktiviteter i erhvervsøjemed. Direktivet bør derfor ikke omfatte personer, hvis erhvervsmæssige virksomhed er af en anden art.

(8) Personer, der administrerer deres egne aktiver, og virksomheder, der ikke yder anden investeringsservice og/eller udøver andre investeringsaktiviteter end handel for egen regning, medmindre de er prisstillere eller handler for egen regning uden for et reguleret marked eller MHF på organiseret, hyppigt og systematisk grundlag ved at tilbyde et system, der er tilgængeligt for tredjemand, med henblik på at indgå i handler med vedkommende, bør ikke være omfattet af dette direktiv.

(9) Når der i teksten henvises til personer, bør dette omfatte både fysiske og juridiske personer.

(10) Forsikringselskaber, hvis virksomhed er underlagt et passende tilsyn fra de kompetente tilsynsførende myndigheder, og som er omfattet af Rådets direktiv 64/225/EØF af 25. februar 1964 om ophævelse af begrænsningerne i etableringsfriheden og den fri udveksling af tjenesteydelser inden for genforsikring og retrocession (⁸⁴), Rådets første direktiv 73/239/EØF af 24. juli 1973 om samordning af de administrativt eller ved lov fastsatte bestemmelser om adgang til udøvelse af direkte forsikringsvirksomhed bortset fra livsforsikring (⁸⁵) samt Rådets direktiv 2002/83/EF af 5. november 2002 om livsforsikringsvirksomhed (⁸⁶), bør være undtaget fra direktivet.

(11) Personer, der ikke leverer tjenesteydelser til tredjemand, men hvis virksomhed udelukkende består i at yde investeringsservice til deres modervirksomhed, deres dattervirksomheder eller et af deres modervirksomheds andre dattervirksomheder, skal ikke være omfattet af direktivet.

(12) Personer, der som led i deres normale erhvervsmæssige virksomhed lejlighedsvist yder investeringsservice, bør også være undtaget fra direktivet, såfremt denne virksomhed er omfattet af lovbestemmelser, der ikke udelukker, at der ydes lejlighedsvis investeringsservice.

(13) Personer, hvis investeringsservice udelukkende består i at forvalte en ordning for medarbejderdeltagelse, og som i denne forbindelse ikke yder investeringsservice til tredjemand, bør ikke være omfattet af dette direktivs bestemmelser.

(14) Centralbanker og andre lignende organer, som udfører tilsvarende opgaver, samt offentlige organer, der har ansvaret for forvaltningen af den offentlige gæld, eller som deltager heri – dette begreb omfatter gældens placering – bør udelukkes fra direktivets anvendelsesområde. Denne udelukkelse gælder dog ikke for virksomheder med offentlig kapital, hvis formål er kommercielt eller forbundet med erhvervelse af kapitalinteresser.

⁸⁴ EFT 56 af 4.4.1964, s. 878/64. Ændret ved tiltrædelsesakten af 1972

⁸⁵ EFT L 228 af 16.8.1973, s. 3. Senest ændret ved direktiv 2002/87/EF.

⁸⁶ EFT L 345 af 19.12.2002, s. 1.

(15) Kollektive investeringsinstitutter og pensionskasser, uanset om de er samordnet på fællesskabsplan eller ej, samt depositarer og ledere af sådanne virksomheder, bør være udelukket fra direktivets anvendelsesområde, idet de er underlagt særlige bestemmelser, som er direkte tilpasset deres aktiviteter.

(16) For at være omfattet af undtagelserne til dette direktiv bør den pågældende person til stadighed opfylde betingelserne for disse undtagelser. Hvis en person yder investeringsservice eller udfører investeringsaktiviteter og er undtaget fra dette direktiv, fordi denne service eller disse aktiviteter er accessorisk i forhold til hans hovederhverv på koncernniveau, bør den pågældende f.eks. ikke længere være omfattet af undtagelsen vedrørende accessoriske tjenesteydelser, hvis udførelsen af denne service eller disse aktiviteter opfører med at være accessorisk til hans hovederhverv.

(17) Med henblik på at beskytte investorerne og sikre det finansielle systems stabilitet bør ydelsen af den form for investeringsservice og/eller udførelsen af investeringsaktiviteter, som er omfattet af dette direktiv, være betinget af, at personens hjemland har meddelt tilladelse hertil.

(18) Kreditinstitutter, som har tilladelse i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF af 20. marts 2000 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut ⁽⁸⁷⁾, bør ikke have anden tilladelse i henhold til dette direktiv for at yde investeringsservice eller udføre investeringsaktiviteter. Når et kreditinstitut beslutter at yde investeringsservice eller udføre investeringsaktiviteter, bør den kompetente myndighed, før den giver en tilladelse, kontrollere, at det opfylder de relevante bestemmelser i dette direktiv.

(19) Hvis et investeringsselskab på ikke-regelmæssig basis yder en eller flere former for investeringsservice eller udfører en eller flere former for investeringsaktiviteter, der ikke er omfattet af dets tilladelse, bør det ikke behøve nogen supplerende tilladelse i henhold til dette direktiv.

(20) Modtagelse og formidling af ordrer bør i henhold til dette direktiv omfatte det forhold, at to eller flere investorer bringes i forbindelse med hinanden, således at der tilvejebringes en transaktion.

(21) I forbindelse med den kommende revision af kapitalgrundlagsrammen i Basel II erkender medlemsstaterne, at der er behov for på ny at overveje, om investeringsselskaber, der udfører kundeordrer på grundlag af ejermatchning, skal anses for at optræde som ejere og følgelig underkastes yderligere krav til lovpligtig kapital.

(22) Principperne om gensidig anerkendelse og hjemlandstilsyn forudsætter, at de kompetente myndigheder i hver medlemsstat bør undlade at meddele tilladelse eller bør inddrage denne i de tilfælde, hvor det af sådanne forhold som driftsplanen, den geografiske placering eller de faktiske aktiviteter klart fremgår, at det pågældende investeringsselskab udelukkende har valgt denne medlemsstats retssystem for at unddrage sig de strengere bestemmelser, der gælder i den medlemsstat, hvor det agter at drive eller allerede driver størstedelen af sin virksomhed. Et investeringsselskab, som er en juridisk person, bør have tilladelse i den medlemsstat, hvor det har sit vedtægtsmæssige hjemsted. Et investeringsselskab, der ikke er en juridisk person, bør have tilladelse i den medlemsstat, hvor dets hovedkontor ligger. Medlemsstaterne bør i øvrigt kræve, at et

⁸⁷ EFT L 126 af 26.5.2000, s. 1. Senest ændret ved direktiv 2002/87/EF.

investeringsselskabs hovedkontor altid skal ligge i den medlemsstat, som er investeringsselskabets hjemland, og hvor investeringsselskabet faktisk udøver sin virksomhed.

(23) Et investeringsselskab, der har fået tilladelse i sit hjemland, bør have ret til at yde investeringsservice eller udføre investeringsaktiviteter i hele Fællesskabet uden at skulle ansøge om særskilt tilladelse fra den kompetente myndighed i den medlemsstat, hvor det ønsker at yde denne service eller udføre disse aktiviteter.

(24) Da en række investeringsselskaber er fritaget fra visse forpligtelser i Rådets direktiv 93/6/EØF af 15. marts 1993 om kravene til investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag ⁽⁸⁸⁾, bør de forpligtes til enten at have en minimumskapital eller tegne en erhvervsansvarsforsikring eller en kombination heraf. Ved tilpasning af forsikringssummerne bør der tages hensyn til de tilpasninger, der er foretaget i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv af 2002/92/EF af 9. December 2002 om forsikringsmæglervirksomhed ⁽⁸⁹⁾. Disse særlige kapitalkravsbestemmelser bør dog ikke foregribe eventuelle beslutninger om, hvorledes sådanne selskaber skal behandles ved fremtidige ændringer af Fællesskabets lovgivning om kapitalkrav.

(25) Da den tilsynsmæssige regulering bør begrænses til de foretagender, som, fordi de forvalter en handelsbeholdning erhvervsmæssigt, udgør en kilde til modpartsrisiko for andre markedsdeltagere, bør foretagender, der handler for egen regning med finansielle instrumenter, inklusive de råvarederivater, der er omfattet af dette direktiv, og foretagender, der yder investeringsservice inden for råvarederivater til kunder i deres hovederhverv på en måde, der, er accessorisk i forhold til deres hovederhverv på koncernniveau, såfremt dette hovederhverv ikke er ydelse af investeringsservice i henhold til dette direktiv, udelukkes fra direktivets anvendelsesområde.

(26) For at beskytte en investors ejendomsret og andre tilsvarende rettigheder til værdipapirer samt hans rettigheder til de midler, som selskabet får betroet, bør disse rettigheder navnlig holdes adskilt fra selskabets egne. Dette princip bør dog ikke forhindre et selskab i at investere i eget navn på vegne af investor, når transaktionens form gør dette nødvendigt, og investor er indforstået hermed, f.eks. lån af værdipapirer.

(27) Når en kunde i overensstemmelse med Fællesskabets lovgivning og navnlig Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/47/EF af 6. juni 2002 om aftaler om finansiell sikkerhedsstillelse ⁽⁹⁰⁾ overdrager den fulde ejendomsret til finansielle instrumenter eller midler til et investeringsselskab med henblik på at sikre eller på anden måde dække nuværende eller fremtidige, faktiske, eventuelle eller potentielle forpligtelser, bør sådanne finansielle instrumenter eller midler heller ikke længere anses for at tilhøre klienten.

(28) Reglerne for meddelelse af tilladelse inden for Fællesskabet til filialer af investeringsselskaber, der har fået tilladelse i tredjelande, bør fortsat finde anvendelse på sådanne selskaber. Disse filialer bør ikke være omfattet af den fri udveksling af tjenesteydelser efter traktatens artikel 49 og heller ikke af etableringsfriheden i andre medlemsstater end den, hvori de er etablerede. Med henblik på sager, hvor Fællesskabet ikke er bundet af nogen bilaterale eller multilaterale forpligtelser, bør der

⁸⁸ EFT L 141 af 11.6.1993, s. 1. Senest ændret ved direktiv 2002/87/EF.

⁸⁹ EFT L 9 af 15.1.2003, s. 3.

⁹⁰ EFT L 168 af 27.6.2002, s. 43.

indføres en procedure, der tager sigte på at sikre, at EF-investeringsselskaber på basis af gensidighed nyder tilsvarende behandling i de pågældende tredjelande.

(29) Det voksende antal forskellige aktiviteter, som mange investeringsselskaber udøver samtidig, har øget risikoen for interessekonflikter mellem disse forskellige aktiviteter og deres kunders interesser. Det er derfor nødvendigt at fastsætte bestemmelser, der sikrer, at sådanne konflikter ikke skader kunders interesser.

(30) En tjenesteydelse bør betragtes som leveret på initiativ af en kunde, medmindre kunden anmoder om den som svar på en personlig henvendelse fra selskabet eller på dets vegne til den pågældende kunde og denne henvendelse indeholder en opfordring eller søger at påvirke kunden for så vidt angår et bestemt finansielt instrument eller en bestemt transaktion. En tjenesteydelse kan betragtes som leveret på kundens initiativ, selv om kunden anmoder om den på grundlag af en henvendelse, der søger at fremme eller indeholder et tilbud om finansielle instrumenter på en måde, som i kraft af sin karakter er generel og henvendt til offentligheden eller en større gruppe eller kategori af kunder eller potentielle kunder.

(31) Et af formålene med direktivet er at beskytte investorerne. Foranstaltningerne til beskyttelse af investorerne bør tilpasses de forskellige investorkategorier (detailinvestorer, professionelle investorer og modparter).

(32) Uanset princippet om hjemlandstilladelse og hjemlandstilsyn og hjemlandets håndhævelse af forpligtelser i forbindelse med drift af filialer vil det være hensigtsmæssigt, at den kompetente myndighed i værtslandet får ansvaret for at håndhæve visse forpligtelser fastlagt i dette direktiv, når forretninger gennemføres gennem en filial på det område, hvor filialen er beliggende, idet denne myndighed er tættest på filialen og bedre i stand til at afdække og gribe ind over for tilsidesættelse af reglerne for filialens drift.

(33) Det er nødvendigt at pålægge investeringsselskaber en effektiv »best execution«-forpligtelse for at sikre, at investeringsselskaberne udfører kundeordrer på de for kunden gunstigste vilkår. Denne forpligtelse bør gælde for det selskab, der har kontraktlige eller agentmæssige forpligtelser over for kunden.

(34) Fair konkurrence forudsætter, at markedsdeltagere og investorer kan sammenligne de priser, som de forskellige handelssystemer (dvs. regulerede markeder, MHF og formidlere) har pligt til at offentliggøre. Med henblik herpå anbefales det, at medlemsstaterne fjerner alle hindringer, som kan stå i vejen for en konsolidering på europæisk plan af de relevante oplysninger og offentliggørelsen heraf.

(35) Når forretningsforholdet etableres med kunden, kan investeringsselskabet bede kunden eller den potentielle kunde om samtidig at erklære sig indforstået med ordreudførelsespolitikken og muligheden af at vedkommendes ordrer udføres uden om et reguleret marked eller en MHF.

(36) Personer, som yder investeringsservice på flere end et investeringsselskabs vegne, bør betragtes ikke som tilknyttede agenter, men som investeringsselskaber, hvis de falder ind under definitionen i dette direktiv, med undtagelse af visse personer der kan være undtaget.

(37) Dette direktiv bør ikke anfægte tilknyttede agents ret til at udøve aktiviteter, der er omfattet af andre direktiver, og beslægtede aktiviteter, der involverer andre finansielle tjenesteydelser eller produkter end dem, der er omfattet af dette direktiv, heller ikke selv om aktiviteterne udøves for dele af samme finansielle koncern.

(38) Direktivet bør ikke omfatte betingelserne for at udøve virksomhed uden for investeringsselskabets område (dørsalg).

(39) Medlemsstaternes kompetente myndigheder bør ikke registrere en tilknyttet agent eller bør trække registreringen tilbage, hvis de aktiviteter, der rent faktisk udøves, klart viser, at den tilknyttede agent har valgt en bestemt medlemsstats retssystem med henblik på at unddrage sig strengere normer, som gælder i en anden medlemsstat på det område, hvor denne agter at udøve eller udøver størstedelen af sine aktiviteter.

(40) Ved anvendelsen af dette direktiv bør godkendte modparter anses for at handle som kunder.

(41) For at sikre, at reglerne om god forretningsskik (herunder reglerne om »best execution« og behandling af kundeordrer) håndhæves, hvad angår de investorer, der har størst behov for denne beskyttelse, og i overensstemmelse med veletableret markedspraksis i Fællesskabet bør det tydeliggøres, at der kan ses bort fra reglerne om god forretningsskik ved transaktioner, der er gennemført med eller tilvejebragt mellem godkendte modparter.

(42) Forpligtelsen til at offentliggøre limiterede kundeordrer i forbindelse med transaktioner med godkendte modparter bør kun finde anvendelse, hvis modparten udtrykkeligt sender en limiteret ordre til et investeringsselskab med henblik på udførelse af ordren.

(43) Medlemsstaterne skal beskytte fysiske personers ret til privatlivets fred i forbindelse med behandlingen af personoplysninger i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 1995/46/EF af 24. oktober 1995 om beskyttelse af fysiske personer i forbindelse med behandling af personoplysninger og om fri udveksling af sådanne oplysninger.⁽⁹¹⁾

(44) Med det dobbelte formål at beskytte investorerne og sørge for, at værdipapirmarkedene fungerer efter hensigten, skal det sikres, at der er gennemsigtighed i forbindelse med transaktionerne, og at de regler, der i dette direktiv er fastsat i dette øjemed, finder anvendelse på investeringsselskaber, når de opererer på markedet. For at gøre det muligt for investorer og markedsdeltagere til enhver tid at vurdere vilkårene for en påtænkt aktiehandel og senere kontrollere de betingelser, hvorunder handelen blev gennemført, bør der fastsættes fælles regler for offentliggørelse af oplysninger om gennemførte aktiehandel og for videregivelse af nærmere oplysninger om aktuelle muligheder for at handle aktier. Reglerne er nødvendige for at sikre en effektiv integrering af medlemsstaternes aktiemarkeder, effektivisere den overordnede kursdannelsesproces for aktier og fremme en effektiv anvendelse af bestemmelserne om »best execution«. Dette kræver omfattende gennemsigtighedsregler, der gælder for alle aktiehandler, uanset om disse gennemføres bilateralt af et investeringsselskab eller over regulerede markeder eller MHF'er. Investeringsselskabers forpligtelser i henhold til dette direktiv til at stille en købs- og salgspris og udføre en ordre til den stillede pris løser ikke disse selskaber fra forpligtelsen til at

⁹¹ EFT L 281 af 23.11.1995, s. 31.

videresende en ordre til et andet handelssystem, når en sådan internalisering kunne hindre selskabet i at opfylde »best execution«- forpligtelserne.

(45) Medlemsstaterne bør også kunne anvende direktivets forpligtelse til at indberette transaktioner på finansielle instrumenter, der ikke er optaget til handel på et reguleret marked.

(46) En medlemsstat kan beslutte at anvende direktivets krav vedrørende før- og efter handelsgennemsigthed på andre finansielle instrumenter end aktier. I så fald bør disse krav gælde for alle investeringsselskaber, for hvilke medlemsstaten er hjemland for deres virksomhed på denne medlemsstats område, samt for grænseoverskridende virksomhed, der gennemføres i kraft af den fri udveksling af tjenesteydelser. De bør også gælde for virksomhed, der udøves på denne medlemsstats område af filialer, der er etableret på dens område, og som er knyttet til investeringsselskaber, der har opnået tilladelse i en anden medlemsstat.

(47) Alle investeringsselskaber bør have samme mulighed for at blive medlem af eller have adgang til regulerede markeder i hele Fællesskabet. Uanset hvordan transaktionerne finder sted i medlemsstaterne, skal de tekniske og juridiske begrænsninger i adgangen til regulerede markeder afskaffes.

(48) For lettere at gøre afviklingen af grænseoverskridende transaktioner endelige bør investeringsselskaber have adgang til clearing og afviklingssystemerne i hele Fællesskabet, uanset om transaktionerne er gennemført over regulerede markeder i den pågældende medlemsstat. Der bør stilles krav om, at investeringsselskaber, som ønsker at deltage direkte i andre medlemsstaters afviklingssystemer, bør opfylde de relevante driftsmæssige og kommercielle krav til medlemskab og overholde forsigtighedsforanstaltninger for at bevare gnidningsfri og velfungerende finansielle markeder.

(49) Tilladelsen til at drive et reguleret marked bør omfatte alle aktiviteter, som har direkte forbindelse med offentliggørelse, behandling, udførelse, bekræftelse og indberetning af ordrer fra det tidspunkt, hvor ordrene modtages af det regulerede marked, til det tidspunkt, hvor de formidles med henblik på endelig afvikling, og alle aktiviteter med relation til finansielle instrumenters optagelse til handel. Tilladelsen bør tillige omfatte transaktioner, som gennem prisstillere, der er udpeget af det regulerede marked, gennemføres i henhold til det regulerede markeds systemer og i overensstemmelse med dette systems regler. Ikke alle transaktioner, der indgås af medlemmer eller deltagere på det regulerede marked eller i den regulerede MHF anses for at være indgået inden for det regulerede markeds eller den regulerede MHF's systemer. Transaktioner, som medlemmer eller deltagere indgår på bilateral basis, og som ikke opfylder alle de forpligtelser, der gælder for et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet (MHF) i henhold til dette direktiv, bør anses som transaktioner, der indgås uden for et reguleret marked eller en MHF, ved anvendelsen af definitionen på et selskab, der systematisk internaliserer (systematic internaliser). I sådanne tilfælde bør investeringsselskaber forpligtes til at offentliggøre bindende prisstillelser, hvis betingelserne i dette direktiv er opfyldt.

(50) Selskaber, der systematisk internaliserer, kan beslutte, at kun detailkunder eller kun professionelle kunder skal have adgang til de af selskaberne stillede priser, eller at begge skal have adgang. De bør ikke kunne diskriminere inden for disse kategorier af kunder.

(51) Artikel 27 forpligter ikke selskaber, der systematisk internaliserer, til at offentliggøre bindende prisstillelser for transaktioner over normal markedsstørrelse.

(52) Hvis et investeringsselskab er et selskab, der systematisk internaliserer for så vidt angår både aktier og andre finansielle instrumenter, gælder forpligtelsen til at meddele prisstillelse kun for aktier med forbehold af betragtning 46.

(53) Det er ikke formålet med dette direktiv at kræve anvendelse af regler for gennemsigtighed før handel på transaktioner, der foretages på OTC-grundlag, og hvis kendetegn bl.a. er, at de er ad hoc og uregelmæssige, foretages med engrosmodparter og er et led i en forretningsforbindelse, der selv er kendetegnet ved handler over normal markedsstørrelse, og hvor handlerne foretages uden for de systemer, som det pågældende selskab normalt benytter til sine forretninger som et selskab, der systematisk internaliserer.

(54) Den normale markedsstørrelse for enhver klasse af aktier bør ikke stå i et væsentligt misforhold til nogen af aktierne i denne klasse.

(55) Ved revisionen af direktiv 93/6/EØF bør der fastsættes minimumskapitalkrav, som regulerede markeder skal opfylde for at få tilladelse, og der bør i den forbindelse tages hensyn til den særlige form for risici forbundet med sådanne markeder.

(56) Et reguleret markeds operatører bør også kunne drive en MHF i overensstemmelse med de relevante bestemmelser i dette direktiv.

(57) Dette direktivs bestemmelser om instrumenters optagelse til handel i henhold til de af det regulerede marked håndhævede regler bør ikke berøre anvendelsen af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/34/EF af 28. maj 2001 vedrørende betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om disse værdipapirer (⁹²). Et reguleret marked bør ikke forhindres i at stille strengere krav til udstederne af værdipapirer eller instrumenter, som det regulerede marked påtænker at optage til handel, end dem, der stilles i medfør af dette direktiv.

(58) Medlemsstaterne bør kunne udpege forskellige kompetente myndigheder til at håndhæve direktivets vidtrækkende forpligtelser. Disse myndigheder bør være offentlige myndigheder, hvilket sikrer myndighedernes uafhængighed af økonomiske aktører og forhindrer interessekonflikter. I overensstemmelse med national lovgivning bør medlemsstaterne sikre passende finansiering af den kompetente myndighed. Udpegningen af offentlige myndigheder bør ikke udelukke uddelegering under den kompetente myndigheds ansvar.

(59) Eventuelle fortrolige oplysninger, som kontaktpunktet i en medlemsstat modtager gennem kontaktpunktet i en anden medlemsstat, bør ikke betragtes som rent nationale oplysninger.

(60) Det er nødvendigt at gøre de kompetente myndigheders beføjelser mere ensartede for at bane vej for, at bestemmelserne håndhæves med lige stor styrke i hele det integrerede finansielle marked. Et fælles sæt af mindstebeføjelser kombineret med de nødvendige ressourcer bør sikre tilsynets effektivitet.

⁹² EFT L 184 af 6.7.2001, s. 1. Senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF (EUT L 345 af 31.12.2003, s. 64).

(61) Med henblik på kundebeskyttelse og uden at det berører kunders ret til at indbringe deres sag for domstolene, bør medlemsstaterne tilskynde offentlige eller private organer til bilæggelse af udenretlige tvister til at indgå i et samarbejde med henblik på løsningen af grænseoverskridende tvister under hensyntagen til Kommissionens henstilling 98/257/EF af 30. marts 1998 om de principper, der finder anvendelse på organer med ansvar for udenretlig bilæggelse af tvister på forbrugerområdet ⁽⁹³⁾. Når medlemsstaterne indfører klage- og procesordninger til udenretlig bilæggelse af tvister, bør de opfordres til at gøre brug af eksisterende grænseoverskridende samarbejds mekanismer, især netværket for klager over finansielle tjenesteydelser (FIN-Net).

(62) Enhver udveksling eller videregivelse af oplysninger mellem kompetente myndigheder, andre myndigheder, organer eller personer bør være i overensstemmelse med reglerne om videregivelse af personoplysninger til tredjelande, jf. direktiv 95/46/EF.

(63) Det er nødvendigt at skærpe bestemmelserne om udveksling af oplysninger mellem nationale kompetente myndigheder og udvide disses pligt til at yde hinanden bistand og til at samarbejde. Som følge af den øgede grænseoverskridende aktivitet bør de kompetente myndigheder udveksle de for deres hverv nødvendige oplysninger for at sikre en effektiv håndhævelse af dette direktiv, også i situationer, hvor tilsidesættelse eller mistanke om tilsidesættelse af direktivet eventuelt berører myndighederne i to eller flere medlemsstater. En streng tjenstlig tavshedspligt er nødvendig for at sikre, at udvekslingen af oplysninger fungerer gnidningsløst, og at særlige rettigheder respekteres.

(64) Rådet nedsatte på samlingen den 17. juli 2000 et vismandsudvalg for regulering af europæiske værdipapirmarkeder. Udvalget foreslog i sin endelige rapport, at der indføres en ny lovgivningsmetode, som består af fire trin, nemlig grundprincipper, gennemførelsesbestemmelser, samarbejde og håndhævelse. Niveau 1, direktivet, skal begrænse sig til fastlæggelse af de brede generelle »rammep principper«, hvorimod niveau 2 skal bestå i fastlæggelse af de tekniske gennemførelsesforanstaltninger, som vedtages af Kommissionen bistået af et udvalg.

(65) Ved den resolution, Det Europæiske Råd vedtog i Stockholm den 23. marts 2001, godkendtes Vismandsudvalgets endelige rapport og forslaget om en firetrinsmetode, der skal gøre Fællesskabets lovgivningsproces på værdipapirområdet mere effektiv og gennemsigtig.

(66) Ifølge Det Europæiske Råd i Stockholm bør andet trin, gennemførelsesbestemmelserne, anvendes hyppigere for at sikre, at de tekniske bestemmelser tilpasses til den markeds- og tilsynsmæssige udvikling, ligesom der bør fastsættes frister for alle etaper i arbejdet på andet trin.

(67) Europa-Parlamentet godkendte i sin beslutning af 5. februar 2002 om gennemførelse af lovgivningen vedrørende finansielle tjenester også Vismandsudvalgets rapport med udgangspunkt i den højtidelige erklæring, Kommissionen samme dag afgav over for Parlamentet, samt skrivelsen af 2. oktober 2001 fra kommissæren for det indre marked til formanden for Parlamentets Udvalg om Økonomi og Valutaspørgsmål angående beskyttelsen af Europa-Parlamentets rolle i denne proces.

⁹³ EFT L 115 af 17.4.1998, s. 31.

(68) De nødvendige foranstaltninger til dette direktivs gennemførelse bør vedtages i henhold til Rådets afgørelse 1999/468/EF af 28. juni 1999 om fastsættelse af de nærmere vilkår for udøvelsen af de gennemførelsesbeføjelser, der tillægges Kommissionen (⁹⁴).

(69) Fra den første fremsendelse af foreslåede ændringer og gennemførelsesforanstaltninger bør Europa-Parlamentet have en frist på tre måneder til at behandle dem og afgive udtalelse. I hastende og behørigt begrundede tilfælde bør det være muligt at afkorte denne frist. Såfremt Europa-Parlamentet vedtager en beslutning inden for denne frist, bør Kommissionen på ny behandle de foreslåede ændringer eller foranstaltninger.

(70) For at tage hensyn til udviklingen på de finansielle markeder bør Kommissionen forelægge Europa-Parlamentet og Rådet rapporter om anvendelsen af bestemmelserne om erhvervsansvarsforsikring, rækkevidden af gennemsigtighedsreglerne og om eventuelle tilladelser til handlere, der har specialiseret sig i råvarederivater, til at udøve virksomhed som investeringsselskab.

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

– UDSTEDT FØLGENDE DIREKTIV:

AFSNIT I

DEFINITIONER OG ANVENDELSESOMRÅDE

Artikel 1

Anvendelsesområde

1. Dette direktiv finder anvendelse på investeringsselskaber og regulerede markeder.
2. Følgende bestemmelser finder tillige anvendelse på kreditinstitutter, som i henhold til direktiv 2000/12/EF har tilladelse til at yde en eller flere investeringsserviceydelser og/eller udføre en eller flere investeringsaktiviteter:
 - Artikel 2, stk. 2, artikel 11, 13 og 14
 - kapitel II i afsnit II, bortset fra artikel 23, stk. 2, andet afsnit
 - kapitel III i afsnit II, bortset fra artikel 31, stk. 2-4, artikel 32, stk. 2-6, og stk. 8-9
 - artikel 48-53, 57, 61 og 62, samt
 - artikel 71, stk. 1.

Artikel 2

Undtagelser

1. Dette direktiv finder ikke anvendelse på:

⁹⁴ EFT L 184 af 17.7.1999, s. 23.

- a) forsikringsselskaber som defineret i artikel 1 i direktiv 73/239/EØF eller livsforsikringsselskaber som defineret i artikel 1 i direktiv 2002/83/EF samt selskaber, der foretager genforsikring og retrocession som omhandlet i direktiv 64/225/EØF
- b) personer, der udelukkende yder investeringsservice til deres modervirksomhed, deres dattervirksomhed eller et af deres modervirksomheds andre dattervirksomheder
- c) personer, der yder investeringsservice, hvis denne service ydes lejlighedsvist i forbindelse med erhvervsmæssig virksomhed, såfremt denne virksomhed er reguleret ved lov eller fagetisk kodeks for det pågældende erhverv, som ikke udelukker, at der kan ydes service af denne art.
- d) personer, som ikke yder anden investeringsservice eller udfører andre investeringsaktiviteter end handel for egen regning, medmindre de er prisstillere eller handler for egen regning uden for et reguleret marked eller MHF på et organiseret, tilbagevendende og systematisk grundlag ved at tilbyde et system, der er tilgængeligt for tredjemand, med henblik på at indgå i handler med vedkommende
- e) personer, hvis investeringsservice udelukkende består i forvaltning af ordninger for medarbejderdeltagelse
- f) personer, der yder investeringsservice, som kun indebærer forvaltning af medarbejderdeltagelsesordninger og investeringsserviceydelser udelukkende til brug for deres modervirksomhed, dattervirksomheder eller et af deres modervirksomheds andre dattervirksomheder
- g) medlemmer af Det Europæiske System af Centralbanker og andre nationale organer med lignende funktioner samt andre offentlige organer, der har ansvar for forvaltningen af den offentlige gæld, eller som deltager heri
- h) kollektive investeringsinstitutter og pensionskasser, hvad enten de er koordineret på fællesskabsplan eller ej, samt depositarer og ledere af sådanne institutter
- i) personer, der for egen regning handler med finansielle instrumenter eller yder investeringsservice inden for råvarederivater eller udbyder derivataftaler henhørende under bilag I, afsnit C, punkt 10, til kunderne i deres hovederhverv, dog under forudsætning af, at dette er en accessorisk aktivitet til deres hovederhverv på koncernniveau, og såfremt dette hovederhverv ikke er ydelse af investeringsservice i henhold til dette direktiv eller bankserviceydelser i henhold til direktiv 2000/12/EF
- j) personer, der i forbindelse med andre erhvervsaktiviteter, der ikke er omfattet af dette direktiv, yder investeringsrådgivning, såfremt sådan rådgivning ikke honoreres særskilt
- k) personer, hvis hovederhverv består i handel for egen regning med råvarer og/eller råvarederivater. Denne undtagelse finder ikke anvendelse, hvis de personer, der for egen regning handler med råvarer og/eller råvarederivater, indgår i en koncern, hvis hovederhverv er at yde anden investeringsservice i dette direktivs forstand eller bankserviceydelser i henhold til direktiv 2000/12/EF
- l) selskaber, hvis investeringsservice og/eller aktiviteter udelukkende består i at handle for egen regning på finansielle futures-, optionseller andre derivat- og spotmarkeder med det ene formål at afdække deres positioner på derivatmarkeder, eller som handler på vegne af eller stiller priser til andre medlemmer af samme marked, og som garanteres af dette markeds clearingmedlemmer, idet ansvaret for opfyldelse af de kontrakter, som indgås af sådanne personer, påhviler det samme markeds clearingmedlemmer
- m) sammenslutninger oprettet af danske og finske pensionskasser alene med det formål at forvalte de deltagende pensionskassers midler
- n) »agenti di cambio«, hvis virksomhed og funktioner er beskrevet i artikel 201 i det italienske lovdekret nr. 58 af 24. februar 1998.

2. De rettigheder, som dette direktiv medfører, omfatter ikke udførelse af tjenesteydelser som modpart i transaktioner gennemført af offentlige organer, der beskæftiger sig med offentlig gæld, eller medlemmer af Det Europæiske System af Centralbanker under udøvelse af deres opgaver i henhold til traktaten og statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank eller af lignende funktioner i henhold til nationale bestemmelser.

3. For at tage hensyn til udviklingen på de finansielle markeder og sikre en ensartet anvendelse af dette direktiv kan Kommissionen, for så vidt angår undtagelsesbestemmelserne i litra c), i), og k) fastlægge kriterierne for bestemmelse af, hvornår en aktivitet kan anses for at være accessorisk i forhold til hovederhvervet på koncernniveau, samt hvornår en aktivitet ydes lejlighedsvist. Disse foranstaltninger, der har til formål at ændre ikkevæsentlige bestemmelser i dette direktiv ved at supplere det, vedtages efter forskriftsproceduren med kontrol i artikel 64, stk. 2.

Artikel 3

Fakultative undtagelser

1. Medlemsstaterne kan vælge ikke at anvende dette direktiv på personer, for hvilke de er hjemlandet, og:

— som ikke må forvalte kunders midler eller værdipapirer, og som af den årsag ikke på noget tidspunkt må bringe sig i debet over for deres kunder,

— som ikke må yde nogen investeringsservice bortset fra modtagelse og formidling af ordrer vedrørende værdipapirer og andele i kollektive investeringsinstitutter samt investeringsrådgivning i forbindelse med sådanne finansielle instrumenter, og

— som i forbindelse med ydelsen af den service kun må formidle ordrer til

i) investeringsselskaber med tilladelse i henhold til dette direktiv

ii) kreditinstitutter med tilladelse i henhold til direktiv 2000/12/EF

iii) investeringsselskabers eller kreditinstitutters filialer med tilladelse i tredjelande, som er underlagt og overholder forsigtighedsregler, der af de kompetente myndigheder anses for at være mindst lige så strenge som reglerne i dette direktiv, i direktiv 2000/12/EF eller direktiv 93/6/EØF

iv) kollektive investeringsinstitutter med tilladelse i henhold til en medlemsstats lovgivning til at markedsføre andele til offentligheden og til sådanne institutters ledelse

v) investeringsselskaber med fast kapital jf. artikel 15, stk. 4, i Rådets andet direktiv 77/91/EØF af 13. december 1976 om samordning af de garantier, der kræves i medlemsstaterne af de i artikel 58, stk. 2, i traktaten nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabstagerens som tredjemands interesser, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefuld⁹⁵), hvis værdipapirer noteres eller handles på et reguleret marked i en medlemsstat under forudsætning af, at disse personers virksomhed er underlagt en national regulering.

2. Personer, der er udelukket fra dette direktivs anvendelsesområde i medfør af stk. 1, må ikke frit yde investeringsservice og/eller udføre investeringsaktiviteter eller oprette filialer, jf. hhv. artikel 31 og 32.

Artikel 4

Definitioner

1. I dette direktiv forstås ved:

1) »investeringsselskab«: en juridisk person, hvis erhvervsmæssige virksomhed består i at yde én eller flere former for investeringsservice til tredjemand og/eller udføre én eller flere former for investeringsaktiviteter på erhvervsmæssigt grundlag. Medlemsstaterne kan lade definitionen af investeringsselskab omfatte selskaber, som ikke er juridiske personer under forudsætning af, at:

⁹⁵ EFT L 26 af 31.1.1977, s. 1. Senest ændret ved tiltrædelsesakten af 1994.

a) deres retlige status sikrer tredjemands interesser en grad af beskyttelse svarende til den, som gives af juridiske personer, og

b) de er underlagt et tilsvarende tilsyn, som er tilpasset til deres juridiske form.

Når en fysisk person leverer tjenesteydelser, der medfører opbevaring af tredjemands midler eller værdipapirer, kan denne dog kun betragtes som et investeringsselskab i dette direktivs forstand, hvis følgende betingelser er opfyldt, uden at de øvrige krav i dette direktiv og i direktiv 93/6/EØF derved berøres:

a) tredjemands ejendomsret til værdipapirer og midler skal være sikret, navnlig i tilfælde af selskabets eller dets ejeres insolvens eller i tilfælde af udlæg, modregning eller andre retlige midler, som bringes i anvendelse af selskabets eller dets ejeres kreditorer

b) selskabet skal være omfattet af bestemmelser om tilsyn med selskabets, herunder ejernes, solvens

c) selskabets årsregnskaber skal revideres af en eller flere personer, der i henhold til national lovgivning er autoriseret til at revidere regnskaber

d) når selskabet kun har én ejer, skal denne sørge for beskyttelse af investorerne i tilfælde af ophør af selskabets virksomhed som følge af ejerens død, uarbejdsdygtighed eller andre lignende forhold

2) »investeringsservice og -aktiviteter«: de i bilag I, afsnit A, anførte tjenesteydelser og aktiviteter i tilknytning til de i bilag I, afsnit C, omhandlede instrumenter

Kommissionen fastsætter

— hvilke derivataftaler, jf. bilag I, afsnit C, punkt 7, der har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, under hensyntagen til bl.a., om de cleares og afvikles via anerkendte clearingsinstitutter eller er omfattet af regelmæssig fastsættelse af margin

— hvilke derivataftaler, jf. bilag I, afsnit C, punkt 10, der har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, under hensyntagen til bl.a., om de handles på et reguleret marked eller en MHF, cleares og afvikles via anerkendte clearingsinstitutter eller er omfattet af regelmæssig fastsættelse af margin.

3) »accessoriske tjenesteydelser«: de i bilag I, afsnit B, anførte tjenesteydelser

4) »investeringsrådgivning«: personlige anbefalinger til en kunde, enten på anmodning eller på investeringsselskabets eget initiativ, af en eller flere transaktioner i tilknytning til finansielle instrumenter

5) »udførelse af ordrer for kunders regning«: indgåelse af aftaler om køb eller salg på kunders vegne af et eller flere finansielle instrumenter

6) »handel for egen regning«: handel over egenbeholdningen, som resulterer i handler med et eller flere finansielle instrumenter

7) »selskab, der systematisk internaliserer (systematic internaliser)«: investeringsselskab, som på organiseret, hyppigt og systematisk grundlag handler for egen regning ved at udføre kundeordrer uden for et reguleret marked eller en MHF

8) »prisstiller«: person, der på de finansielle markeder på et kontinuerligt grundlag fremstiller sig som værende villig til at handle for egen regning ved at købe og sælge finansielle instrumenter over egenbeholdningen til priser, som personen selv fastsætter

9) »porteføljepleje«: porteføljepleje i henhold til den enkelte kundes afgivne mandat med skønsmæssige beføjelser, såfremt sådanne porteføljer omfatter et eller flere finansielle instrumenter

10) »kunde«: fysisk eller juridisk person, til hvem et investeringsselskab yder investeringsservice og/eller accessoriske tjenester

11) »professionel kunde«: kunde, der opfylder kriterierne i bilag II

12) »detailkunde«: kunde, som ikke er professionel kunde

13) »markedsoperatør«: en eller flere personer, hvis virksomhed består i at forvalte og/eller drive et reguleret markeds forretninger. Markedsoperatøren kan være selve det regulerede marked

14) »reguleret marked«: et multilateralt system, der drives og/eller forvaltes af en markedsoperatør, som - inden for systemet og under iagttagelse af dettes ufravigelige regler - sætter forskellige tredjeparters interesse i køb og salg af finansielle instrumenter i forbindelse med hinanden eller beforder dette på en sådan måde, at der indgås en aftale om finansielle instrumenter, der er optaget til handel efter dette markeds regler og/eller systemer, og som har opnået tilladelse og fungerer efter forskrifterne samt bestemmelserne i afsnit III

15) »multilateral handelsfacilitet (MHF)«: et multilateralt system drevet af en investeringsselskab eller en markedsoperatør, der - inden for systemet og efter ufravigelige regler - sætter forskellige tredjeparters interesse i køb og salg af finansielle instrumenter i forbindelse med hinanden på en sådan måde, at der indgås en aftale efter bestemmelserne i afsnit II

16) »limeret ordre«: en ordre til køb eller salg af et finansielt instrument til en nærmere specificeret kurs eller bedre, og i et nærmere specificeret antal

17) »finansielle instrumenter«: de i bilag I, afsnit C, anførte instrumenter

18) »værdipapirer«: de kategorier af værdipapirer, der kan omsættes på kapitalmarkedet (bortset fra betalingsinstrumenter), som f.eks.:

a) aktier i selskaber og andre værdipapirer, der kan sidestilles med aktier i selskaber, partnerskaber og andre foretagender, samt aktiebeviser

b) obligationer og andre gældsinstrumenter, herunder beviser for sådanne værdipapirer

c) alle andre værdipapirer, hvormed ovennævnte værdipapirer kan erhverves eller sælges, eller som afregnes kontant med et beløb, hvis størrelse fastsættes med værdipapirer, valutaer, rentesatser eller afkast, råvareindekser samt andre indekser og mål som reference

19) »pengemarkedsinstrumenter« de kategorier af instrumenter, der normalt omsættes på pengemarkedet, som f.eks. skatkammerbeviser, indlånsbeviser og commercial papers (virksomhedscertifikater), dog ikke betalingsinstrumenter

20) »hjemland«:

a) for investeringsselskabers vedkommende:

i) hvis investeringsselskabet er en fysisk person, den medlemsstat, hvor den pågældende har sit hovedkontor

ii) hvis investeringsselskabet er en juridisk person, den medlemsstat, hvor det vedtægtsmæssige hjemsted er beliggende

iii) hvis investeringsselskabet ifølge national lovgivning ikke har noget vedtægtsmæssigt hjemsted, den medlemsstat, hvor selskabets hovedkontor er beliggende

b) for et reguleret markeds vedkommende: den medlemsstat, hvor det regulerede marked har sit vedtægtsmæssige hjemsted, eller, hvis der ifølge denne medlemsstats nationale lovgivning ikke findes noget vedtægtsmæssigt hjemsted, den medlemsstat, hvor det regulerede markeds hovedkontor er beliggende

21) »værtsland«: en anden medlemsstat end hjemlandet, hvor et investeringsselskab har en filial eller leverer tjenesteydelser og eller aktiviteter, eller en medlemsstat, hvor et reguleret marked stiller de nødvendige faciliteter til rådighed for at lette adgangen for fjernmedlemmer eller deltagere, der er etableret i samme medlemsstat, til at handle i selskabets system

22) »kompetent myndighed«: den myndighed, der i henhold til artikel 48 er udpeget af den enkelte medlemsstat, medmindre andet er bestemt i dette direktiv

23) »kreditinstitutter«: kreditinstitutter som defineret i direktiv 2000/12/EF

24) »administrationsselskab for et investeringsinstitut (UCITS)«: et administrationsselskab som defineret i Rådets direktiv 85/611/EØF af 20. december 1985 om samordning af love og

administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) ⁽⁹⁶⁾

25) »tilknyttet agent«: fysisk eller juridisk person, som på kun ét investeringsselskabs fulde og betingelsesløse ansvar, for hvis regning der handles over for kunder eller potentielle kunder markedsfører investeringsservice og accessoriske tjenesteydelser, modtager og formidler kundens instrukser eller ordrer vedrørende investeringstjenesteydelser eller finansielle instrumenter, placerer finansielle instrumenter og/eller rådgiver kunder eller potentielle kunder om sådanne finansielle instrumenter eller tjenesteydelser

26) »filial«: et andet forretningssted end hovedkontoret, som er en del af et investeringsselskab uden status som juridisk person, og som udøver investeringsservice eller -aktiviteter, og som også kan udføre accessoriske tjenesteydelser af den art, som investeringsselskabet har fået tilladelse til. Alle forretningssteder, der oprettes i samme medlemsstat af et investeringsselskab med hjemsted i en anden medlemsstat, anses for at være en enkelt filial

27) »kvalificeret deltagelse«: direkte eller indirekte besiddelse af mindst 10 % af kapitalen eller stemmerettighederne i et investeringsselskab, jf. artikel 9 og 10 i direktiv 2004/109/EF ⁽⁹⁷⁾ henset til betingelserne for sammenlægning i det nævnte direktivs artikel 12, stk. 4 og 5, eller en besiddelse, som giver mulighed for at udøve en betydelig indflydelse på ledelsen af det investeringsselskab, hvori der besiddes en kapitalandel

28) »modervirksomhed«: en modervirksomhed som defineret i artikel 1 og 2 i Rådets syvende direktiv 83/349/EØF af 13. juni 1983 om konsoliderede regnskaber ⁽⁹⁸⁾

29) »dattervirksomhed«: en dattervirksomhed som defineret i artikel 1 og 2 i direktiv 83/349/EØF, herunder enhver dattervirksomhed af en dattervirksomhed af den øverste modervirksomhed

30) »kontrol«: kontrol som defineret i artikel 1 i direktiv 83/349/EØF

31) »snævre forbindelser«: en situation, hvor to eller flere fysiske eller juridiske personer er knyttet til hinanden gennem:

a) kapitalinteresser hvorved forstås besiddelse af mindst 20% af stemmerettighederne eller af kapitalen i en virksomhed, enten direkte eller gennem kontrol, eller

b) kontrol forstået som forholdet mellem en modervirksomhed og en dattervirksomhed i alle de tilfælde, der er nævnt i artikel 1, stk. 1 og 2, i direktiv 83/349/EØF, eller et tilsvarende forhold mellem enhver fysisk eller juridisk person og en virksomhed. Enhver dattervirksomhed af en dattervirksomhed anses også for at være dattervirksomhed af den modervirksomhed, som står i spidsen for disse foretagender. En situation, hvor to eller flere fysiske eller juridiske personer er varigt forbundet med én og samme person ved et kontrolforhold, anses ligeledes for en snæver forbindelse mellem disse personer.

2. For at tage hensyn til udviklingen på de finansielle markeder og sikre en ensartet anvendelse af dette direktiv kan Kommissionen tydeliggøre definitionerne i stk. 1 i denne artikel.

De foranstaltninger, der henvises til i denne artikel, og som har til formål at ændre ikke-væsentlige bestemmelser i dette direktiv ved at supplere det, vedtages efter forskriftsproceduren med kontrol i

⁹⁶ EFT L 375 af 31.12.1985, s. 3. Senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/108/EF (EFT L 41 af 13.2.2002, s. 35).

⁹⁷ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked (EUT L 390 af 31.12.2004, s. 38).

⁹⁸ EFT L 193 af 18.7.1983, s. 1. Senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/51/EF (EUT L 178 af 17.7.2003, s. 16).

artikel 64, stk. 2.

AFSNIT II

MEDDELELSE AF TILLADELSE TIL SAMT VILKÅR FOR DRIFT AF INVESTERINGSSKABER

KAPITEL I

BETINGELSER OG PROCEDURER FOR MEDDELELSE AF TILLADELSE

Artikel 5

Betingelser for meddelelse af tilladelse

1. Den enkelte medlemsstat stiller krav om, at udøvelse af investeringsservice eller -aktiviteter som et fast erhverv eller virksomhed på et professionelt grundlag betinges af en forudgående tilladelse meddelt i henhold til dette kapitels bestemmelser. En sådan tilladelse meddeles af den af hjemlandet i henhold til artikel 48 udpegede kompetente myndighed.
2. Uanset stk. 1 giver medlemsstaterne alle markedsoperatører tilladelse til at drive en MHF, såfremt det forud er fastslået, at de overholder bestemmelserne i dette kapitel, bortset fra artikel 11 og 15.
3. Medlemsstaterne opretter et register over alle investeringsselskaber. Registeret skal være offentlig tilgængeligt og indeholde oplysninger om den investeringsservice og/eller -virksomhed, investeringsselskabet har tilladelse til at udøve. Registeret skal ajourføres løbende.
4. Den enkelte medlemsstat stiller krav om, at:
 - et investeringsselskab, som er en juridisk person, har sit hovedkontor i samme medlemsstat som sit vedtægtsmæssige hjemsted.
 - et investeringsselskab, som ikke er en juridisk person, eller et investeringsselskab, som er en juridisk person, men som i henhold til national ret ikke har noget vedtægtsmæssigt hjemsted, har sit hovedkontor i den medlemsstat, hvor det rent faktisk driver forretning.
5. For så vidt angår investeringsselskaber, der alene yder investeringsrådgivning eller modtagelse og formidling af ordrer på betingelserne i artikel 3, kan medlemsstaterne give den kompetente myndighed bemyndigelse til, under iagttagelse af de i artikel 48, stk. 2, omhandlede betingelser at uddelegere de administrative, forberedende eller accessoriske opgaver i forbindelse med meddelelse af tilladelse.

Artikel 6

Tilladelsens rækkevidde

1. Hjemlandet sikrer, at det i tilladelsen specificeres, hvilke former for investeringsservice og -aktiviteter, investeringsselskabet har tilladelse til at yde. Tilladelsen kan dække en eller flere af de accessoriske tjenesteydelser, der er anført i afsnit B i bilag I. Der kan under ingen omstændigheder meddeles tilladelse til alene at yde accessoriske tjenesteydelser.
2. Et investeringsselskab, der ønsker tilladelse til at udvide sin virksomhed til at omfatte supplerende investeringsservice, -aktiviteter eller accessoriske tjenesteydelser, der ikke var forudset, da den oprindelige tilladelse blev givet, skal indgive ansøgning om udvidelse af sin tilladelse.
3. Tilladelsen gælder for hele Fællesskabet og giver et investeringsselskab tilladelse til at levere de tjenesteydelser eller udøve den virksomhed, det har fået tilladelse til, i hele Fællesskabet, enten ved at oprette en filial eller som led i den frie udveksling af tjenesteydelser.

Artikel 7

Procedure for meddelelse af og afslag på tilladelse

1. Den kompetente myndighed meddeler ikke tilladelse, medmindre og før den er overbevist om, at ansøgeren opfylder samtlige betingelser i de bestemmelser, der vedtages i medfør af dette direktiv.
2. Investeringselskabet skal fremlægge alle de oplysninger - herunder en driftsplan, hvori bl.a. angives arten af de forretninger, der påtænkes udført, samt investeringselskabets organisatoriske struktur - som den kompetente myndighed har brug for til at sikre sig, at investeringselskabet, når den første tilladelse gives, har truffet alle nødvendige forholdsregler til at opfylde sine forpligtelser i henhold til dette kapitel.
3. Ansøgeren skal inden seks måneder efter indgivelsen af en komplet ansøgning have meddelelse om, hvorvidt tilladelse er givet eller ej.

Artikel 8

Inddragelse af tilladelser

Den kompetente myndighed kan inddrage et investeringselskabs tilladelse, hvis investeringselskabet:

- a) ikke gør brug af tilladelsen inden 12 måneder, udtrykkelig giver afkald herpå eller ikke har ydet investeringservice eller udført investeringsaktiviteter i de forudgående seks måneder, medmindre der i den pågældende medlemsstat findes bestemmelser om, at tilladelse bortfalder i sådanne tilfælde
- b) har opnået tilladelse ved brug af urigtige erklæringer eller på anden uretmæssig vis
- c) ikke længere opfylder de betingelser, hvorpå tilladelsen blev meddelt, som f.eks. overholdelse af betingelserne i direktiv 93/6/EØF
- d) har gjort sig skyldigt i alvorlig og systematisk overtrædelse af de bestemmelser om investeringselskabers vilkår for drift, der vedtages i medfør af dette direktiv
- e) er omfattet af forhold, hvor national ret, i spørgsmål som ikke er omfattet af dette direktiv, medfører, at tilladelsen inddrages.

Artikel 9

Personer, der faktisk leder investeringselskabets forretninger

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at de personer, der rent faktisk leder investeringselskabets forretninger, har et tilstrækkeligt godt omdømme og tilstrækkelige erfaringer til at sikre en sund og forsigtig ledelse af investeringselskabet. Hvis en markedsoperatør, som ansøger om tilladelse til at drive en MHF, og de personer, som rent faktisk leder MHF'ens forretninger, er de samme, som rent faktisk leder det regulerede markeds forretninger, anses disse personer for at opfylde de i første afsnit omhandlede krav.
2. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringselskabet underretter den kompetente myndighed om eventuelle ledelsesændringer og samtidig forelægger denne alle oplysninger, der er nødvendige for at vurdere, om den nyudnævnte ledelse har et tilstrækkeligt godt omdømme og tilstrækkelige erfaringer.
3. Den kompetente myndighed afslår at meddele tilladelse, hvis den ikke er overbevist om, at de personer, der faktisk leder investeringselskabets forretninger, har et tilstrækkeligt godt omdømme og tilstrækkelige erfaringer, eller hvis der er objektive og påviselige grunde til at tro, at de foreslåede ledelsesændringer er til fare for en sund og forsigtig forvaltning af investeringselskabet.
4. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringselskaber ledes af mindst to personer, der opfylder betingelserne i stk. 1. Uanset første afsnit kan medlemsstaterne meddele tilladelse til investeringselskaber, der er fysiske personer, eller investeringselskaber, der er juridiske personer, og som i overensstemmelse med deres vedtægter og national ret ledes af én fysisk person. Medlemsstaterne skal dog stille krav om, at der er truffet alternative foranstaltninger, som sikrer en sund og forsigtig ledelse af sådanne investeringselskaber.

Artikel 10

Aktionærer og selskabsdeltagere med kvalificeret andel

1. De kompetente myndigheder meddeler først tilladelse til et investeringsselskabs udøvelse af investeringsservice eller -aktiviteter, når de har fået underretning om identiteten af de aktionærer eller selskabsdeltagere, som direkte eller indirekte, i form af fysiske eller juridiske personer, besidder kvalificerede andele, samt størrelsen heraf. De kompetente myndigheder afslår at meddele tilladelse, hvis de under hensyn til behovet for at sikre en sund og forsigtig ledelse af et investeringsselskab, ikke er overbeviste om, at aktionærer og selskabsdeltagere, der besidder en kvalificeret andel, er egnede. Såfremt der består snævre forbindelser mellem investeringsselskabet og andre fysiske eller juridiske personer, meddeler den kompetente myndighed alene tilladelse, hvis disse forbindelser ikke forhindrer den kompetente myndighed i effektivt at udøve sit tilsynshverv.

2. Den kompetente myndighed afslår at meddele tilladelse, hvis de love og forskrifter i et tredjeland, som gælder for en eller flere fysiske eller juridiske personer, med hvilke selskabet har snævre forbindelser, eller vanskeligheder med at håndhæve disse love og forskrifter forhindrer den kompetente myndighed i effektivt at udøve sit tilsynshverv.

3. Medlemsstaterne foreskriver, at enhver fysisk eller juridisk person eller fysiske eller juridiske personer, som handler samlet, (i det følgende benævnt »den påtænkte erhverver«), der påtænker direkte eller indirekte at erhverve en kvalificeret deltagelse i et investeringsselskab eller direkte eller indirekte yderligere at forøge en sådan kvalificeret deltagelse i et investeringsselskab med det resultat, at vedkommendes andel af stemmerettigheder eller kapitalandele derved når op på eller overstiger 20 %, 30 % eller 50 %, eller at investeringsselskabet derved bliver vedkommendes datterselskab, (i det følgende benævnt »den påtænkte erhvervelse«), forinden skriftligt skal underrette de kompetente myndigheder for det investeringsselskab, hvori de søger at erhverve eller forøge en kvalificeret deltagelse, om størrelsen af den kapitalandel, der påtænkes erhvervet, og de relevante oplysninger, der er omhandlet i artikel 10b, stk. 4.

Medlemsstaterne foreskriver, at enhver fysisk eller juridisk person, der påtænker direkte eller indirekte at opgive sin besiddelse af en kvalificeret deltagelse i et investeringsselskab, forinden skriftligt skal underrette de kompetente myndigheder herom med angivelse af størrelsen af den kapitalandel, der derefter besiddes. Enhver fysisk eller juridisk person skal ligeledes underrette de kompetente myndigheder, hvis vedkommende har til hensigt at mindske sin kvalificerede deltagelse så meget, at hans andel af stemmerettigheder eller kapitalandele når ned under en tærskel på 20 %, 30 % eller 50 %, eller at investeringsselskabet ophører med at være vedkommendes datterselskab.

Medlemsstaterne kan undlade at anvende tærsklen på 30 %, hvis de anvender en tærskel på en tredjedel i henhold til artikel 9, stk. 3, litra a), i direktiv 2004/109/EF.

Ved bestemmelsen af, om kriterierne for en kvalificeret deltagelse som omhandlet i denne artikel er opfyldt, tager medlemsstaterne ikke hensyn til stemmerettigheder eller aktier, som investeringsselskaber eller kreditinstitutter måtte besidde, fordi de har ydet emissionsgaranti for finansielle instrumenter og/eller placering af finansielle instrumenter på grundlag af en fast forpligtelse som omhandlet i bilag I, afsnit A, nr. 6), forudsat at sådanne rettigheder dels ikke udøves eller på anden måde anvendes til at gribe ind i udstederens ledelse, dels tidligst afhændes et år efter erhvervelsen.

4. De relevante kompetente myndigheder arbejder i tæt samråd med hinanden ved foretagelsen af vurderingen i artikel 10b, stk. 1, (i det følgende benævnt »vurderingen«), hvis den påtænkte erhverver er en af følgende:

a) et kreditinstitut, et livsforsikringsselskab, et forsikringsselskab, et genforsikringsselskab, et investeringsselskab eller et administrationsselskab for et investeringsinstitut, der er meddelt tilladelse i en anden medlemsstat eller i en anden sektor end den, hvori erhvervelsen påtænkes

b) moderselskabet for et kreditinstitut, et livsforsikringsselskab, et forsikringsselskab, et genforsikringsselskab, et investeringsselskab eller et administrationsselskab for et investeringsinstitut, der er meddelt tilladelse i en anden medlemsstat eller i en anden sektor end den, hvori erhvervelsen påtænkes, eller

c) en fysisk eller juridisk person, der kontrollerer et kreditinstitut, et livsforsikringsselskab, et forsikringsselskab, et genforsikringsselskab, et investeringsselskab eller et administrationsselskab for et investeringsinstitut, der er meddelt tilladelse i en anden medlemsstat eller i en anden sektor end den, hvori erhvervelsen påtænkes.

De kompetente myndigheder udveksler uden unødigt forsinkelse alle oplysninger, som er væsentlige eller relevante for vurderingen. I denne forbindelse videregiver de kompetente myndigheder efter anmodning alle relevante oplysninger til hinanden og videregiver på eget initiativ alle væsentlige oplysninger. En beslutning truffet af den kompetente myndighed, der har meddelt tilladelse til det investeringsselskab, hvori erhvervelsen påtænkes, skal anføre ethvert synspunkt eller forbehold, som den kompetente myndighed, der er ansvarlig for den påtænkte erhverv, har givet udtryk for.

5. Medlemsstaterne stiller krav om, at et investeringsselskab, hvis det får kendskab til erhvervelser eller afhændelser af kapitalandele, som bevirker, at andelen overstiger eller når ned under en af de i stk. 3, første afsnit, omhandlede tærskler, straks skal underrette den kompetente myndighed herom. Endvidere meddeler investeringsselskaberne mindst en gang om året den

kompetente myndighed navnene på de aktionærer eller selskabsdeltagere, som besidder en kvalificeret andel, samt dennes størrelse, således som det f.eks. fremgår af de oplysninger, der gives på den årlige generalforsamling for aktionærer eller selskabsdeltagere, eller af de oplysninger, som modtages i henhold til de bestemmelser, der gælder for selskaber, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked.

6. Medlemsstaterne stiller krav om, at den kompetente myndighed i tilfælde af, at de i stk. 1, første afsnit, omhandlede personer gør deres indflydelse gældende på en måde, der kan modvirke en sund og forsigtig ledelse af investeringsselskabet, træffer de fornødne foranstaltninger til at bringe denne situation til ophør. Sådanne foranstaltninger kan bestå i anmodning om retsafgørelser og/eller anvendelse af sanktioner over for de ledelsesansvarlige eller suspension af de stemmerettigheder, der er knyttet til de pågældende aktionærers eller selskabsdeltageres aktier eller andele. Lignende foranstaltninger anvendes over for personer, som ikke overholder forpligtelsen til forudgående underretning om erhvervelse eller forøgelse af en kvalificeret deltagelse. Hvis en kapitalandel erhverves mod den kompetente myndigheds vilje, skal medlemsstaterne, uafhængigt af andre sanktioner, der måtte blive anvendt, sørge for, at de dertil hørende stemmerettigheder enten suspenderes, eller at de afgivne stemmer erklæres ugyldige eller annulleres.

Artikel 10a

Vurderingsperiode

1. De kompetente myndigheder anerkender straks og under alle omstændigheder senest to arbejdsdage efter modtagelsen af den i artikel 10, stk. 3, første afsnit, omhandlede underretning eller i forbindelse med eventuel efterfølgende modtagelse af de i denne artikels stk. 2 omhandlede oplysninger skriftligt modtagelsen heraf over for den påtænkte erhverver.

De kompetente myndigheder har en frist på højst tres arbejdsdage fra datoen for den skriftlige anerkendelse af modtagelsen af underretningen og alle de dokumenter, som medlemsstaten kræver vedlagt underretningen på grundlag af listen i artikel 10b, stk. 4, (i det følgende benævnt »vurderingsperioden«), til at foretage vurderingen.

De kompetente myndigheder underretter den påtænkte erhverver om den dato, hvor vurderingsperioden udløber, samtidig med anerkendelsen af modtagelsen.

2. De kompetente myndigheder kan om nødvendigt i løbet af vurderingsperioden, men ikke efter den halvtredsindstyvende arbejdsdag i vurderingsperioden, anmode om yderligere oplysninger, der måtte være nødvendige for at afslutte vurderingen. Denne anmodning skal fremsættes skriftligt og præcisere, hvilke supplerende oplysninger der er behov for.

I perioden mellem de kompetente myndigheders anmodning om oplysninger og modtagelsen af svar herpå fra den påtænkte erhverver afbrydes vurderingsperioden. Afbrydelsen må ikke overstige tyve arbejdsdage. Eventuelle yderligere anmodninger fra de kompetente myndigheders side om at supplere eller præcisere oplysningerne afhænger af de kompetente myndigheders skøn, men må ikke medføre en afbrydelse af vurderingsperioden.

3. De kompetente myndigheder kan forlænge afbrydelsen som nævnt i stk. 2, andet afsnit, i indtil tredive arbejdsdage, hvis den påtænkte erhverver er:

- a) placeret eller er omfattet af lovgivning uden for Fællesskabet, eller
- b) en fysisk eller juridisk person, som ikke er underlagt tilsyn i medfør af dette direktiv eller direktiv 85/611/EØF, 92/49/EØF⁽⁹⁹⁾, 2002/83/EF, 2005/68/EF⁽¹⁰⁰⁾ eller 2006/48/EF⁽¹⁰¹⁾.

4. Beslutter de kompetente myndigheder efter afslutningen af deres vurdering at gøre indsigelse mod den påtænkte erhvervelse, skal de inden for en frist på to arbejdsdage og uden at overskride vurderingsperioden underrette den påtænkte erhverver skriftligt herom og angive begrundelsen for denne beslutning. Med forbehold af den nationale lovgivning kan der på den påtænkte erhververs anmodning offentliggøres en passende begrundelse for denne beslutning. Dette forhindrer ikke en medlemsstat i at lade den kompetente myndighed offentliggøre en sådan begrundelse, uden at den påtænkte erhverver har anmodet herom.

5. Gør de kompetente myndigheder ikke i løbet af vurderingsperioden skriftligt indsigelse mod den påtænkte erhvervelse, anses den for at være godkendt.

6. De kompetente myndigheder kan fastsætte en maksimumsperiode for afslutningen af den påtænkte erhvervelse og om nødvendigt forlænge denne.

7. Medlemsstaterne må ikke indføre krav om underretning af de kompetente myndigheder eller de kompetente myndigheders godkendelse vedrørende direkte eller indirekte erhvervelse af stemmerettigheder eller kapitalandele, der er strengere end kravene i dette direktiv.

Artikel 10b

Vurdering

1. Ved vurderingen af den i artikel 10, stk. 3, omhandlede underretning og de i artikel 10a, stk. 2, omhandlede oplysninger vurderer de kompetente myndigheder for at sikre en sund og forsigtig forvaltning af det investeringsselskab, hvori der påtænkes en erhvervelse, og under hensyntagen til den påtænkte erhververs sandsynlige indflydelse på investeringsselskabet den påtænkte erhververs egnethed og den påtænkte erhvervelses finansielle sundhed i forhold til alle de følgende kriterier:

- a) den påtænkte erhververs omdømme
- b) omdømmet og erfaringen hos den person, som vil lede investeringsselskabet som følge af den påtænkte erhvervelse

⁹⁹ Rådets direktiv 92/49/EØF af 18. juni 1992 om samordning af love og administrative bestemmelser vedrørende direkte forsikringsvirksomhed bortset fra livsforsikring og om ændring af direktiv 73/239/EØF og 88/357/EØF (tredje skadesforsikringsdirektiv) (EFT L 228 af 11.8.1992, s. 1). Senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2007/44/EF (EUT L 247 af 21.9.2007, s. 1).

¹⁰⁰ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2005/68/EF af 16. november 2005 om genforsikringsvirksomhed (EUT L 323 af 9.12.2005, s. 1). Ændret ved direktiv 2007/44/EF.

¹⁰¹ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/48/EF af 14. juni 2006 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut (omarbejdning) (EUT L 177 af 30.6.2006, s. 1). senest ændret ved direktiv 2007/44/EF.

c) den påtænkte erhververs forsvarlige og fornuftige forvaltning, især i forhold til den type forretninger, der forfølges eller påtænkes forfulgt i det investeringsselskab, hvori erhvervelsen påtænkes

d) om investeringsselskabet vil kunne overholde og fortsætte med at overholde tilsynskravene på grundlag af dette direktiv og i givet fald andre direktiver, særlig direktiv 2002/87/EF ⁽¹⁰²⁾ og 2006/49/EF ⁽¹⁰³⁾, navnlig om den koncern, som selskabet kommer til at indgå i, har en struktur, der gør det muligt at gennemføre et effektivt tilsyn og en effektiv udveksling af oplysninger mellem de kompetente myndigheder samt at fastslå, hvordan ansvaret skal fordeles mellem de kompetente myndigheder

e) om der er rimelige grunde til i forbindelse med den påtænkte erhvervelse at formode, at hvidvaskning af penge eller finansiering af terrorisme, som omhandlet i artikel 1 i direktiv 2005/60/EF ⁽¹⁰⁴⁾, forekommer eller forsøges eller er forekommet eller er blevet forsøgt, eller at den påtænkte erhvervelse vil kunne øge risikoen herfor. For at tage hensyn til den fremtidige udvikling og sikre en ensartet anvendelse af nærværende direktiv kan Kommissionen i overensstemmelse med proceduren i artikel 64, stk. 2, vedtage gennemførelsesforanstaltninger, som justerer de i første afsnit af dette stykke fastsatte kriterier.

2. De kompetente myndigheder må kun gøre indsigelse mod den påtænkte erhvervelse, hvis der er rimelige grunde dertil på baggrund af kriterierne i stk. 1, eller de af den påtænkte erhverver afgivne oplysninger ikke er fyldestgørende.

3. Medlemsstaterne må hverken pålægge forhåndsbetingelser vedrørende størrelsen af den kapitalandel, der skal erhverves, eller tillade deres kompetente myndigheder at vurdere den påtænkte erhvervelse ud fra markedets økonomiske behov.

4. Medlemsstaterne offentliggør en liste med de oplysninger, der er nødvendige for at foretage vurderingen, og som skal stilles til rådighed for de kompetente myndigheder på tidspunktet for den underretning, der er omhandlet i artikel 10, stk. 3. Omfanget af de nødvendige oplysninger skal stå i rimeligt forhold til og være afpasset efter karakteren af den påtænkte erhverver og den påtænkte erhvervelse. Medlemsstaterne må ikke forlange oplysninger, som ikke er relevante for en tilsynsmæssig vurdering.

5. Har den kompetente myndighed modtaget underretning om to eller flere påtænkte erhvervelser eller forøgelser af kvalificerede deltagelser i det samme investeringsselskab, skal den uanset artikel 10a, stk. 1, 2 og 3, behandle alle de påtænkte erhververe uden forskelsbehandling.

Artikel 11

Medlemskab af en godkendt investorgarantiordning

Den kompetente myndighed kontrollerer, at foretagender, der ansøger om tilladelse til at udøve virksomhed som investeringsselskab, når tilladelsen meddeles, opfylder deres forpligtelser i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 97/9/EF af 3. marts 1997 om investorgarantiordninger ⁽¹⁰⁵⁾.

¹⁰² Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/87/EF af 16. december 2002 om supplerende tilsyn med kreditinstitutter, forsikringsselskaber og investeringsselskaber i et finansielt konglomerat (EUT L 35 af 11.2.2003, s. 1). Ændret ved direktiv 2005/1/EF (EUT L 79 af 24.3.2005, s. 9).

¹⁰³ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/49/EF af 14. juni 2006 om kravene til investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag (omarbejdning) (EUT L 177 af 30.6.2006, s. 201).

¹⁰⁴ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2005/60/EF af 26. oktober 2005 om forebyggende foranstaltninger mod anvendelse af det finansielle system til hvidvaskning af penge og finansiering af terrorisme (EUT L 309 af 25.11.2005, s. 15).

¹⁰⁵ EFT L 84 af 26.3.1997, s. 22.

Artikel 12

Startkapital

Medlemsstaterne sikrer, at de kompetente myndigheder kun meddeler tilladelse, hvis investeringsselskabet under hensyn til den påtænkte type investeringsservice eller -aktiviteter og i overensstemmelse med kravene i direktiv 93/6/EØF har tilstrækkelig startkapital. Indtil der er foretaget en revision af direktiv 93/6/EØF, skal investeringsselskaber som omhandlet i artikel 67 opfylde kapitalkravene i denne artikel.

Artikel 13

Organisatoriske krav

1. Hjemlandet stiller krav om, at investeringsselskaber opfylder de i stk. 2-8 fastsatte organisatoriske krav.
2. Et investeringsselskab skal opstille sådanne regler og procedurer, som måtte være nødvendige til sikring af, at selskabet, herunder dets ledere, ansatte og tilknyttede agenter, overholder selskabets forpligtelser i henhold til dette direktivs bestemmelser samt passende regler for disse personers personlige transaktioner.
3. Et investeringsselskab skal til stadighed have og anvende effektive organisatoriske og administrative ordninger med henblik på at træffe sådanne rimelige foranstaltninger, som måtte være nødvendige for at hindre interessekonflikter, jf. artikel 18, der kan skade dets kunders interesser.
4. Et investeringsselskab skal, inden for rimelighedens grænser, træffe sådanne foranstaltninger, som måtte være nødvendige for at sikre kontinuitet og regelmæssighed i udøvelsen af investeringsservice og -aktiviteter. Investeringsselskabet anvender med henblik herpå hensigtsmæssige og forholdsmæssigt afpassede systemer, ressourcer og procedurer.
5. Et investeringsselskab skal sørge for, at det, når det gør brug af tredjemand til udførelse af operationelle funktioner, der er afgørende for, at der kan ydes kunderne en vedvarende og tilfredsstillende service og udføres investeringsaktiviteter på et vedvarende og tilfredsstillende grundlag, træffer sådanne rimelige foranstaltninger, som måtte være nødvendige for at undgå unødige supplerende operationelle risici. Væsentlige operationelle funktioner må ikke overlades til tredjemand på en måde, at kvaliteten af selskabernes interne kontrol og den tilsynsførendes mulighed for at føre tilsyn med, om selskabet opfylder alle sine forpligtelser, materielt forringes. Et investeringsselskab skal have en sund administrativ og regnskabsmæssig praksis, interne kontrolmekanismer, effektive procedurer til risikovurdering og effektive kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger på edbområdet.
6. Et investeringsselskab skal opbevare lister over udførte tjenesteydelser og transaktioner, der er så fyldestgørende, at den kompetente myndighed på grundlag heraf kan kontrollere, om kravene i henhold til dette direktiv opfyldes, og især forvisse sig om, at investeringsselskabet har opfyldt alle sine forpligtelser over for sine kunder eller potentielle kunder.
7. Et investeringsselskab skal, såfremt det opbevarer finansielle instrumenter tilhørende kunder, træffe sådanne foranstaltninger, som måtte være nødvendige for at beskytte kunders ejendomsret, navnlig hvis investeringsselskabet skulle blive insolvent, samt for at hindre anvendelse af kundernes finansielle instrumenter for egen regning, medmindre disse har givet deres udtrykkelige samtykke hertil.
8. Et investeringsselskab skal, når det opbevarer midler tilhørende kunder, træffe sådanne foranstaltninger, som måtte være nødvendige for at beskytte kundernes rettigheder og, medmindre der er tale om kreditinstitutter, hindre anvendelse af kundernes midler for egen regning.
9. For så vidt angår investeringsselskabers filialer, håndhæver den kompetente myndighed i den medlemsstat, hvor filialen er beliggende, den i stk. 6 fastsatte forpligtelse med hensyn til filialens

transaktioner, uden at dette berører den mulighed, den kompetente myndighed i investeringsselskabets hjemland har for at få direkte adgang til listerne.

10. For at tage hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder og sikre en ensartet anvendelse af stk. 2-9 vedtager Kommissionen gennemførelsesbestemmelser, som nærmere angiver de konkrete organisatoriske krav, der skal opfyldes af investeringsselskaber, der udfører forskellige former for investeringsservice og/eller -aktiviteter og accessoriske tjenesteydelser eller kombinationer heraf.

Disse bestemmelser, der har til formål at ændre ikke-væsentlige bestemmelser i dette direktiv ved at supplere det, vedtages efter forskriftsproceduren med kontrol i artikel 64, stk. 2.

Artikel 14

Handelsprocessen og afslutning af transaktioner i en MHF

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber eller markedsoperatører, der driver en MHF, ud over at opfylde kravene i artikel 13 fastlægger gennemsigtige og faste regler og procedurer, der sikrer fair og korrekt handel, og fastlægger objektive kriterier for effektiv udførelse af ordrer.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber eller markedsoperatører, der driver en MHF, opstiller gennemsigtige regler for kriterierne til bestemmelse af, hvilke finansielle instrumenter, der kan handles i dets systemer. Medlemsstaterne stiller krav om, når det er relevant, at investeringsselskaber eller markedsoperatører, der driver en MHF, giver eller forvisser sig om, at der er adgang til offentligt tilgængelige oplysninger, der er tilstrækkelige til, at brugerne, under hensyn både til disses karakteristika og til de handlede instrumenttyper, kan foretage en investeringsbedømmelse.

3. Medlemsstaterne sikrer også, at artikel 19, 21 og 22 ikke finder anvendelse på transaktioner, der gennemføres i henhold til de regler, der gælder for en MHF mellem dennes medlemmer eller deltagere eller mellem en MHF og dennes medlemmer eller deltagere i forbindelse med anvendelsen af MHF'en. MHF'ens medlemmer eller deltagere skal imidlertid overholde de i artikel 19, 21 og 22 omhandlede forpligtelser over for deres kunder, når de på kundernes vegne udfører disses ordrer gennem en MHF's systemer.

4. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber eller markedsoperatører, der driver en MHF, efter objektive kriterier fastlægger og til stadighed har gennemsigtige regler for adgang til MHF'ens faciliteter. Disse regler skal opfylde de i artikel 42, stk. 3, opstillede krav.

5. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber eller markedsoperatører, der driver en MHF, tydeligt underretter deres brugere om deres respektive ansvar for afregning af transaktioner, der gennemføres via faciliteten. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber eller markedsoperatører, der driver en MHF, indfører de nødvendige ordninger til en let og effektiv afregning af transaktioner, der gennemføres gennem MHF'ens systemer.

6. Når et værdipapir, der er optaget til handel på et reguleret marked, også handles på en MHF uden udstederens samtykke, påhviler der ikke udstederen nogen forpligtelse til hverken indledningsvis, løbende eller på ad hoc-basis at videregive finansielle oplysninger til denne MHF.

7. Medlemsstaterne stiller krav om, at et investeringsselskab eller en markedsoperatør, der driver en MHF, straks efterkommer eventuelle instrukser fra deres kompetente myndighed i henhold til artikel 50, stk. 1, om at suspendere handelen med et finansielt instrument eller fjerne dette fra handelen.

Artikel 15

Forbindelser med tredjelande

1. Medlemstaterne underretter Kommissionen om alle generelle vanskeligheder, som deres investeringsselskaber møder i forbindelse med etablering, ydelse af investeringsservice og/eller udførelse af investeringsaktiviteter i et tredjeland.
2. Hvis Kommissionen på grundlag af oplysninger, der forelægges den i henhold til stk. 1, konstaterer, at et tredjeland ikke giver EF-investeringsselskaber en faktisk markedsadgang svarende til den, Fællesskabet giver investeringsselskaber fra dette tredjeland, kan den forelægge Rådet forslag til et passende forhandlingsmandat med henblik på at opnå tilsvarende konkurrencevilkår for EF-investeringsselskaber. Rådet træffer afgørelse med kvalificeret flertal.
3. Hvis Kommissionen på grundlag af oplysninger, der forelægges den i henhold til stk. 1, konstaterer, at EF-investeringsselskaber i et tredjeland ikke får en national behandling, der giver dem samme konkurrencevilkår som indenlandske investeringsselskaber, og at betingelsen »faktisk markedsadgang« ikke er opfyldt, kan den indlede forhandlinger med henblik på at afhjælpe dette forhold. Under de i første afsnit nævnte omstændigheder kan Kommissionen efter forskriftsproceduren i artikel 64, stk. 3, på et hvilket som helst tidspunkt samtidig med, at der indledes forhandlinger, bestemme, at medlemsstaternes kompetente myndigheder skal indskrænke eller suspendere deres afgørelser om endnu ikke behandlede eller fremtidige ansøgninger om tilladelse og om erhvervelse af kapitalandele foretaget af direkte eller indirekte modervirksomheder, som henhører under det pågældende tredjelandets lovgivning. En sådan indskrænkning eller suspension må ikke anvendes, når investeringsselskaber, som behørigt har fået meddelt tilladelse i Fællesskabet, eller deres dattervirksomheder opretter dattervirksomheder, eller når sådanne investeringsselskaber eller dattervirksomheder erhverver kapitalandele i et EF-investeringsselskab. Sådanne foranstaltningers varighed må ikke overstige tre måneder. Inden udløbet af den i andet afsnit nævnte frist på tre måneder kan Kommissionen i lyset af forhandlingsresultaterne efter forskriftsproceduren i artikel 64, stk. 3, beslutte at forlænge disse foranstaltninger.
4. Hvis Kommissionen konstaterer et af de i stk. 2 og 3 nævnte forhold, skal medlemsstaterne efter anmodning fra Kommissionen underrette denne om:
 - a) enhver ansøgning om meddelelse af tilladelse til en direkte eller indirekte dattervirksomhed af en modervirksomhed, som henhører under det pågældende tredjelandets lovgivning
 - b) enhver plan, som de får forelagt i henhold til artikel 10, stk. 3, om en sådan modervirksomheds erhvervelse af kapitalandele i et EF-investeringsselskab, som bevirker, at investeringsselskabet bliver dens dattervirksomhed. Denne underretningspligt bortfalder, når der er indgået aftale med det pågældende tredjeland, eller når de i stk. 3, andet og tredje afsnit, nævnte foranstaltninger ikke længere finder anvendelse.
5. Foranstaltninger, der træffes i medfør af denne artikel, skal være i overensstemmelse med Fællesskabets forpligtelser i henhold til internationale - såvel bilaterale som multilaterale - aftaler om adgang til at påbegynde og udøve virksomhed som investeringsselskab.

KAPITEL II

VILKÅR FOR DRIFT AF INVESTERINGSSKABER

A f d e l i n g 1

Generelle bestemmelser

Artikel 16

Regelmæssig revision af betingelserne for meddelelse af den første tilladelse

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at et investeringsselskab, der er meddelt tilladelse på deres område, til enhver tid opfylder de i dette afsnits kapitel I omhandlede betingelser for meddelelse af den første tilladelse.
2. Medlemsstaterne stiller krav om, at de kompetente myndigheder fastsætter hensigtsmæssige metoder til at føre tilsyn med, at investeringsselskaber opfylder deres forpligtelser i henhold til stk. 1. De stiller krav om, at investeringsselskaber underretter de kompetente myndigheder om alle væsentlige ændringer af betingelserne for meddelelsen af den første tilladelse.
3. For så vidt angår investeringsselskaber, der alene yder investeringsrådgivning, kan medlemsstaterne give den kompetente myndighed bemyndigelse til, i overensstemmelse med de i artikel 48, stk. 2, omhandlede betingelser, at uddelegere de administrative, forberedende eller accessoriske opgaver i forbindelse med gennemgangen af betingelserne for meddelelsen af den første tilladelse.

Artikel 17

Almindelige forpligtelser til at føre løbende tilsyn

1. Medlemsstaterne sikrer, at de kompetente myndigheder fører tilsyn med investeringsselskabers virksomhed for at kunne vurdere, om disse opfylder de i dette direktiv omhandlede driftsbetingelser. Medlemsstaterne sikrer, at der er truffet de nødvendige foranstaltninger til, at de kompetente myndigheder kan få de oplysninger, der er påkrævet for at vurdere, om investeringsselskabet overholder disse forpligtelser.
2. For så vidt angår investeringsselskaber, der alene yder investeringsrådgivning, kan medlemsstaterne give den kompetente myndighed bemyndigelse til, under iagttagelse af de i artikel 48, stk. 2, omhandlede betingelser, at uddelegere de administrative, forberedende eller accessoriske opgaver i forbindelse med regelmæssigt tilsyn med de operationelle krav.

Artikel 18

Interessekonflikter

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber træffer alle rimelige forholdsregler til at kunne påvise interessekonflikter mellem selskaberne selv, herunder deres ledere, ansatte og tilknyttede agenter eller enhver anden person, der direkte eller indirekte er forbundet med selskaberne ved et kontrolforhold, og selskabernes kunder, eller mellem kunderne indbyrdes, som opstår ved udførelsen af investeringsservice og accessoriske tjenesteydelser eller kombinationer heraf.
2. Hvis de organisatoriske eller administrative ordninger, der i overensstemmelse med artikel 13, stk. 3, er indført af investeringsselskabet for at styre interessekonflikter, ikke er tilstrækkelige til med rimelig sikkerhed at kunne sikre forebyggelse af risikoen for at kunders interesser skades, skal investeringsselskabet klart oplyse kunden om interessekonflikternes generelle karakter og/eller kilder, inden det påtager sig opgaver for kundens regning.
3. For at tage hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder og sikre ensartet anvendelse af stk. 1 og 2 vedtager Kommissionen gennemførelsesbestemmelser med henblik på at:
 - a) fastlægge de forholdsregler, investeringsselskaber med rimelighed kan forventes at træffe for at påvise, forhindre, styre og/eller oplyse om interessekonflikter, når de udfører forskellige former for investeringsservice og accessoriske tjenesteydelser eller kombinationer heraf
 - b) opstille passende kriterier for at bestemme de interessekonflikttyper, som kan skade investeringsselskabets kunders eller potentielle kunders interesser.

De bestemmelser, der henvises til i første afsnit, og som har til formål at ændre ikke-væsentlige bestemmelser i dette direktiv ved at supplere det, vedtages efter forskriftsproceduren med kontrol i artikel 64, stk. 2.

A f d e l i n g 2

Bestemmelser til sikring af investorbekyttelse

Artikel 19

God forretningsskik ved ydelse af investeringsservice til kunder

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at et investeringsselskab, når det yder kunder investeringsservice og/eller, når det er relevant, accessoriske tjenesteydelser, handler ærligt, redeligt og professionelt i sine kunders bedste interesse, og navnlig overholder de i stk. 2-8 omhandlede principper.

2. Alle oplysninger, herunder markedsføringsmateriale, som investeringsselskabet sender til kunder eller potentielle kunder, skal være reelle, klare og ikke-vildledende. Markedsføringsmateriale skal tydeligt fremstå som sådant.

3. Der skal gives relevante oplysninger til kunder eller potentielle kunder i en form, der er forståelig om:

— investeringsselskabet og dets tjenesteydelser

— finansielle instrumenter og foreslåede investeringsstrategier; dette bør omfatte relevant vejledning og relevante advarsler om de risici, der er forbundet med investering i de pågældende instrumenter eller i forbindelse med særlige investeringsstrategier

— handelssystemer og

— omkostninger og dertil knyttede gebyrer, således at de i rimeligt omfang kan forstå investeringsservicens og den tilbudte specifikke type finansielt instruments art og risici og dermed til at træffe investeringsbeslutninger på kvalificeret grundlag.

Disse oplysninger kan gives i et standardiseret format.

4. Når investeringsselskabet yder investeringsrådgivning eller porteføljepleje, skal det indhente de nødvendige oplysninger om kundens eller den potentielle kundes kendskab til og erfaring på det investeringsområde, som er relevant for den specifikke type produkt eller service, hans finansielle situation og investeringsmål, så selskabet kan anbefale kunden eller den potentielle kunde den investeringsservice og de finansielle instrumenter, der egner sig for vedkommende.

5. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber, som leverer andre investeringsserviceydelser end dem, der er omhandlet i stk. 4, udbeder sig oplysninger fra kunden eller den potentielle kunde om dennes kendskab til og erfaring på det investeringsområde, som er relevant for den specifikke type produkt eller service, der udbydes eller efterspørges, så investeringsselskabet kan vurdere, om den påtænkte investeringsservice eller det påtænkte investeringsprodukt er hensigtsmæssig(t)for kunden.

Hvis investeringsselskabet på grundlag af de oplysninger, som det har modtaget i medfør af første afsnit, finder, at produktet eller tjenesteydelsen ikke er hensigtsmæssig for kunden eller den potentielle kunde, advarer investeringsselskabet kunden eller den potentielle kunde. Denne advarsel kan gives i et standardiseret format. Hvis kunden eller den potentielle kunde vælger ikke at give de oplysninger, der er omhandlet i første afsnit, eller giver utilstrækkelige oplysninger om sit kendskab og sine erfaringer, skal investeringsselskabet advare kunden eller den potentielle kunde om, at et sådant valg gør det umuligt for selskabet at afgøre, om tjenesteydelsen eller produktet er hensigtsmæssig for vedkommende. Denne advarsel kan gives i et standardiseret format.

6. Medlemsstaterne tillader, at investeringsselskaber, når de yder investeringsservice, som udelukkende består i at udføre kundens ordrer og/eller at modtage og formidle disse ordrer med

eller uden accessoriske tjenesteydelser, yder denne investeringsservice, uden at det er nødvendigt at indhente de oplysninger eller træffe den afgørelse, som er omhandlet i stk. 5, hvis alle nedenstående betingelser er opfyldt:

— ovennævnte tjenesteydelser vedrører aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked eller på et tilsvarende tredjelandsmarked, pengemarkedsinstrumenter, obligationer og andre gældsinstrumenter (dog undtaget obligationer eller gældsbeviser, som omfatter et afledt instrument), UCITS og andre ikke komplekse finansielle instrumenter Et tredjelandsmarked anses for at svare til et reguleret marked, når det opfylder krav svarende til de i afsnit III fastsatte. Kommissionen offentliggør en fortegnelse over de markeder, der anses for at være tilsvarende markeder. Denne fortegnelse ajourføres regelmæssigt

— tjenesteydelsen ydes på kundens eller den potentielle kundes initiativ

— kunden eller den potentielle kunde er klart blevet underrettet om, at investeringsselskabet ved ydelsen af den tjenesteydelse ikke har pligt til at vurdere det leverede eller tilbudte instruments eller den ydede eller tilbudte tjenesteydelses hensigtsmæssighed, og at vedkommende derfor ikke nyder godt af den hermed forbundne beskyttelse, som reglerne om god forretningsskik giver. Denne advarsel kan gives i et standardiseret format

— investeringsselskabet opfylder forpligtelserne i artikel 18.

7. Investeringsselskabet registrerer kunden i sit kundekartotek med det eller de dokumenter, som indeholder selskabets og kundens aftale, og hvori er anført parternes rettigheder og forpligtelser samt de øvrige betingelser, som gælder for selskabets tjenesteydelser til kunden. Parternes kontraktlige rettigheder og forpligtelser kan medtages ved henvisning til andre dokumenter eller lovtekster.

8. Kunden skal fra investeringsselskabet modtage fyldestgørende rapporter om selskabets service til sine kunder. Rapporterne skal, hvor det er relevant, omfatte omkostninger i forbindelse med de transaktioner og tjenesteydelser, der er gennemført for kundens regning.

9. Hvis en investeringsservice indgår som en del af et finansielt produkt, som allerede er omfattet af andre bestemmelser om risikovurdering af kunder og/eller oplysningskrav i fællesskabslovgivningen eller fælles europæiske standarder i forbindelse med kreditinstitutter og forbrugerkredit, omfattes denne service ikke tillige af de i denne artikel omhandlede forpligtelser.

10. For at sikre den nødvendige investorbeskyttelse og ensartet anvendelse af stk. 1-8 vedtager Kommissionen gennemførelsesbestemmelser, der sikrer, at investeringsselskaberne overholder principperne i stk. 1-8, når de leverer investeringsservice eller accessoriske tjenesteydelser til deres kunder. Gennemførelsesbestemmelserne skal tage hensyn til:

a) Den eller de til kunden eller den potentielle kunde tilbudte eller leverede tjenesteydelsers art, idet der tages hensyn til transaktionernes type, genstand, omfang og hyppighed

b) arten af de finansielle instrumenter, der tilbydes eller påtænkes

c) om kunden eller de potentielle kunder er detailinvestor(er) eller professionel(le) investor(er)

De bestemmelser, der henvises til i første afsnit, og som har til formål at ændre ikke-væsentlige bestemmelser i dette direktiv ved at supplere det, vedtages efter forskriftsproceduren med kontrol i artikel 64, stk. 2.

Artikel 20

Levering af tjenesteydelser via et andet investeringsselskab

Medlemsstaterne tillader, at et investeringsselskab, der gennem et andet investeringsselskab modtager instrukser om at udføre investeringer eller accessoriske tjenesteydelser for en kundes regning, henholder sig til kundeoplysninger fra sidstnævnte selskab. Det investeringsselskab, som formidler instrukserne, forbliver ansvarlig for, at de formidlede oplysninger er komplette og nøjagtige. Et investeringsselskab, der på denne måde modtager instruks om at udføre tjenesteydelser

for en kundes regning, skal også kunne henholde sig til eventuelle anbefalinger vedrørende tjenesteydelsen eller transaktionen, som kunden måtte have modtaget fra et andet investeringsselskab.

Det investeringsselskab, som formidler instrukserne, forbliver ansvarlig for, at de givne anbefalinger eller råd er relevante for kunden. Et investeringsselskab, som modtager kunders instrukser eller ordrer gennem et andet investeringsselskab, forbliver ansvarlig for, at tjenesteydelsen eller transaktionen på grundlag af sådanne eventuelle oplysninger eller anbefalinger gennemføres efter de relevante bestemmelser i dette afsnit.

Artikel 21

Pligt til at udføre ordrer på de for kunden gunstigste betingelser

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber, når de udfører ordrer, træffer alle rimelige forholdsregler for at opnå det bedst mulige resultat for deres kunder, idet de tager hensyn til pris, omkostninger, hurtighed, gennemførelses- og afregningssandsynlighed, omfang, art og andre eventuelle overvejelser med relevans for udførelsen af ordren. Investeringsselskabet er dog, når der foreligger en specifik instruks fra kunden, altid forpligtet til at udføre ordren efter den specifikke instruks.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber etablerer og anvender effektive ordninger til overholdelse af stk. 1. Navnlig stiller medlemsstaterne krav om, at investeringsselskaber opstiller og anvender en ordreudførelsespolitik, der sætter dem i stand til at opnå det bedst mulige resultat for deres kunders ordrer, jf. stk. 1.

3. Ordreudførelsespolitikken skal, for hver enkelt instrumentkategori, omfatte oplysninger om de forskellige handelssystemer, hvorigennem investeringsselskabet udfører kundeordrer, og de faktorer, der påvirker valget af handelssystem. Den skal mindst omfatte de systemer, der sætter investeringsselskabet i stand til til stadighed at opnå de bedste resultater ved udførelsen af kundeordrer.

Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber giver deres kunder fyldestgørende oplysninger om deres ordreudførelsespolitik. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber indhenter deres kunders forudgående samtykke til ordreudførelsespolitikken. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber, hvis ordreudførelsespolitik gør det muligt at udføre kundens ordrer uden om et reguleret marked eller en MHF, navnlig skal give deres kunder eller potentielle kunder oplysning om denne mulighed. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber indhenter deres kunders forudgående udtrykkelige samtykke, inden de begynder at udføre kundernes ordrer uden om et reguleret marked eller en MHF. Investeringsselskabet kan indhente dette samtykke enten i form af en generel aftale eller for den enkelte transaktion.

4. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber kontrollerer, om deres ordreudførelsesordninger og udførelsespolitik fungerer efter hensigten, således at eventuelle mangler kan findes og i givet fald afhjælpes. De skal navnlig regelmæssigt vurdere, om de handelssystemer, der er en del af deres ordreudførelsespolitik, giver det bedst mulige resultat for kunden, eller om deres ordreudførelsesordninger bør ændres. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaberne giver deres kunder meddelelse om enhver væsentlig ændring af ordreudførelsesordninger eller ordreudførelsespolitik.

5. Medlemsstaterne skal også stille krav om, at investeringsselskaber på deres kunders anmodning skal kunne påvise over for disse, at de har ekspederet deres ordrer i overensstemmelse med selskabets ordreudførelsespolitik.

6. For at sikre den for investorerne nødvendige beskyttelse, redelige og velfungerende markeder samt ensartet anvendelse af stk. 1, 3 og 4 vedtager Kommissionen gennemførelsesbestemmelser vedrørende:

- a) kriterierne for fastlæggelse af den relative betydning af de forskellige faktorer, der i medfør af stk. 1 kan tages i betragtning ved bestemmelse af, hvad der er det bedst mulige resultat, idet der tages hensyn til ordrens størrelse, og om kunden er en detail- eller professionel investor
- b) faktorer, som et investeringsselskab kan tage i betragtning, når det reviderer sine ordreudførelsesordninger, og de omstændigheder, under hvilke ændringer af sådanne ordninger kan være påkrævet. Navnlig faktorer til bestemmelse af, hvilke handelssystemer der sætter investeringsselskaber i stand til til stadighed at opnå det bedst mulige resultat ved udførelse af kundeordrer
- c) art og omfang af de oplysninger, som kunder i medfør af stk. 3 skal have om selskabets ordreudførelsespolitik.

De bestemmelser, der henvises til i første afsnit, og som har til formål at ændre ikke-væsentlige bestemmelser i dette direktiv ved at supplere det, vedtages efter forskriftsproceduren med kontrol i artikel 64, stk. 2.

Artikel 22

Regler for behandling af kundeordrer

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber, der har tilladelse til at udføre ordrer for kunders regning, anvender procedurer og ordninger, som sikrer en øjeblikkelig, redelig og hurtig udførelse af kundeordrer set i forhold til andre kundeordrer eller investeringsselskabets handelsinteresser.

Disse procedurer eller ordninger skal gøre det muligt at udføre ellers sammenlignelige kundeordrer afhængig af, hvornår de er modtaget hos investeringsselskabet.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber, medmindre kunden udtrykkeligt bestemmer andet, i tilfælde af limiterede kundeordrer vedrørende aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked, som under gældende markedsvilkår ikke kan udføres øjeblikkelig, skal tage skridt til at fremme den hurtigst mulige gennemførelse af ordren ved straks at offentliggøre den limiterede kundeordre på en måde, der gør oplysningen let tilgængelig for andre markedsdeltagere. Medlemsstaterne kan beslutte, at investeringsselskaberne overholder denne forpligtelse når de formidler den limiterede kundeordre til et reguleret marked og/eller en MHF. Medlemsstaterne fastsætter, at de kompetente myndigheder kan undtage fra forpligtelsen til at offentliggøre en limiteret ordre, som er meget stor i forhold til den normale markedsstørrelse, jf. artikel 44, stk. 2.

3. For at sikre, at foranstaltninger til beskyttelse af investorer og til sikring af, at markederne fungerer redeligt og ordnet, tager hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder, og for at sikre ensartet anvendelse af stk. 1 og 2 vedtager Kommissionen gennemførelsesbestemmelser, som fastlægger:

- a) betingelserne for og arten af de procedurer og ordninger, der fører til en øjeblikkelig, redelig og hurtig udførelse af kundeordrer, og de situationer eller handelstyper, hvor investeringsselskaber med rimelighed kan fravige reglen om øjeblikkelig udførelse for dermed at opnå gunstigere vilkår for kunderne
- b) de forskellige metoder til vurdering af, om et investeringsselskab kan anses at have opfyldt sin forpligtelse til at videregive oplysninger til markedet om limiterede kundeordrer, der ikke skal udføres øjeblikkeligt.

De bestemmelser, der henvises til i første afsnit, og som har til formål at ændre ikke-væsentlige bestemmelser i dette direktiv ved at supplere det, vedtages efter forskriftsproceduren med kontrol i artikel 64, stk. 2.

Artikel 23

Investeringselskabs forpligtelser, når de udpeger tilknyttede agenter

1. Medlemsstaterne kan beslutte at tillade, at et investeringselskab udpeger tilknyttede agenter til at fremme salget af investeringselskabets tjenesteydelser, hverve kunder eller modtage ordrer fra kunder eller potentielle kunder, formidle disse, placere finansielle instrumenter og rådgive om disse samt om de tjenesteydelser, der tilbydes af det pågældende investeringselskab.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at et investeringselskab, hvis det beslutter at udpege en tilknyttet agent, skal bevare det fulde og ubetingede ansvar for alle handlinger eller undladelser fra den tilknyttede agents side, når denne handler for selskabets regning. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringselskabet sørger for, at en tilknyttet agent oplyser alle kunder eller potentielle kunder om, i hvilken egenskab han handler, og hvilket selskab han repræsenterer, når han kontakter disse, eller inden han handler med dem.

Medlemsstaterne kan i overensstemmelse med artikel 13, stk. 6, 7, og 8, tillade, at tilknyttede agenter, som er registreret på deres område, forvalter kunders penge og/eller finansielle instrumenter på vegne af og under fuldt ansvar af det investeringselskab, som de handler for på deres område eller, i tilfælde af grænseoverskridende virksomhed, i en medlemsstat, som tillader, at en tilknyttet agent forvalter kunders penge.

Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringselskaber fører tilsyn med deres tilknyttede agents virksomhed for at sikre, at de fortsat overholder bestemmelserne i dette direktiv, når de handler gennem tilknyttede agenter.

3. Medlemsstater, der beslutter at give investeringselskaber tilladelse til at udpege tilknyttede agenter, opretter et offentligt register. Tilknyttede agenter optages i det offentlige register i den medlemsstat, hvor de er etableret.

Når den medlemsstat, hvor den tilknyttede agent er etableret, i henhold til stk. 1 har besluttet ikke at tillade, at de investeringselskaber, der har fået meddelt tilladelse af deres kompetente myndigheder, udpeger tilknyttede agenter, optages disse tilknyttede agenter i registret hos den kompetente myndighed i hjemlandet for det investeringselskab, på hvis vegne de handler.

Medlemsstaten sikrer, at tilknyttede agenter kun optages i det offentlige register, hvis det er godtgjort, at de har et tilstrækkeligt godt omdømme og er i besiddelse af den nødvendige almene, forretningsmæssige og faglige viden til præcist at kunne give kunden eller den potentielle kunde alle relevante oplysninger om den tilbudte tjenesteydelse.

Medlemsstaterne kan beslutte, at investeringselskaber kan kontrollere, om de tilknyttede agenter, de har udpeget, har et tilstrækkeligt godt omdømme og er i besiddelse af den nødvendige viden, der nævnes i stk. 3, tredje afsnit.

Registeret skal ajourføres regelmæssigt. Det skal være offentlig tilgængeligt.

4. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringselskaber, der udpeger tilknyttede agenter, træffer de nødvendige foranstaltninger til at undgå eventuelle negative virkninger, som de af den tilknyttede agents aktiviteter, der ikke er omfattet af nærværende direktiv, kunne have på vedkommendes aktiviteter for investeringselskabets regning.

Medlemsstaterne kan tillade kompetente myndigheder at samarbejde med investeringselskaber og kreditinstitutter, disses sammenslutninger og andre organer om at registrere tilknyttede agenter og føre tilsyn med disses overholdelse af kravene i stk. 3. Tilknyttede agenter kan bl.a. registreres af et investeringselskab, et kreditinstitut eller disses sammenslutninger og andre organer under den kompetente myndigheds tilsyn.

5. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringselskaber kun udpeger tilknyttede agenter, som er optaget i de i stk. 3 omhandlede offentlige registre.

6. Medlemsstaterne kan skærpe kravene i denne artikel eller tilføje andre krav for tilknyttede agenter, som er registreret i deres område.

Artikel 24

Transaktioner med godkendte modparter

1. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber, der har tilladelse til at udføre ordrer for kunders regning og/eller handle for egen regning og/eller modtage og formidle ordrer, kan tilvejebringe eller gennemføre transaktioner med godkendte modparter uden at være forpligtet til at opfylde de forpligtelser efter artikel 19, 21 og 22, stk. 1, i dette direktiv, der gælder for sådanne transaktioner eller for en accessorisk tjenesteydelse, der er direkte knyttet til sådanne transaktioner.

2. Som godkendte modparter i dette direktivs forstand anerkender medlemsstaterne investeringsselskaber, kreditinstitutter, forsikringsselskaber, UCITS og disses administrationsselskaber, pensionskasser og disses administrationsselskaber, andre finansielle enheder, der har fået tilladelse eller er underkastet regulering efter fællesskabslovgivningen eller en medlemsstats nationale lovgivning, virksomheder, der i henhold til artikel 2, stk. 1, litra k) og l), ikke er omfattet af nærværende direktiv, nationale regeringer og disses institutioner inklusive offentlige organer, der beskæftiger sig med offentlig gæld, centralbanker og overnationale organisationer.

Klassificering som godkendt modpart i henhold til det første afsnit anfægter ikke sådanne organers ret til at anmode om, generelt eller på ad-hoc-basis, at blive behandlet som kunder, hvis forretninger med investeringsselskabet er omfattet af artikel 19, 21 og 22.

3. Medlemsstaterne kan endvidere anerkende andre selskaber, der opfylder forud fastsatte forholdsmæssige krav, herunder kvantitative tærskler, som godkendte modparter. Ved transaktioner, hvor de potentielle modparter befinder sig i forskellige medlemsstater, skal investeringsselskabet respektere det andet selskabs status som bestemt ved lov eller forskrifter i den medlemsstat, hvor dette andet selskab er etableret. Medlemsstaterne sikrer, at et investeringsselskab, når det indgår transaktioner i henhold til stk. 1 med sådanne selskaber, indhenter den potentielle modparts udtrykkelige bekræftelse af, at denne indvilliger i at blive behandlet som godkendt modpart. Medlemsstaterne tillader, at investeringsselskaber opnår dette samtykke enten i form af en generel aftale eller for den enkelte transaktion.

4. Medlemsstaterne kan anerkende tredjelandsenheder, som svarer til de i stk. 2 omhandlede kategorier, som godkendte modparter. Medlemsstaterne kan også anerkende tredjelandsenheder som de i stk. 3 omhandlede som godkendte modparter på samme betingelser og efter samme krav som de i stk. 3 omhandlede.

5. For at sikre ensartet anvendelse af stk. 2, 3 og 4 under hensyn til ændret markedspraksis og for at sikre, at det indre marked fungerer efter hensigten, kan Kommissionen vedtage gennemførelsesbestemmelser, der fastsætter:

a) procedurer for anmodning om at blive behandlet som kunder i henhold til stk. 2

b) procedurer for indhentning af potentielle modparters udtrykkelige samtykke i henhold til stk. 3

c) de forud fastsatte forholdsmæssige krav inklusive kvantitative tærskler, som gør det muligt at anse et selskab som godkendt modpart i henhold til stk. 3.

De bestemmelser, der henvises til i første afsnit, og som har til formål at ændre ikke-væsentlige bestemmelser i dette direktiv ved at supplere det, vedtages efter forskriftsproceduren med kontrol i artikel 64, stk. 2.

A f d e l i n g 3

Markedsgennemsigthed og –integritet

Artikel 25

Forpligtelse til at opretholde markedets integritet, indberette transaktioner og føre registre

1. Uden at dette berører fordelingen af ansvaret for at håndhæve Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug) (¹⁰⁶), skal medlemsstaterne sikre, at der er truffet passende foranstaltninger til, at den kompetente myndighed kan føre tilsyn med investeringsselskabers aktiviteter for at sikre, at disse handler ærligt, redeligt og professionelt på en måde, der fremmer markedets integritet.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber sørger for, at de relevante oplysninger om samtlige transaktioner med finansielle instrumenter, som de har foretaget enten for egen eller for en kundes regning, er tilgængelige for den kompetente myndighed i mindst fem år. Ved transaktioner gennemført for kunders regning skal registre indeholde alle oplysninger og nærmere enkeltheder om kundens identitet samt de oplysninger, der kræves efter Rådets direktiv 91/308/EØF af 10. juni 1991 om forebyggende foranstaltninger mod anvendelse af det finansielle system til hvidvaskning af penge (¹⁰⁷).

3. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber, der foretager transaktioner med finansielle instrumenter, der er optaget til handel på et reguleret marked, giver den kompetente myndighed nærmere oplysninger om disse transaktioner så hurtigt som muligt og senest ved lukketid næste hverdag. Denne forpligtelse gælder, uanset om transaktioner har fundet sted på et reguleret marked eller ej.

De kompetente myndigheder etablerer i overensstemmelse med artikel 58 de nødvendige ordninger til sikring af, at den myndighed, der er kompetent for det mest relevante marked målt i likviditet for så vidt angår disse finansielle instrumenter, også modtager disse oplysninger.

4. Rapporterne skal navnlig indeholde detaljerede oplysninger om de købte/solgte instrumenters navn og antal, transaktionernes størrelse, datoer og tidspunkter for udførelsen af køb og salg, priser og oplysninger om, hvordan de pågældende investeringsselskaber kan identificeres.

5. Medlemsstaterne foreskriver, at rapporterne indgives til den kompetente myndighed enten af investeringsselskabet selv, en tredjemand, der handler på dets vegne, eller af et match- eller rapporteringssystem, der er godkendt af den kompetente myndighed eller af det regulerede marked eller den MHF, gennem hvis systemer transaktionen er gennemført. Hvis transaktioner indberettes direkte til den kompetente myndighed af et reguleret marked, en MHF eller et match- eller rapporteringssystem, der er godkendt af den kompetente myndighed, kan der ses bort fra investeringsselskabets forpligtelse i henhold til stk. 3.

6. Når de i denne artikel omhandlede rapporter i overensstemmelse med artikel 32, stk. 7, sendes til den kompetente myndighed i værtslandet, skal denne myndighed videresende disse oplysninger til de kompetente myndigheder i investeringsselskabets hjemland, medmindre de beslutter, at de ikke ønsker at modtage disse oplysninger.

7. For at sikre, at foranstaltninger til beskyttelse af markedets integritet ændres under hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder, og at stk. 1-5 anvendes ensartet, kan Kommissionen vedtage gennemførelsesbestemmelser, som foreskriver metoder og systemer til rapportering af finansielle transaktioner, rapporternes form og indhold samt kriterier til bestemmelse af et relevant marked, jf. stk. 3. Disse bestemmelser, der har til formål at ændre ikke-væsentlige bestemmelser i dette direktiv ved at supplere det, vedtages efter forskriftsproceduren med kontrol i artikel 64, stk.

2.

¹⁰⁶ EUT L 96 af 12.4.2003, s. 16.

¹⁰⁷ EFT L 166 af 28.6.1991, s. 77. Senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/97/EF (EFT L 344 af 28.12.2001, s. 76).

Artikel 26

Tilsyn med overholdelse af reglerne for MHF og andre lovmæssige forpligtelser

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber og markedsoperatører, der driver en MHF, etablerer og opretholder for MHF'en relevante og effektive ordninger og procedurer til regelmæssig kontrol af, om dennes brugere overholder dens regler. Investeringsselskaber og markedsoperatører, der driver en MHF skal registrere de transaktioner, der foretages af deres brugere under anvendelse af deres systemer for at kunne påvise brud på disse regler, ureglementerede handelsvilkår eller adfærd, der kan indebære markedsmisbrug.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber og markedsoperatører, der driver en MHF, til den kompetente myndighed indberetter væsentlige brud på dens regler, ureglementerede handelsvilkår eller adfærd, som kunne indebære markedsmisbrug. Medlemsstaterne stiller tillige krav om, at investeringsselskaber og markedsoperatører, der driver en MHF straks meddeler den myndighed, der er kompetent for efterforskning og retsforfølgelse af markedsmisbrug, de relevante oplysninger og på enhver måde bistår den kompetente myndighed med efterforskning og retsforfølgelse af markedsmisbrug, der er opstået i eller via dets systemer.

Artikel 27

Investeringsselskabers forpligtelse til at offentliggøre bindende prisstillelser

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at selskaber, der systematisk internaliserer i aktier, offentliggør bindende prisstillelser på aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked, og som de systematisk internaliserer, og for hvilke der findes et likvidt marked. For aktier, som der ikke findes et likvidt marked for, skal selskaber, der systematisk internaliserer, meddele prisstillelserne til deres kunder efter anmodning..

Denne artikels bestemmelser gælder for selskaber, der systematisk internaliserer, når de handler for størrelser op til normal markedsstørrelse. Selskaber, der systematisk internaliserer, og som kun handler for størrelser over normal markedsstørrelse, er ikke omfattet af denne artikel.

Selskaber, der systematisk internaliserer, kan bestemme inden for hvilken eller hvilke størrelser, de vil stille priser. For hver akties vedkommende skal hver prisstillelse omfatte en bindende købsog/ eller salgpris eller -priser for en eller flere størrelser op til normal markedsstørrelse for den aktieklasse, som aktien hører til. Prisen eller priserne skal også afspejle de gældende handelsvilkår for den pågældende aktie.

Aktierne opdeles i klasser på grundlag af den aritmetriske gennemsnitsværdi af de udførte ordrer på markedet vedrørende den pågældende aktie. Den normale markedsstørrelse for hver enkelt aktieklasse skal være repræsentativ for den aritmetiske gennemsnitsværdi af de udførte ordrer på markedet vedrørende aktierne i hver enkelt aktieklasse.

Markedet for hver enkelt aktie udgøres af alle ordrer udført i Den Europæiske Union vedrørende denne aktie, bortset fra ordrer, der er store i forhold til den normale markedsstørrelse for denne aktie.

2. Den myndighed, der er kompetent for det mest relevante marked målt i likviditet, som defineret i artikel 25, fastlægger hvor hver aktie mindst en gang om året på grundlag af den aritmetriske gennemsnitsværdi af de udførte ordrer på markedet vedrørende den pågældende aktie, til hvilken aktieklasse den hører. Denne oplysning offentliggøres til alle markedsdeltagere.

3. Selskaber, der systematisk internaliserer, offentliggør deres prisstillelser regelmæssigt og løbende gennem hele den normale åbningstid. De har ret til at opdatere deres prisstillelser på et hvilket som helst tidspunkt. De kan også tilbagetrække dem under usædvanlige markedsforhold.

Prisstillelser offentliggøres på en måde, der er let tilgængelig for andre markedsdeltagere på rimelige kommercielle vilkår.

Selskaber, der systematisk internaliserer, udfører under overholdelse af artikel 21 de ordrer, de får fra deres detailkunder vedrørende de aktier, som de systematisk internaliserer, til de priser, der er stillet på det tidspunkt, ordren modtages.

Selskaber, der systematisk internaliserer, udfører de ordrer, de får fra deres professionelle kunder vedrørende de aktier, de systematisk internaliserer, til de priser, der er stillet på det tidspunkt, ordren modtages. Dog kan de udføre sådanne ordrer til bedre priser i berettigede tilfælde, forudsat at disse priser falder inden for et offentliggjort interval, som ligger tæt på markedsvilkårene, og forudsat at ordrene er af et omfang, der er større end omfanget af de ordrer, en detailkunde almindeligvis afgiver.

Selskaber, der systematisk internaliserer, kan derudover udføre de ordrer, de får fra deres professionelle kunder, til priser, der er forskellige fra de stillede priser, uden at betingelserne i foregående afsnit er opfyldt, for så vidt angår transaktioner, hvor udførelse i flere værdipapirer er en del af én transaktion, eller for så vidt angår ordrer, der afhænger af andre vilkår end den gældende markedspris. Hvis et selskab, der systematisk internaliserer, og som kun stiller én pris, eller hvis højeste pris er mindre end normal markedsstørrelse, modtager en ordre fra en kunde, der er større end selskabets prisstillelse, men mindre end den normale markedsstørrelse, kan selskabet beslutte at udføre den del af ordren, der går ud over, hvad selskabets prisstillelse dækker, forudsat at den udføres til den fastsatte pris, medmindre andet er tilladt ifølge de to forudgående afsnit. Hvis det selskab, der systematisk internaliserer, stiller priser i flere størrelser og modtager en ordre af et omfang, der ligger mellem disse prisstillelser, som det vælger at udføre, skal selskabet udføre ordren til en af de stillede priser i overensstemmelse med artikel 22, medmindre andet er tilladt ifølge de to forudgående afsnit.

4. De kompetente myndigheder kontrollerer,

a) at investeringsselskaberne regelmæssigt ajourfører de i henhold til stk. 1 offentliggjorte købs- og/eller salgskurser og anvender priser, som afspejler de gældende markedsvilkår,

b) at investeringsselskaberne overholder de i stk. 3, fjerde afsnit fastsatte regler for prisforbedringer.

5. Selskaber, der systematisk internaliserer, skal have ret til, på grundlag af deres forretningspolitik og på en objektiv, ikke-diskriminerende måde, at beslutte, hvilke investorer de giver adgang til deres prisstillelser. Med henblik herpå skal de have klare normer for styring af adgangen til deres prisstillelser. Selskaber, der systematisk internaliserer, kan på grundlag af kommercielle overvejelser som f.eks. investors kreditværdighed, modpartsrisiko samt endelig afregning af transaktionen nægte at etablere en forretningsforbindelse med investorer eller afbryde en sådan.

6. Med henblik på at begrænse risikoen for at blive udsat for gentagne transaktioner fra samme kunde skal selskaber, der systematisk internaliserer, have ret til på en ikke-diskriminerende måde at begrænse antallet af transaktioner fra samme kunde, som de påtager sig på de offentliggjorte betingelser. De skal også have ret til på en ikke-diskriminerende måde og i overensstemmelse med artikel 22 at begrænse det samlede antal transaktioner fra forskellige kunder på samme tid, forudsat dette kun er tilladt, når antallet og/eller omfanget af ordrer, kunderne ønsker udført, væsentligt overstiger det normale.

7. For at sikre ensartet anvendelse af stk. 1-6 på en måde, der understøtter en effektiv værdiansættelse af aktier og maksimerer investeringsselskabers mulighed for at opnå det for deres kunder bedste resultat, vedtager Kommissionen gennemførelsesbestemmelser, der angiver:

a) kriterierne for anvendelse af stk. 1 og 2

b) kriterierne for fastsættelse af, hvornår en prisstillelse er offentliggjort regelmæssigt og løbende og er let tilgængelig, samt for de måder, hvorpå investeringsselskaber kan opfylde deres forpligtelse til at offentliggøre deres prisstillelser, hvilket bl.a. kan være følgende:

- i) gennem de faciliteter, der findes på et reguleret marked, der har optaget det pågældende instrument til handel
- ii) gennem tredjemand
- iii) gennem egne arrangementer.
- c) de generelle kriterier for fastsættelse af de transaktioner, hvor udførelsen i flere værdipapirer er en del af én transaktion, eller de ordrer, der afhænger af andet end den herskende markedspris
- d) de generelle kriterier for fastsættelse af, hvad der kan anses for at være usædvanlige markedsforhold, der berettiger til tilbagetrækning af prisstillelser, samt betingelserne for opdatering af prisstillelser
- e) kriterierne for fastsættelse af, hvad der forstås ved størrelsen af de ordrer, en detailkunde almindeligvis afgiver.
- f) kriterierne for fastsættelse af, hvad der betragtes som afvigende væsentligt fra det normale, jf. stk. 6
- g) kriterierne for fastsættelse af, hvornår priser falder inden for et offentliggjort interval, som ligger tæt på markedsvilkårene.

De bestemmelser, der henvises til i første afsnit, og som har til formål at ændre ikke-væsentlige bestemmelser i dette direktiv ved at supplere det, vedtages efter forskriftsproceduren med kontrol i artikel 64, stk. 2.

Artikel 28

Investeringsselskabers videregivelse af oplysninger efter handelen

1. Medlemsstaterne stiller mindst krav om, at investeringsselskaber, som enten for egen eller for kunders regning gennemfører transaktioner med aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked, uden om et reguleret marked eller en MHF, offentliggør transaktionernes størrelse og priser, samt tidspunktet for transaktionernes indgåelse. Disse oplysninger offentliggøres så tæt på realtid som muligt, på rimelige kommercielle vilkår og på en måde, som er let tilgængelig for andre markedsdeltagere.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at de oplysninger, der offentliggøres i henhold til stk. 1, og fristerne for oplysningernes offentliggørelse opfylder de krav, der er fastsat i medfør af artikel 45. Hvis de i henhold til artikel 45 vedtagne foranstaltninger giver mulighed for at udsætte rapportering af visse kategorier af aktiehandler, finder den mulighed tilsvarende anvendelse på sådanne handler, når de gennemføres uden om regulerede markeder og MHF'er.

3. For at sikre gennemsigtige og velfungerende markeder samt ensartet anvendelse af stk. 1 vedtager Kommissionen gennemførelsesbestemmelser, som

a) nærmere angiver de måder, hvorpå investeringsselskaber kan opfylde deres forpligtelser i henhold til stk. 1, herunder:

i) gennem de faciliteter, der findes på alle regulerede markeder, der har optaget det pågældende instrument til handel, eller gennem faciliteterne i en MHF, hvor den pågældende aktie er optaget til handel

ii) gennem tredjemand

iii) gennem egne arrangementer.

b) præciserer anvendelsen af den i stk. 1 fastsatte forpligtelse på transaktioner, hvori aktier anvendes til sikkerhedsstillelse, långivning eller andre formål, hvor aktieoverdragelsen sker som følge af andre forhold end aktiens øjeblikkelige markedsværdi.

De bestemmelser, der henvises til i første afsnit, og som har til formål at ændre ikke-væsentlige bestemmelser i dette direktiv ved at supplere det, vedtages efter forskriftsproceduren med kontrol i artikel 64, stk. 2.

Artikel 29

Gennemsigthedskrav til MHF'er før handel

1. Medlemsstaterne stiller mindst krav om, at investeringsselskaber og markedsoperatører, der driver en MHF, offentliggør de aktuelle købs og salgskurser og markedsdybden ved disse kurser, hvilket bekendtgøres gennem selskabernes systemer til handel med aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked. Medlemsstaterne foreskriver, at disse oplysninger på rimelige kommercielle vilkår løbende skal være offentlig tilgængelige i facilitetens almindelige åbningstid.

2. Medlemsstaterne foreskriver, at de kompetente myndigheder skal kunne undtage fra forpligtelsen for investeringsselskaber eller markedsoperatører, der driver en MHF, til at offentliggøre de i stk. 1 omhandlede oplysninger på baggrund af markedsmodel eller ordretype og - størrelse i de tilfælde, der fastsættes i overensstemmelse med stk. 3.

De kompetente myndigheder skal navnlig kunne se bort fra forpligtelsen, når der er tale om transaktioner, der er store i forhold til den normale markedsstørrelse for den pågældende aktie eller aktietype.

3. For at sikre den ensartede anvendelse af stk. 1 og 2 vedtager Kommissionen gennemførelsesbestemmelser om:

- a) hvilke købs-, salgs- eller prisstillelser fra prisstillere, der skal offentliggøres sammen med oplysning om markedsdybden ved disse priser
- b) omfang eller art af de ordrer, for hvilke der i henhold til stk. 2 kan ses bort fra kravet om offentliggørelse af oplysninger før handelen
- c) den markedsmodel, for hvilken der i henhold til stk. 2 kan ses bort fra kravet om offentliggørelse af oplysninger før handelen, og navnlig anvendeligheden af kravet vedrørende handelsmetoder, der anvendes af en MHF, som gennemfører transaktioner efter deres regler under henvisning til kurser, der er fastsat uden om MHF'ens systemer eller ved periodiske auktioner.

Indholdet af disse gennemførelsesbestemmelser skal svare til de i artikel 44 fastsatte gennemførelsesbestemmelser for regulerede markeder, medmindre MHF'ens særlige karakter kan berettige andet.

De bestemmelser, der henvises til i første afsnit, og som har til formål at ændre ikke-væsentlige bestemmelser i dette direktiv ved at supplere det, vedtages efter forskriftsproceduren med kontrol i artikel 64, stk. 2.

Artikel 30

Gennemsigthedskrav til MHF'er efter handelen

1. Medlemsstaterne stiller mindst krav om, at investeringsselskaber og markedsoperatører, der driver en MHF, offentliggør kurser, omfang og tidspunkt for transaktioner gennemført i facilitetens systemer med aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked. Medlemsstaterne stiller krav om, at de nærmere detaljer om alle sådanne transaktioner offentliggøres på rimelige kommercielle vilkår og så tæt på realtid som muligt. Dette krav finder ikke anvendelse på de nærmere detaljer om handler, der er gennemført i en MHF, og som offentliggøres i et reguleret markeds systemer.

2. Medlemsstaterne foreskriver, at den kompetente myndighed kan tillade de investeringsselskaber eller markedsoperatører, der driver en MHF, at indføre bestemmelser om udsættelse af offentliggørelsen af de nærmere oplysninger om transaktioner på baggrund af transaktionernes omfang eller art. De kompetente myndigheder kan navnlig give tilladelse til udsættelse af offentliggørelsen, når der er tale om transaktioner, der er store i forhold til den normale markedsstørrelse for den pågældende aktie eller klasse af aktier. Medlemsstaterne stiller krav om, at de regulerede markeder skal indhente den kompetente myndigheds forhåndsgodkendelse af de foreslåede bestemmelser om udsættelse af offentliggørelsen af handler og stiller krav om, at markedsdeltagere og investorer klart oplyses om disse bestemmelser.

3. For at sikre at de finansielle markeder fungerer effektivt og ordnet, og at stk. 1 og 2 anvendes ensartet, vedtager Kommissionen gennemførelsesbestemmelser vedrørende:

a) rækkevidden og indholdet af de oplysninger, der skal offentliggøres
b) betingelserne for, at et investeringsselskab eller en markedsoperatør, der driver en MHF, kan indføre bestemmelser om udsættelse af offentliggørelsen af transaktioner, og de kriterier, som finder anvendelse, når der på baggrund af transaktionsstørrelse eller aktietype træffes afgørelse om, for hvilke transaktioner det er tilladt at udsætte offentliggørelsen. Indholdet af disse gennemførelsesbestemmelser skal svare til de i artikel 45 fastsatte gennemførelsesbestemmelser for regulerede markeder, medmindre MHF'ens særlige karakter berettiger andet.

De bestemmelser, der henvises til i første afsnit, og som har til formål at ændre ikke-væsentlige bestemmelser i dette direktiv ved at supplere det, vedtages efter forskriftsproceduren med kontrol i artikel 64, stk. 2.

KAPITEL III

INVESTERINGSSKABERS RETTIGHEDER

Artikel 31

Fri udveksling af tjenesteydelser og -aktiviteter

1. Medlemsstaterne sikrer, at ethvert investeringsselskab og kreditinstitut, der i henhold til henholdsvis dette direktiv og direktiv 2000/12/EF er meddelt tilladelse af en anden medlemsstats kompetente myndigheder og er underlagt disse myndigheders tilsyn, frit kan udføre investeringsservice og/eller -aktiviteter samt accessoriske tjenesteydelser på deres område, under forudsætning af at sådan service og sådanne aktiviteter er omfattet af tilladelsen. Accessoriske tjenesteydelser kan kun ydes sammen med investeringsservice og/eller -aktiviteter. Medlemsstaterne må ikke stille yderligere krav til et sådant investeringsselskab eller kreditinstitut på de områder, der er omfattet af dette direktiv.

2. Ethvert investeringsselskab, der for første gang ønsker at yde tjenesteydelser eller aktiviteter på en anden medlemsstats område eller ønsker at ændre de udbudte tjenesteydelsers eller aktiviteter indhold, meddeler hjemlandets kompetente myndigheder:

a) i hvilken medlemsstat selskabet har til hensigt at drive virksomhed

b) en driftsplan, hvori det navnlig angives, hvilken investeringsservice og/eller -aktiviteter samt hvilke accessoriske tjenesteydelser det har til hensigt at udføre, og om selskabet har til hensigt at anvende tilknyttede agenter i de medlemsstater, hvor det påtænker at udbyde service.

Såfremt investeringsselskabet har til hensigt at anvende tilknyttede agenter, meddeler den kompetente myndighed i investeringsselskabets hjemland på anmodning af den kompetente myndighed i værtslandet og inden for en rimelig frist identiteten af de tilknyttede agenter, som investeringsselskabet har til hensigt at anvende i den medlemsstat. Værtslandet kan offentliggøre sådanne oplysninger.

3. Hjemlandets kompetente myndighed fremsender senest én måned efter modtagelsen af oplysningerne disse til den kompetente myndighed i værtslandet, der er udpeget som kontaktpunkt i overensstemmelse med artikel 56, stk. 1. Investeringsselskabet kan herefter påbegynde at udbyde den pågældende investeringsservice i værtslandet.

4. Hvis der sker ændringer i de oplysninger, der er afgivet i henhold til stk. 2, underretter investeringsselskabet mindst en måned, inden de foretages, skriftligt den kompetente myndighed i hjemlandet herom. Den kompetente myndighed i hjemlandet underretter de kompetente myndighed i værtslandet om sådanne ændringer.

5. Medlemsstaterne tillader uden yderligere lovgivningsmæssige eller administrative betingelser investeringsselskaber og markedsoperatører, der driver MHF'er fra andre medlemsstater, at etablere

de ordninger på deres område, der er nødvendige for at gøre det lettere for fjernbrugere eller -deltagere, der er etableret dér, at få adgang til samt anvende deres systemer.

6. Det investeringsselskab eller den markedsoperatør, som driver en MHF, meddeler hjemlandets kompetente myndighed, hvilken medlemsstat det/den har til hensigt at stille sådanne ordninger til rådighed i. Den kompetente myndighed i MHF'ens hjemland meddeler inden en måned disse oplysninger til den medlemsstat, som MHF'en har til hensigt at stille sådanne ordninger til rådighed i.

Den kompetente myndighed i MHF'ens hjemland meddeler efter anmodning fra den kompetente myndighed i MHF'ens værtsland inden for en rimelig frist de i denne medlemsstat etablerede MHF-medlemmers eller -deltageres identitet.

Artikel 32

Oprettelse af en filial

1. Medlemsstaterne sikrer, at der gennem oprettelse af en filial kan drives investeringsservice og/eller -aktiviteter samt udbydes accessoriske tjenesteydelser på deres område i henhold til dette direktiv og direktiv 2000/12/EF under forudsætning af, at disse tjenesteydelser og aktiviteter er omfattet af den tilladelse, hjemlandet har meddelt investeringsselskabet eller kreditinstituttet. Accessoriske tjenesteydelser kan kun ydes sammen med investeringsservice og/eller -aktivitet.

Medlemsstaterne må ikke pålægge en filials organisation og drift yderligere krav ud over dem, der er tilladt efter stk. 7, for så vidt angår spørgsmål, der er omfattet af dette direktiv.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at alle investeringsselskaber, der ønsker at oprette en filial på en anden medlemsstats område, først giver hjemlandets kompetente myndighed meddelelse herom samt afgiver følgende oplysninger til dette:

- a) i hvilke medlemsstater selskabet har til hensigt at etablere en filial
- b) en driftsplan, hvori det bl.a. angives, hvilken investeringsservice og/eller -aktiviteter samt hvilke accessoriske tjenesteydelser der skal tilbydes, filialens organisatoriske struktur, og om filialen har til hensigt at anvende tilknyttede agenter
- c) en adresse i værtslandet, hvorfra dokumentet kan rekvireres
- d) navnene på filialens ledelse.

Såfremt et investeringsselskab anvender en tilknyttet agent, som er etableret i en medlemsstat uden for selskabets hjemland, sidestilles denne tilknyttede agent med filialen og er omfattet af dette direktivs bestemmelser vedrørende filialer.

3. Medmindre den kompetente myndighed i hjemlandet har grund til at betvivle, at det pågældende investeringsselskabs administrative strukturer og finansielle situation er sunde under hensyn til den påtænkte etablering, videresender den kompetente myndighed alle oplysningerne senest tre måneder efter modtagelsen heraf til den kompetente myndighed i værtslandet, der er udpeget som kontaktpunkt i overensstemmelse med artikel 56, stk. 1, og underretter det berørte investeringsselskab herom.

4. Ud over de i stk. 2 omhandlede oplysninger sender den kompetente myndighed i hjemlandet oplysninger om den godkendte garantiordning, som investeringsselskabet deltager i i henhold til direktiv 97/9/EF, til den kompetente myndighed i værtslandet. I tilfælde af ændringer i oplysningerne underretter den kompetente myndighed i hjemlandet den kompetente myndighed i værtslandet herom.

5. Nægter den kompetente myndighed i hjemlandet at videresende oplysningerne til den kompetente myndighed i værtslandet, skal den begrunde dette afslag over for det berørte investeringsselskab senest tre måneder efter modtagelsen af samtlige oplysninger.

6. Så snart meddelelsen fra den kompetente myndighed i værtslandet foreligger, eller hvis denne myndighed senest to måneder fra datoen for meddelelsen fra den kompetente myndighed i hjemlandet ikke har givet nogen meddelelse, kan filialen oprettes og påbegynde sin virksomhed.

7. Den kompetente myndighed i den medlemsstat, hvor filialen er beliggende, påtager sig ansvaret for at sikre, at de tjenesteydelser, som filialen præsterer inden for dens område, opfylder de forpligtelser, der er fastsat i artikel 19, 21, 22, 25, 27 og 28 og i foranstaltninger vedtaget i medfør heraf.

Den kompetente myndighed i den medlemsstat, hvor filialen er beliggende, har ret til at gennemgå de ordninger, filialen har etableret og til at kræve de ændringer, der er strengt nødvendige for at gøre det muligt for den kompetente myndighed at håndhæve de nævnte forpligtelser i henhold til artikel 19, 21, 22, 25, 27 og 28 samt foranstaltninger vedtaget i medfør heraf for så vidt angår de tjenesteydelser og/eller de aktiviteter, som denne filial udfører på sit område.

8. Hver medlemsstat foreskriver, at når et investeringsselskab, der har fået tilladelse i en anden medlemsstat, har oprettet en filial på dens område, kan den kompetente myndighed i investeringsselskabets hjemland under udøvelsen af sit hverv og efter at have underrettet den kompetente myndighed i værtslandet herom udføre inspektion på stedet hos den pågældende filial.

9. I tilfælde af ændring af de forhold, der er givet meddelelse om efter stk. 2, underretter investeringsselskabet skriftligt den kompetente myndighed i hjemlandet herom mindst en måned, før den foretages. Den kompetente myndighed i hjemlandet underretter den kompetente myndighed i værtslandet om denne ændring.

Artikel 33

Adgang til regulerede markeder

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber fra andre medlemsstater, der har fået tilladelse til at udføre kundeordrer eller handle for egen regning, kan blive medlemmer af eller få adgang til regulerede markeder på deres område på en af følgende måder:

a) direkte ved at oprette en filial i værtslandet

b) ved at blive fjernmedlemmer af eller få fjernadgang til det regulerede marked uden at skulle være etableret i hjemlandet for det regulerede marked, såfremt fysisk tilstedeværelse ifølge det pågældende markeds handelsprocedurer og -systemer ikke er nødvendig for at kunne gennemføre transaktioner på markedet.

2. Medlemsstaterne pålægger ikke investeringsselskaber, der udøver den rettighed, der tillægges dem ved stk. 1, yderligere lovgivningsmæssige eller administrative krav på de af dette direktiv omfattede områder.

Artikel 34

Adgang til centrale modparts-, clearing- og afviklingsfaciliteter samt ret til at vælge afviklingssystem

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber fra andre medlemsstater har ret til at få adgang til centrale modparts-, clearing- og afviklingssystemer på deres område med henblik på at gøre eller sørge for at gøre transaktioner med finansielle instrumenter endelige. Medlemsstaterne stiller krav om, at adgangen for disse investeringsselskaber til sådanne faciliteter er underlagt de samme ikkediskriminerende, gennemsigtige og objektive forretningsmæssige kriterier som dem, der gælder for lokale deltagere. Medlemsstaterne må ikke begrænse anvendelsen af disse faciliteter til kun at omfatte clearing og afvikling af transaktioner med finansielle instrumenter, der gennemføres på et reguleret marked eller en MHF på deres område.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at regulerede markeder på deres område giver alle medlemmer og deltagere ret til at vælge afviklingssystem for transaktioner med finansielle instrumenter på det regulerede marked, idet det dog forudsættes,

a) at der består de nødvendige forbindelser og ordninger mellem det valgte afviklingssystem og ethvert andet system eller enhver anden facilitet til at sikre en effektiv og økonomisk afvikling af den pågældende transaktion, og

b) at den kompetente myndighed, der er ansvarlig for tilsynet med det regulerede marked, er enig i, at de tekniske betingelser for afvikling af transaktioner på det regulerede marked gennem et andet afviklingssystem end det, der er valgt af det regulerede marked, er egnede til at sikre de finansielle markeders gnidningsløse og ordnede funktion.

Denne vurdering fra den kompetente myndigheds side af det regulerede marked foregriber ikke de nationale centralbankers kompetence som overvågere af afviklingssystemer eller af andre myndigheder, der fører tilsyn med sådanne systemer. Den kompetente myndighed tager hensyn til den overvågning/det tilsyn, som disse institutioner allerede udfører, således at unødigt overlappning af kontrollen undgås.

3. Investeringselskabers rettigheder i henhold til stk. 1 og 2 berører ikke den ret, operatører af centrale modparts-, clearing- eller værdipapirafviklingssystemer har til af berettigede forretningsmæssige årsager at nægte at stille de ønskede ydelser til rådighed.

Artikel 35

Bestemmelser om centrale modparts-, clearing- og afviklingsordninger for MHF'er

1. Medlemsstaterne forhindrer ikke investeringselskaber og markedsoperatører, som driver en MHF, i at indgå hensigtsmæssige aftaler med en central modpart eller et clearinginstitut og et afviklingssystem i en anden medlemsstat med henblik på clearing og/eller afvikling af nogle eller samtlige handler, som er afsluttet af markedsdeltagere efter deres markeders systemer.

2. Den kompetente myndighed for investeringselskaber og markedsoperatører, som driver en MHF, må ikke modsætte sig anvendelse af en central modpart, clearinginstitutter og/eller afviklingssystemer i en anden medlemsstat, medmindre det kan godtgøres, at dette er nødvendigt for at sikre, at MHF'en fungerer efter hensigten, og under hensyntagen til de i artikel 34, stk. 2, fastsatte krav til afviklingssystemer. Den kompetente myndighed tager hensyn til den overvågning/det tilsyn af clearing- og afviklingssystemer, som allerede udføres af de nationale centralbanker som led i deres overvågning af clearing- og afviklingssystemer eller af andre myndigheder, der har kompetence til at føre tilsyn med sådanne systemer, således at unødigt overlappning af kontrollen undgås.

AFSNIT III

REGULEREDE MARKEDER

Artikel 36

Tilladelse og lovvalg

1. Medlemsstaterne meddeler alene de systemer på deres område, som opfylder bestemmelserne i dette afsnit, tilladelse til at udøve virksomhed som et reguleret marked. Den kompetente myndighed meddeler alene en sådan tilladelse, såfremt myndigheden er overbevist om, at både markedsoperatøren og det regulerede markedes systemer mindst opfylder kravene i dette afsnit. Såfremt der er tale om et reguleret marked, som er en juridisk person, og som forvaltes eller drives af en anden markedsoperatør end selve det regulerede marked, fastsætter medlemsstaterne, hvordan

de forskellige forpligtelser, som markedsoperatøren pålægges i henhold til dette direktiv, fordeles mellem det regulerede marked og markedsoperatøren.

Operatøren af det regulerede marked skal fremlægge alle de oplysninger - herunder en driftsplan, hvori bl.a. angives arten af de forretninger, der påtænkes udført, samt den organisatoriske struktur - som den kompetente myndighed har brug for til at sikre sig, at det regulerede marked, når den første tilladelse gives, har truffet alle nødvendige forholdsregler for at opfylde sine forpligtelser i henhold til dette afsnit.

2. Medlemsstaterne kræver, at operatøren af det regulerede marked udfører de opgaver, der er forbundet med dets organisering og drift, under den kompetente myndigheds tilsyn og ansvar. Medlemsstaterne sikrer, at de kompetente myndigheder løbende kontrollerer regulerede markeders overholdelse af bestemmelserne i dette afsnit. De sikrer også, at de kompetente myndigheder fører tilsyn med, at de regulerede markeder til enhver tid opfylder de krav, der stilles for at opnå den i dette afsnit omhandlede første tilladelse.

3. Medlemsstaterne sikrer, at markedsoperatøren har ansvaret for at sikre, at det regulerede marked, som markedsoperatøren forvalter, opfylder alle krav i dette afsnit. Medlemsstaterne sikrer også, at markedsoperatøren har beføjelse til at udøve de rettigheder, der gælder for det regulerede marked, som han forvalter i medfør af dette direktivs bestemmelser.

4. Uden at foregribe eventuelle relevante bestemmelser i direktiv 2003/6/EF om markedsmisbrug er handler, som udføres inden for rammerne af det regulerede markeds systemer, underlagt de offentligretlige regler i det regulerede markeds hjemland.

5. Den kompetente myndighed kan trække et reguleret markeds tilladelse tilbage, hvis det regulerede marked

a) ikke gør brug af tilladelsen inden for en frist på 12 måneder, eller det udtrykkeligt giver afkald herpå eller ikke har virket i en periode på over seks måneder, medmindre der i den pågældende medlemsstat findes bestemmelser om, at tilladelse bortfalder i sådanne tilfælde

b) har opnået tilladelsen ved brug af urigtige erklæringer eller på anden uretmæssig vis

c) ikke længere opfylder de betingelser, hvorpå tilladelsen blev meddelt

d) har gjort sig skyldigt i alvorlig og systematisk overtrædelse af de bestemmelser, der vedtages i medfør af dette direktiv

e) er omfattet af andre forhold, som i henhold til national lovgivning medfører, at tilladelsen inddrages.

Artikel 37

Krav til forvaltning af det regulerede marked

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at de personer, der rent faktisk leder det regulerede markeds forretninger og transaktioner, har et tilstrækkeligt godt omdømme og tilstrækkelige erfaringer til at sikre en sund og forsigtig forvaltning og drift af det regulerede marked. Medlemsstaterne stiller også krav om, at operatøren af det regulerede marked underretter den kompetente myndighed om, hvilke personer der faktisk leder det regulerede markeds forretninger og transaktioner, og om enhver ændring i denne personkreds.

Den kompetente myndighed nægter at godkende foreslåede ændringer, såfremt der er objektive og påviselige grunde til at formode, at disse ændringer vil udgøre en væsentlig trussel for den sunde og forsigtige forvaltning og drift af det regulerede marked.

2. I forbindelse med meddelelse af tilladelse til et reguleret marked sikrer medlemsstaterne, at den eller de personer, der faktisk leder et allerede godkendt reguleret markeds forretninger og transaktioner i overensstemmelse med bestemmelserne i dette direktiv, anses for at opfylde kravene i stk. 1.

Artikel 38

Krav til personer, der udøver betydelig indflydelse på forvaltningen af det regulerede marked

1. Medlemsstaterne kræver, at personer, der er i en position, hvor de direkte eller indirekte kan udøve betydelig indflydelse på forvaltningen af det regulerede marked, er hæderlige og egnede.
2. Medlemsstaterne stiller krav om, at operatøren af det regulerede marked
 - a) giver den kompetente myndighed og offentligheden oplysninger om det regulerede markeds og/eller markedsoperatørens ejerskab og især om, hvem der eventuelt er i en position, hvor de kan udøve betydelig indflydelse på ledelsen af det regulerede marked, og størrelsen af deres interesser
 - b) underretter den kompetente myndighed og offentligheden om eventuelle ejerskift, hvorved identiteten af de personer, der faktisk udøver betydelig indflydelse på driften af det regulerede marked, ændres.
3. Den kompetente myndighed nægter at godkende foreslåede ændringer af det regulerede markeds og/eller markedsoperatørens kontrollerende interesser, hvis der er objektive og påviselige grunde til at formode, at disse ændringer ville true den sunde og forsigtige forvaltning af det regulerede marked.

Artikel 39

Organisatoriske krav

Medlemsstaterne kræver, at det regulerede marked

- a) har indført ordninger med henblik på klart at kunne påvise og håndtere de potentielle ugunstige følger for det regulerede markeds eller dets deltageres funktion af eventuelle interessekonflikter mellem på den ene side det regulerede marked, dets ejere eller dets operatør, og på den anden side det regulerede markeds sunde funktion, især når sådanne interessekonflikter kan være til skade for udøvelsen af eventuelle hverv, som den kompetente myndighed måtte have henlagt til det regulerede marked
- b) er tilstrækkeligt rustet til at styre de risici, markedet udsættes for, anvender fyldestgørende ordninger og systemer med henblik på at påvise alle væsentlige risici for markedets drift og har indført effektive foranstaltninger til at mindske disse risici
- c) har indført ordninger med henblik på sund forvaltning af den tekniske funktion af systemet, bl.a. ved at etablere effektive nødsystemer for at kunne håndtere risikoen for systemfejl
- d) har indført gennemsigtige og faste regler og procedurer, der sikrer redelig og korrekt handel, og opstiller objektive kriterier for effektiv udførelse af ordrer.
- e) har iværksat effektive ordninger, der kan lette en effektiv og rettidig gennemførelse af de transaktioner, der foretages i henhold til markedets systemer.
- f) på tidspunktet for meddelelsen af tilladelsen og til enhver tid derefter råder over tilstrækkelige finansielle ressourcer til at lette markedets velordnede funktion under hensyntagen til arten og omfanget af de transaktioner, der gennemføres på markedet, og til arten og omfanget af de risici, markedet er udsat for.

Artikel 40

Finansielle instrumenters optagelse til handel

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at de regulerede markeder har klare og gennemsigtige regler for finansielle instrumenters optagelse til handel. Reglerne skal sikre, at eventuelle finansielle instrumenter, der optages til handel på et reguleret marked, kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måde, og at de, når der er tale om værdipapirer, er frit omsættelige.
2. Er der tale om derivater, skal reglerne særlig sikre, at derivatkontrakten udformes på en måde, der sikrer såvel en korrekt prisdannelse som effektive afviklingsbetingelser.

3. Ud over de i stk. 1 og 2 fastsatte forpligtelser stiller medlemsstaterne krav om, at det regulerede marked indfører og opretholder effektive ordninger med henblik på at kontrollere, at udstedere af værdipapirer, som har adgang til at handle på det regulerede marked, opfylder deres fællesskabsretlige forpligtelser til indledningsvis, løbende eller på ad hoc-basis at videregive oplysninger. Medlemsstaterne sikrer, at det regulerede marked indfører ordninger, som gør det lettere for dets medlemmer og deltagere at få adgang til oplysninger, der er blevet offentliggjort i henhold til fællesskabsretten.

4. Medlemsstaterne sikrer, at de regulerede markeder har indført de nødvendige ordninger for regelmæssigt at kontrollere, at de finansielle instrumenter, der er optaget til handel, opfylder optagelseskravene.

5. Et værdipapir, der er optaget til handel på et reguleret marked, kan efterfølgende optages til handel på andre regulerede markeder, selv uden udstederens samtykke, og under overholdelse af de relevante bestemmelser i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel og om ændring af direktiv 2001/34/EF ⁽¹⁰⁸⁾. Det regulerede marked skal oplyse udstederen om, at udstederens værdipapirer handles på det pågældende regulerede marked. Udstederen er ikke forpligtet til direkte at give et reguleret marked, der har optaget hans værdipapirer til handel uden hans samtykke, de i stk. 3 omhandlede oplysninger.

6. For at sikre den ensartede anvendelse af stk. 1-5 vedtager Kommissionen gennemførelsesbestemmelser, som

a) angiver de kendetegn ved forskellige værdipapirtyper, som skal indgå i det regulerede markeds vurdering af, om et finansielt instrument er udstedt på en måde, der opfylder betingelserne i stk. 1, andet afsnit, for optagelse til handel på de forskellige markedssegmenter, som det regulerede marked driver

b) tydeliggør de ordninger, det regulerede marked skal anvende for at kunne anses for at have opfyldt sin forpligtelse til at kontrollere, om udstederen af et værdipapir opfylder sine fællesskabsretlige forpligtelser til indledningsvis, løbende eller på ad hoc-basis at videregive oplysninger.

c) tydeliggør de ordninger, det regulerede marked skal indføre efter stk. 3 med henblik på at gøre det lettere for dets medlemmer og deltagere at få adgang til oplysninger, der er blevet offentliggjort i henhold til bestemmelserne i fællesskabsretten.

De bestemmelser, der henvises til i første afsnit, og som har til formål at ændre ikke-væsentlige bestemmelser i dette direktiv ved at supplere det, vedtages efter forskriftsproceduren med kontrol i artikel 64, stk. 2.

Artikel 41

Suspension af handelen – fjernelse af instrumenter fra handelen

1. Uden at dette berører den kompetente myndigheds ret til i henhold til artikel 50 stk. 2, litra j) og k), at kræve suspension af handelen med et instrument eller fjernelse af dette instrument fra handelen, kan operatøren af det regulerede marked gøre dette i forbindelse med instrumenter, der ikke længere opfylder det regulerede markeds regler, medmindre der er sandsynlighed for, at et sådant skridt vil vise sig at være til betydelig skade for investorinteresser eller markedets ordentlige funktion.

Uden at foregribe det regulerede markeds operatørers mulighed for at underrette operatører af andre regulerede markeder direkte, stiller medlemsstaterne krav om, at en operatør af et reguleret marked, som suspenderer handelen med et finansielt instrument eller fjerner det fra handelen, offentliggør

¹⁰⁸ EUT L 345 af 31.12.2003, s. 64.

denne beslutning og meddeler den kompetente myndighed de relevante oplysninger. Den kompetente myndighed underretter de kompetente myndigheder i de andre medlemsstater.

2. En kompetent myndighed, der kræver suspension af handelen med et finansielt instrument eller fjernelse af dette fra handelen på et eller flere regulerede markeder, skal straks offentliggøre sin beslutning og underrette de kompetente myndigheder i de andre medlemsstater.

Disse medlemsstater stiller krav om suspension af handelen med det pågældende finansielle instrument eller fjernelse af dette fra handelen på de regulerede markeder og MHF'er, der opererer under deres myndighed, medmindre det forhold, at et sådant skridt vil kunne være til betydelig skade for investorinteresser eller markedets ordnede funktion, taler imod.

Artikel 42

Adgang til det regulerede marked

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at det regulerede marked fastsætter og opretholder gennemsigtige og ikke-diskriminerende regler baseret på objektive kriterier om adgang til eller medlemskab af det regulerede marked.

2. Reglerne skal nærmere angive eventuelle forpligtelser for medlemmerne eller deltagerne, der måtte opstå som følge af:

- a) etableringen og driften af det regulerede marked
- b) reglerne for transaktioner på markedet
- c) faglige standarder, der pålægges ansatte i investeringsselskaber eller kreditinstitutter, der opererer på markedet
- d) de betingelser, der er fastsat for andre medlemmer eller deltagere end investeringsselskaber og kreditinstitutter, i henhold til stk. 3
- e) reglerne og procedurerne for clearing og afvikling af transaktioner gennemført på det regulerede marked.

3. Adgang til regulerede markeder som medlemmer eller deltagere gives til investeringsselskaber, kreditinstitutter godkendt efter direktiv 2000/12/EF, samt andre personer, som

- a) er egnede og hæderlige
- b) har tilstrækkelig handelsevne og kompetence
- c) i fornødent omfang har passende administrative procedurer
- d) har tilstrækkelige ressourcer til at påtage sig deres rolle under hensyntagen til de forskellige finansielle foranstaltninger, som det regulerede marked kan have truffet med henblik på at sikre passende afvikling af transaktioner

4. Medlemsstaterne sikrer, at medlemmer og deltagere, for så vidt angår transaktioner på et reguleret marked, ikke er forpligtet til at anvende de i dette direktivs artikel 19, 21 og 22 omhandlede forpligtelser over for hinanden. Et reguleret markeds medlemmer eller deltagere skal imidlertid overholde de i artikel 19, 21 og 22 omhandlede forpligtelser over for deres kunder, når de på disses vegne udfører disses ordrer på et reguleret marked.

5. Medlemsstaterne sikrer, at reglerne for adgang til eller medlemskab af det regulerede marked giver investeringsselskaber og kreditinstitutter mulighed for direkte deltagelse eller fjerndeltagelse.

6. Uden at stille yderligere retlige eller forskriftsmæssige krav giver medlemsstaterne regulerede markeder fra andre medlemsstater mulighed for at indføre passende ordninger på deres område, der kan lette de på deres område etablerede fjernmedlemmers eller -deltageres adgang til og mulighed for at handle på dette marked. Det regulerede marked meddeler hjemlandets kompetente myndighed, hvilken medlemsstat det har til hensigt at stille sådanne ordninger til rådighed i. Hjemlandets kompetente myndighed meddeler inden en måned disse oplysninger til den medlemsstat, som det regulerede marked har til hensigt at stille sådanne ordninger til rådighed i.

Den kompetente myndighed i det regulerede markeds hjemland meddeler efter anmodning fra værtslandets kompetente myndighed inden for en rimelig tid identiteten på de i denne medlemsstat etablerede medlemmer af eller deltagere i det regulerede marked.

7. Medlemsstaterne stiller krav om, at operatøren af det regulerede marked regelmæssigt videregiver en liste over det regulerede markeds medlemmer og deltagere til den kompetente myndighed.

Artikel 43

Overvågning af overholdelsen af reglerne for de regulerede markeder og andre lovmæssige forpligtelser

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at de regulerede markeder indfører og opretholder effektive ordninger og procedurer med henblik på regelmæssig overvågning af, at markedernes medlemmer eller deltagere overholder det regulerede markeds regler. De regulerede markeder skal registrere de transaktioner, der foretages af deres medlemmer eller deltagere under anvendelse af deres systemer for at kunne påvise brud på disse regler, ureglementerede handelsvilkår eller adfærd, der kan indebære markedsmisbrug.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at operatører af de regulerede markeder indberetter væsentlige brud på deres regler, ureglementerede handelsvilkår eller adfærd, som kunne indebære markedsmisbrug, til det regulerede markeds kompetente myndighed. Medlemsstaterne stiller tillige krav om, at operatøren af det regulerede marked straks meddeler den myndighed, der er kompetent for efterforskning og retsforfølgelse af markedsmisbrug, de relevante oplysninger og på enhver måde bistår den kompetente myndighed med efterforskning og retsforfølgelse af markedsmisbrug, der er begået i eller via det regulerede markeds systemer.

Artikel 44

Gennemsigtighedskrav til regulerede markeder før handelen

1. Medlemsstaterne stiller mindst krav om, at de regulerede markeder offentliggør de aktuelle købs- og salgskurser samt markedsdybden ved disse priser, som annonceres gennem deres systemer for aktier, der er optaget til handel. Medlemsstaterne kræver, at disse oplysninger løbende skal være tilgængelige for offentligheden på rimelige forretningsmæssige vilkår inden for almindelig åbningstid.

Regulerede markeder kan på rimelige forretningsmæssige vilkår og på et ikke-diskriminerende grundlag give adgang til de ordninger, de anvender til at offentliggøre de i første afsnit af stk. 1 omhandlede oplysninger til investeringsselskaber, der er forpligtet til at offentliggøre deres priser på aktier efter bestemmelserne i artikel 27.

2. Medlemsstaterne foreskriver, at de kompetente myndigheder på baggrund af markedsmodel eller ordretype og -størrelse i de tilfælde, der fastsættes i overensstemmelse med stk. 3, skal kunne undtage de regulerede markeder fra forpligtelsen til at offentliggøre de i stk. 1 omhandlede oplysninger. De kompetente myndigheder skal navnlig kunne undtage fra forpligtelsen, når der er tale om transaktioner, der er store i forhold til den normale markedsstørrelse for den pågældende aktie eller aktietype.

3. For at sikre den ensartede anvendelse af stk. 1 og 2 vedtager Kommissionen gennemførelsesbestemmelser om:

a) hvilke købs-, salgs- eller prisstillelser fra prisstillere, der skal offentliggøres sammen med oplysning om markedsdybden ved disse priser

b) størrelsen eller arten af de ordrer, for hvilke der i henhold til stk. 2 kan ses bort fra kravet om offentliggørelse af oplysninger før handelen

c) den markedsmodel, for hvilken der i henhold til stk. 2 kan ses bort fra kravet om offentliggørelse af oplysninger før handelen, og navnlig anvendeligheden af kravet vedrørende handelsmetoder, der anvendes af regulerede markeder, som gennemfører transaktioner efter deres regler under henvisning til kurser, der er fastsat uden om det regulerede marked eller ved periodiske auktioner. De bestemmelser, der henvises til i første afsnit, og som har til formål at ændre ikke-væsentlige bestemmelser i dette direktiv ved at supplere det, vedtages efter forskriftsproceduren med kontrol i artikel 64, stk. 2.

Artikel 45

Gennemsigtighedskrav til regulerede markeder efter handelen

1. Medlemsstaterne stiller mindst krav om, at regulerede markeder offentliggør priser, mængde og tidspunkt for transaktioner gennemført med aktier, som de har optaget til handel. Medlemsstaterne kræver, at de nærmere oplysninger om alle sådanne transaktioner offentliggøres på rimelige forretningsmæssige vilkår og så tæt på realtid som muligt.

Regulerede markeder kan på rimelige forretningsmæssige vilkår og på et ikke-diskriminerende grundlag give adgang til de systemer, de anvender til at offentliggøre de i første afsnit af stk. 1 omhandlede oplysninger til investeringsselskaber, der er forpligtet til at offentliggøre de nærmere oplysninger om deres aktietransaktioner i henhold til artikel 28.

2. Medlemsstaterne foreskriver, at den kompetente myndighed kan tillade de regulerede markeder at indføre bestemmelser om udsættelse af offentliggørelsen af de nærmere oplysninger om transaktioner på baggrund af transaktionernes omfang eller art. De kompetente myndigheder kan navnlig give tilladelse til udsættelse af offentliggørelsen, når der er tale om transaktioner, der er store i forhold til den normale markedsstørrelse for den pågældende aktie eller klasse af aktier.

Medlemsstaterne stiller krav om, at de regulerede markeder skal indhente den kompetente myndigheds forhåndsgodkendelse af de foreslåede bestemmelser om udsættelse af offentliggørelsen af handler og stiller krav om, at markedsdeltagere og investorer klart oplyses om disse bestemmelser.

3. For at sikre de finansielle markeders effektive og ordnede funktion og den ensartede anvendelse af stk. 1 og 2 vedtager Kommissionen gennemførelsesbestemmelser vedrørende:

a) rækkevidden og indholdet af de oplysninger, der skal offentliggøres

b) betingelserne for, at et reguleret marked kan indføre bestemmelser om udsættelse af offentliggørelsen af handler, og de kriterier, som finder anvendelse, når der på baggrund af transaktionsstørrelse eller aktietype træffes afgørelse om, for hvilke transaktioner det er tilladt at udsætte offentliggørelsen.

De bestemmelser, der henvises til i første afsnit, og som har til formål at ændre ikke-væsentlige bestemmelser i dette direktiv ved at supplere det, vedtages efter forskriftsproceduren med kontrol i artikel 64, stk. 2.

Artikel 46

Bestemmelser om centrale modparts-, clearing- og afviklingsordninger

1. Medlemsstaterne forhindrer ikke de regulerede markeder i at indgå passende aftaler med en central modpart eller et centralt clearinginstitut og et afviklingssystem i en anden medlemsstat med henblik på clearing og/eller afvikling af nogle eller samtlige handler, som er afsluttet af markedsdeltagere efter de regulerede markeders systemer.

2. Den kompetente myndighed for et reguleret marked må ikke modsætte sig anvendelse af en central modpart, clearinginstitutter og/eller afviklingssystemer i en anden medlemsstat, medmindre det kan godtgøres, at dette er nødvendigt for at sikre, at det regulerede marked fungerer efter hensigten, og under hensyntagen til de i artikel 34, stk. 2, fastsatte krav til afviklingssystemer.

Den kompetente myndighed tager hensyn til den overvågning/det tilsyn af clearing- og afviklingssystemer, som allerede udføres af de nationale centralbanker som led i deres overvågning af clearing- og afviklingssystemer eller af andre myndigheder, der har kompetence til at føre tilsyn med sådanne systemer, således at unødigt overlapning af kontrollen undgås.

Artikel 47

Liste over regulerede markeder

Hver medlemsstat opstiller en liste over de regulerede markeder, som den er hjemland for, og meddeler de øvrige medlemsstater og Kommissionen denne liste. Der skal på samme måde gives underretning om enhver ændring i denne liste. Kommissionen offentliggør en liste over alle regulerede markeder i *Den Europæiske Unions Tidende* og ajourfører listen mindst en gang om året. Kommissionen offentliggør og ajourfører også listen på sin hjemmeside, hver gang medlemsstaterne meddeler ændringer i deres lister.

AFSNIT IV

KOMPETENTE MYNDIGHEDER

KAPITEL I

UDPEGELSE, BEFØJELSER OG PROCEDURER FOR BILÆGGELSE AF TVISTER

Artikel 48

Udpegning af kompetente myndigheder

1. Hver medlemsstat udpeger den kompetente myndighed, som skal varetage hver af de opgaver, der er fastlagt i de forskellige bestemmelser i dette direktiv. Medlemsstaterne underretter Kommissionen og de kompetente myndigheder i de andre medlemsstater om, hvilken kompetent myndighed der er ansvarlig for håndhævelsen af hver enkelt opgave med angivelse af eventuel opgavefordeling.

2. De i stk. 1 omhandlede kompetente myndigheder skal være offentlige myndigheder, hvilket dog ikke udelukker muligheden for at uddelegere hvervet til andre organer, hvis denne mulighed udtrykkeligt er fastsat i artikel 5, stk. 5, 16, stk. 3, 17, stk. 2 og 23, stk. 4. Enhver uddelegering af hverv til andre foretagender end de myndigheder, der er omhandlet i stk. 1 må hverken indebære udøvelse af offentlig myndighed eller udøvelse af skønsbeføjelser. Før uddelegeringen stiller medlemsstaterne krav om, at de kompetente myndigheder træffer alle rimelige forholdsregler til at sikre, at det foretagende, til hvilket hvervet skal henlægges, har kapacitet og ressourcer til at udøve alle hverv effektivt, og at uddelegeringen kun finder sted, hvis der er fastsat en klart defineret og dokumenteret ramme for udøvelsen af eventuelle uddelegerede hverv, hvori det anføres, hvilke hverv der skal udføres, og på hvilke betingelser, det skal ske. Disse betingelser skal omfatte en bestemmelse, der forpligter det pågældende foretagende til at handle på en sådan måde og organisere sig således, at interessekonflikter undgås og således, at oplysninger, der modtages i forbindelse med udøvelsen af de uddelegerede hverv ikke udnyttes uretmæssigt eller anvendes til at hindre konkurrence. Under alle omstændigheder ligger det endelige ansvar for at overvåge, at dette direktiv og dets gennemførelsesbestemmelser overholdes, hos den kompetente myndighed eller de myndigheder, der er udpeget i henhold til stk. 1. Medlemsstaterne underretter Kommissionen og de kompetente myndigheder i de andre medlemsstater om eventuelle aftaler, der indgås med hensyn til uddelegering af hverv, herunder hvilke nøjagtige betingelser der gælder for en sådan uddelegering.

3. Kommissionen offentliggør mindst en gang om året en liste i *Den Europæiske Unions Tidende* over kompetente myndigheder omhandlet i stk. 1 og stk. 2 og ajourfører løbende listen på sin hjemmeside.

Artikel 49

Samarbejde mellem myndigheder i samme medlemsstat

Hvis en medlemsstat udpeger mere end én kompetent myndighed til at håndhæve en bestemmelse i dette direktiv, skal deres respektive roller klart afgrænses, ligesom de skal arbejde tæt sammen. Hver medlemsstat stiller krav om, at et sådant samarbejde også finder sted mellem de kompetente myndigheder i henhold til dette direktiv og de kompetente myndigheder i den pågældende medlemsstat, der fører tilsyn med kreditinstitutter, pensionskasser, UCITS, institutter for kollektiv investering i værdipapirer og andre finansielle enheder, forsikrings- og genforsikringsformidlere og med forsikringsselskaber.

Medlemsstaterne stiller krav om, at de kompetente myndigheder udveksler alle oplysninger, der er afgørende eller relevante for udøvelsen af deres funktioner og opgaver.

Artikel 50

Beføjelser, der skal tillægges kompetente myndigheder

1. De kompetente myndigheder tillægges alle de tilsyns- og undersøgelsesbeføjelser, der er nødvendige for, at de kan udøve deres funktioner. De udøver disse beføjelser inden for de grænser, der er fastsat i de nationale retlige rammer:

- a) direkte, eller
- b) i samarbejde med andre myndigheder, eller
- c) under myndighedernes ansvar ved uddelegering til foretagender, som har fået tildelt opgaver i efter bestemmelserne i artikel 48, stk. 2, eller
- d) ved begæring til de kompetente retlige myndigheder.

2. De i stk. 1 omhandlede beføjelser udøves i henhold til national ret og omfatter mindst retten til

- a) at få adgang til ethvert dokument i enhver form og at modtage en kopi deraf
- b) at indhente oplysninger fra enhver person og om nødvendigt indkalde og afhøre en person for at skaffe sig oplysninger
- c) at gennemføre kontrolundersøgelser på stedet
- d) at kræve foreliggende oplysninger om telefonsamtaler og foreliggende datatrafik
- e) at kræve, at en praksis, der er i strid med de bestemmelser, der vedtages i forbindelse med gennemførelsen af dette direktiv, bringes til ophør
- f) at kræve indefrysning og/eller beslaglæggelse af aktiver
- g) at kræve nedlagt midlertidigt forbud mod erhvervsvirksomhed.
- h) at kræve, at godkendte investeringsselskabers og regulerede markeders revisorer fremlægger oplysninger
- i) at fastsætte enhver type foranstaltning, der kan sikre, at investeringsselskaber og regulerede markeder fortsat opfylder lovbestemte krav
- j) at kræve suspension af handelen med et finansielt instrument
- k) at kræve fjernelse af et finansielt instrument fra handelen, enten på et reguleret marked eller over andre handelssystemer
- l) henvise sager til strafferetlig forfølgelse
- m) at lade en revisor eller anden sagkyndig foretage kontrol eller undersøgelser.

Artikel 51

Administrative sanktioner

1. Uden at dette berører reglerne for inddragelse af tilladelse eller medlemsstaternes ret til at iværksætte strafferetlige sanktioner, sikrer medlemsstaterne i henhold til national lovgivning, at der

kan træffes fyldestgørende administrative foranstaltninger over for de ansvarlige personer, eller at de kan pålægges administrative sanktioner, såfremt de bestemmelser, der vedtages i forbindelse med gennemførelsen af dette direktiv, ikke overholdes. Medlemsstaterne sikrer, at disse foranstaltninger er effektive, står i rimeligt forhold til overtrædelsen og har afskrækkende virkning.

2. Medlemsstaterne fastlægger de sanktioner, der skal iværksættes i tilfælde af manglende samarbejde ved en undersøgelse i henhold til artikel 50.

3. Medlemsstaterne fastsætter, at den kompetente myndighed kan meddele offentligheden, hvilke foranstaltninger eller sanktioner der vil blive pålagt for overtrædelse af bestemmelser vedtaget i forbindelse med gennemførelsen af dette direktiv, medmindre det er til alvorlig fare for finansmarkederne eller vil forvolde de involverede parter uforholdsmæssig stor skade.

Artikel 52

Klageret

1. Medlemsstaterne sikrer, at enhver afgørelse, der træffes i henhold til love eller administrative bestemmelser, der er vedtaget i overensstemmelse med dette direktiv, er begrundet og kan prøves ved domstolene. Retten til at indbringe en afgørelse for domstolene gælder også, hvis der ikke er truffet en afgørelse senest seks måneder efter indgivelsen af en ansøgning om tilladelse, der indeholder alle de i henhold til gældende bestemmelser krævede oplysninger.

2. Medlemsstaterne foreskriver, at et eller flere af nedennævnte organer, som fastsat i national lovgivning, i forbrugernes interesse og i overensstemmelse med national lovgivning kan indbringe en sag for domstolene eller de kompetente administrative organer for at sikre, at de nationale gennemførelsesbestemmelser til dette direktiv finder anvendelse:

- a) offentlige organer og disses repræsentanter
- b) forbrugerorganisationer, der har en berettiget interesse i at beskytte forbrugerne
- c) faglige organisationer, der har en berettiget interesse i at indbringe en sag for at beskytte deres medlemmer.

Artikel 53

Udenretslig ordning for investorklager

1. Medlemsstaterne tilskynder til indførelse af effektive procedurer for klager og bilæggelse af tvister med henblik på udenretslig afgørelse af forbrugertvister om investeringsservice og accessoriske tjenesteydelser, der er leveret af investeringsselskaber, og kan med henblik herpå eventuelt gøre brug af eksisterende organer.

2. Medlemsstaterne sikrer, at disse organer ikke ved lov eller forskrifter forhindres i at samarbejde effektivt om løsningen af grænseoverskridende tvister.

Artikel 54

Tavshedspligt

1. Medlemsstaterne sikrer, at de kompetente myndigheder, alle, der arbejder eller har arbejdet for de kompetente myndigheder, og organer, til hvilke der er uddelegeret hverv i henhold til artikel 48, stk. 2, såvel som revisorer og eksperter, der har handlet på de kompetente myndigheders vegne, undergives tavshedspligt. Ingen af de fortrolige oplysninger, der modtages i forbindelse med deres hverv, må videregives til andre personer eller myndigheder, undtagen i summarisk eller sammenfattet form, således at enkelte investeringsselskaber, markedsoperatører, regulerede markeder eller enhver anden person ikke kan identificeres, medmindre der er tale om tilfælde, der er omfattet af straffelovgivningen eller de øvrige bestemmelser i dette direktiv.

2. Hvis et investeringsselskab, en markedsoperatør eller et reguleret marked er erklæret konkurs eller trådt i likvidation som følge af en domstolsafgørelse, kan fortrolige oplysninger, der ikke

vedrører tredjemand, videregives under en civil retssag, hvis det er nødvendigt for at gennemføre sagen.

3. De kompetente myndigheder, organer samt fysiske og juridiske personer bortset fra kompetente myndigheder, der modtager fortrolige oplysninger i henhold til dette direktiv, kan, medmindre der er tale om tilfælde, der er omfattet af straffelovgivningen, kun anvende oplysningerne i forbindelse med udførelsen af deres opgaver og udøvelsen af deres funktioner for de kompetente myndigheders vedkommende inden for dette direktivs anvendelsesområde eller for andre myndigheders, organers eller fysiske eller juridiske personers vedkommende til det formål, hvortil disse oplysninger blev givet til dem, og/eller i forbindelse med administrative eller retlige procedurer, der specielt er knyttet til udøvelsen af disse funktioner. Den myndighed, der modtager oplysningerne, kan dog anvende dem til andre formål, hvis den kompetente myndighed eller anden myndighed, organ eller person, der har meddelt oplysningerne, giver sit samtykke hertil.

4. Enhver fortrolig oplysning, der modtages, udveksles eller fremsendes i overensstemmelse med dette direktiv, er underlagt den i denne artikel omhandlede tavshedspligt. Denne artikel er dog ikke til hinder for, at de kompetente myndigheder udveksler eller fremsender fortrolige oplysninger i overensstemmelse med dette direktiv og andre direktiver, der finder anvendelse på investeringsselskaber, kreditinstitutter, pensionskasser, UCITS, forsikrings- og genforsikringsformidlere, forsikringsselskaber, regulerede markeder eller markedsoperatører eller på anden måde med samtykke fra den kompetente myndighed eller andre myndigheder eller organer eller fysiske eller juridiske personer, som har meddelt oplysningen.

5. Denne artikel er ikke til hinder for, at de kompetente myndigheder i overensstemmelse med national lovgivning udveksler eller videregiver fortrolige oplysninger, som ikke er modtaget fra en kompetent myndighed i en anden medlemsstat.

Artikel 55

Forbindelser med revisorer

1. Medlemsstaterne foreskriver som et minimum, at enhver, der har fået tilladelse i henhold til Rådets ottende direktiv 84/253/EØF af 10. april 1984 om autorisation af personer, der skal foretage lovpligtig revision af regnskaber (¹⁰⁹), og som i et investeringsselskab udøver de i artikel 51 i Rådets fjerde direktiv 78/660/EØF af 25. juli 1978 om årsregnskaberne for visse selskabsformer (¹¹⁰), artikel 37 i direktiv 83/349/EØF eller artikel 31 i direktiv 85/611/EØF omhandlede hverv eller andet lovpligtigt hverv, har pligt til straks at indberette til de kompetente myndigheder ethvert forhold eller enhver afgørelse vedrørende selskabet, som han bliver vidende om under udøvelsen af dette hverv, og som kan

a) udgøre et væsentligt brud på lovbestemmelser eller forskrifter, som fastsætter betingelserne for meddelelse af tilladelse, eller som særlig vedrører investeringsselskabers virksomhed

b) påvirke investeringsselskabets kontinuerlige funktion

c) føre til nægtelse af at påtegne regnskaberne eller til, at der tages forbehold.

Den pågældende person er ligeledes forpligtet til at indberette ethvert forhold og enhver afgørelse, som han bliver vidende om under udøvelsen af et af de i første afsnit omhandlede hverv i en virksomhed, der har snævre forbindelser med det investeringsselskab, hvori han udøver dette hverv.

2. Hvis personer, der har fået tilladelse i henhold til direktiv 84/253/EØF, i god tro meddeler eventuelle forhold eller afgørelser som omhandlet i stk. 1 til de kompetente myndigheder, udgør dette ikke en tilsidesættelse af nogen kontraktlig eller lovmæssig begrænsning af retten til at

¹⁰⁹ EFT L 126 af 12.5.1984, s. 20.

¹¹⁰ EFT L 222 af 14.8.1978, s. 11. Senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/51/EF (EUT L 178 af 17.7.2003, s. 16).

videregive oplysninger, ligesom videregivelsen ikke på nogen måde vil være ansvarspådragende for de pågældende personer.

KAPITEL II

SAMARBEJDE MELLEM KOMPETENTE MYNDIGHEDER I FORSKELLIGE MEDLEMSSTATER

Artikel 56

Pligt til at samarbejde

1. De kompetente myndigheder i de forskellige medlemsstater samarbejder med hinanden på grundlag af deres beføjelser, enten i henhold til dette direktiv eller til national lovgivning, når det er nødvendigt for, at de kan udøve deres funktioner.

De kompetente myndigheder bistår de øvrige medlemsstaters kompetente myndigheder. De skal især udveksle oplysninger og samarbejde om undersøgelser eller tilsyn. Med henblik på at lette og fremskynde samarbejdet, herunder navnlig udveksling af oplysninger, udpeger hver medlemsstat én kompetent myndighed som kontaktpunkt i dette direktivs forstand. Medlemsstaterne meddeler Kommissionen og de øvrige medlemsstater navnene på de myndigheder, der er udpeget til at kunne modtage anmodninger om udveksling af oplysninger eller samarbejde i henhold til dette stykke.

2. Når et reguleret markeds funktioner i et værtsland, under hensyntagen til situationen på værdipapirmarkedene i værtslandet, hvori det regulerede marked har etableret ordninger, er blevet af væsentlig betydning for værdipapirmarkedernes funktion og for beskyttelsen af investorerne i det pågældende værtsland, etablerer det regulerede markeds kompetente myndigheder i hjem- og værtslandet passende samarbejdsordninger.

3. Medlemsstaterne træffer de nødvendige administrative og organisatoriske foranstaltninger til at lette ydelsen af bistand som omhandlet i stk. 1.

De kompetente myndigheder kan udøve deres beføjelser til at fremme samarbejde, selv i tilfælde, hvor den adfærd, der undersøges, ikke udgør en overtrædelse af nogen gældende lovgivning i den pågældende medlemsstat.

4. Når en kompetent myndighed har god grund til at formode, at foretagender, der ikke er underlagt dens tilsyn, på en anden medlemsstats område udfører eller har udført handlinger, der er i strid med dette direktiv, skal denne kompetente myndighed give den kompetente myndighed i den anden medlemsstat en så nøjagtig meddelelse herom som muligt. Sidstnævnte myndighed træffer de nødvendige foranstaltninger.

Den underretter den myndighed, der har givet meddelelsen, om resultatet og så vidt muligt om vigtige forhold i sagens videre forløb. Dette stykke berører ikke beføjelserne for den kompetente myndighed, som har fremsendt oplysningerne.

5. For at sikre den ensartede anvendelse af stk. 2 kan Kommissionen vedtage gennemførelsesbestemmelser til fastlæggelse af de kriterier, hvorefter et reguleret markeds funktion i et værtsland kan anses for at være af væsentlig betydning for værdipapirmarkedets funktion og for beskyttelsen af investorer i det pågældende værtsland. Disse bestemmelser, der har til formål at ændre ikkevæsentlige bestemmelser i dette direktiv ved at supplere det, vedtages efter forskriftsproceduren med kontrol i artikel 64, stk. 2.

Artikel 57

Samarbejde om tilsyn, kontrol på stedet eller undersøgelser

En kompetent myndighed i en medlemsstat kan anmode den kompetente myndighed i en anden medlemsstat om at samarbejde om tilsyn eller en kontrol på stedet eller en undersøgelse. Såfremt der er tale om investeringsselskaber, der er fjernmedlemmer af et reguleret marked, kan det

regulerede markeds kompetente myndighed vælge at henvende sig direkte til dem og skal i så fald underrette den kompetente myndighed i fjernmedlemmets hjemland herom.

Hvis en kompetent myndighed modtager en anmodning, der vedrører en kontrol på stedet, eller en undersøgelse, skal denne inden for rammerne af sine beføjelser

- a) selv foretage kontrollen eller undersøgelsen,
- b) tillade, at den anmodende myndighed foretager kontrollen eller undersøgelsen, eller
- c) lade en revisor eller anden sagkyndig foretage kontrollen eller undersøgelsen.

Artikel 58

Udveksling af oplysninger

1. De kompetente myndigheder i medlemsstaterne, som er blevet udpeget som kontaktpunkter i overensstemmelse med artikel 56, stk. 1, i dette direktiv, giver øjeblikkelig hinanden de oplysninger, som er nødvendige for, at de kan udføre de opgaver, der er tillagt de kompetente myndigheder, der er udpeget i henhold til artikel 48, stk. 1, i overensstemmelse med de bestemmelser, der vedtages i medfør af dette direktiv.

Kompetente myndigheder, der udveksler oplysninger med andre kompetente myndigheder i henhold til dette direktiv, kan på tidspunktet for videregivelsen af oplysningerne angive, at disse ikke må videregives uden deres udtrykkelige tilladelse, og oplysningerne må i så fald kun udveksles til anvendelse til de formål, som disse myndigheder har givet deres samtykke til.

2. Den kompetente myndighed, der er udpeget som kontaktpunkt, kan videregive de oplysninger, den har modtaget i henhold til stk. 1 og artikel 55 og 63, til de myndigheder, der er omhandlet i artikel 49.

De må ikke videregive dem til andre organer eller fysiske eller juridiske personer uden udtrykkelig tilladelse fra de kompetente myndigheder, som meddelte oplysningerne, og de må alene anvendes til de formål, som disse myndigheder har givet deres tilladelse til, undtagen i behørigt begrundede tilfælde. I sidstnævnte tilfælde underretter kontaktpunktet straks det kontaktpunkt, som sendte oplysningerne.

3. De i artikel 49 omhandlede myndigheder samt andre organer eller fysiske og juridiske personer, der i henhold til denne artikels stk. 1 eller artikel 55 og 63 modtager fortrolige oplysninger, må kun anvende disse i forbindelse med udøvelsen af deres hverv, herunder navnlig:

- a) til at kontrollere, at betingelserne for adgang til at udøve virksomhed som investeringsselskab er opfyldt og til at lette det individuelle eller det konsoliderede tilsyn med investeringsselskabernes virksomhed, særlig med hensyn til kapitalkravene i direktiv 93/6/EØF, administrativ og regnskabsmæssig praksis samt intern kontrol, eller
- b) til at overvåge handelssystemers korrekte funktion, eller
- c) til at pålægge sanktioner, eller
- d) hvis de kompetente myndigheders afgørelser påklages til højere administrativ myndighed, eller
- e) hvis de kompetente myndigheders afgørelser indbringes for domstolene efter artikel 52, eller
- f) i den i artikel 53 omhandlede udenretslige ordning for investorklager.

4. Kommissionen kan efter forskriftsproceduren i artikel 64, stk. 3, vedtage gennemførelsesbestemmelser om proceduren for udveksling af oplysninger mellem kompetente myndigheder.

5. Denne artikel og artikel 54 og 63 er ikke til hinder for, at en kompetent myndighed til centralbanker, Det Europæiske Centralbanksystem og Den Europæiske Centralbank i deres egenskab af pengepolitiske myndigheder og eventuelt andre offentlige myndigheder, der fører tilsyn med betalings- og afviklingssystemer, videregiver de fortrolige oplysninger, der er nødvendige for, at de kan udføre deres arbejde; der er heller ikke noget til hinder for, at sådanne myndigheder eller

organer til de kompetente myndigheder videregiver oplysninger, som de har brug for til at udføre deres opgaver i henhold til dette direktiv.

Artikel 59

Nægtelse af samarbejde

En kompetent myndighed kan kun i følgende tilfælde nægte at efterkomme en anmodning om samarbejde i forbindelse med en undersøgelse, kontrol på stedet eller tilsyn efter bestemmelserne i artikel 57, eller at udveksle oplysninger i henhold til artikel 58:

- a) undersøgelsen, kontrollen, tilsynet eller udvekslingen af oplysninger kan bringe den pågældende medlemsstats suverænitet, sikkerhed eller grundlæggende retsprincipper i fare
- b) der er allerede indledt retsforfølgning med hensyn til de samme forhold og mod de samme personer ved denne stats myndigheder
- c) disse personer har allerede fået endelig dom for de samme forhold af denne stats kompetente myndigheder.

I tilfælde af nægtelse skal den kompetente myndighed give den kompetente myndighed, der fremsætter anmodningen, meddelelse herom og fremlægge så detaljerede oplysninger som muligt.

Artikel 60

Myndighedernes indbyrdes konsultation før meddelelsen af tilladelse

1. Der skal finde forudgående konsultation sted med de kompetente myndigheder i den anden medlemsstat om meddelelse af tilladelse til et investeringsselskab, der

- a) er dattervirksomhed af et investeringsselskab eller et kreditinstitut, der har fået tilladelse i en anden medlemsstat,
- b) er dattervirksomhed af en modervirksomhed for et investeringsselskab, eller et kreditinstitut, der har fået tilladelse i en anden medlemsstat, eller
- c) kontrolleres af de samme fysiske eller juridiske personer, som kontrollerer et investeringsselskab eller et kreditinstitut, der har fået tilladelse i en anden medlemsstat.

2. Den kompetente myndighed i en berørt medlemsstat, som har ansvar for tilsynet med kreditinstitutter eller forsikringsselskaber, høres forud for meddelelse af tilladelse til et investeringsselskab, der er

- a) dattervirksomhed af et kreditinstitut eller forsikringsselskab, der er meddelt tilladelse i Fællesskabet,
- b) dattervirksomhed af modervirksomheden for et kreditinstitut eller forsikringsselskab, der er meddelt tilladelse i Fællesskabet, eller
- c) kontrolleret af den samme fysiske eller juridiske person, som kontrollerer et kreditinstitut eller forsikringsselskab, der er meddelt tilladelse i Fællesskabet.

3. De i stk. 1 og 2 omhandlede relevante kompetente myndigheder hører navnlig hinanden ved vurdering af aktionærernes og selskabsdeltagernes egnethed samt af omdømme og erfaring hos personer, der faktisk leder forretningerne, og som deltager i ledelsen af en anden enhed i samme koncern. Myndighederne udveksler alle oplysninger om aktionærers og selskabsdeltageres egnethed og hæderlighed samt om omdømme og erfaringer hos de personer, der faktisk leder forretningerne, i det omfang deres omdømme og erfaringer har betydning for de øvrige involverede kompetente myndigheder, for meddelelsen af tilladelse og for den løbende vurdering af, om betingelserne for fortsat drift er opfyldt.

Artikel 61

Beføjelser til værtslande

1. Værtslandene kan – til statistisk brug – kræve, at alle investeringsselskaber, der har filialer på deres område, regelmæssigt foretager indberetning om disse filialers virksomhed.
2. Værtslandet kan med henblik på varetagelse af de opgaver, der påhviler det efter dette direktiv, kræve, at filialer af investeringsselskaber giver de nødvendige oplysninger til kontrol af, at de overholder de af værtslandets normer, der gælder for dem, i de i artikel 32, stk. 7, omhandlede tilfælde. Sådanne krav må ikke være mere vidtgående end dem, de pågældende medlemsstater stiller til etablerede selskaber for at kunne kontrollere, at disse overholder de samme normer.

Artikel 62

Værtslandes beskyttelsesforanstaltninger

1. Hvis den kompetente myndighed i værtslandet har klare og påviselige grunde til at tro, at et investeringsselskab, der virker på dets område i henhold til reglerne om fri udveksling af tjenesteydelser, eller at et investeringsselskab, der har en filial på dets område, har tilsidesat forpligtelserne i de bestemmelser, der vedtages i medfør af dette direktiv, og hvis bestemmelserne ikke giver nogen beføjelser til den kompetente myndighed i værtslandet, forelægger den disse grunde for den kompetente myndighed i hjemlandet.

Hvis investeringsselskabet trods de foranstaltninger, der træffes af den kompetente myndighed i hjemlandet, eller fordi disse foranstaltninger viser sig utilstrækkelige, fortsætter med at optræde på en måde, der klart skader værtslandets investorers interesser eller markedernes ordnede funktion, træffer den kompetente myndighed i værtslandet efter at have underrettet den kompetente myndighed i hjemlandet herom alle nødvendige foranstaltninger for at beskytte investorerne og markedernes korrekte funktion. Dette indebærer, at investeringsselskaber, der overtræder bestemmelserne, kan forhindres i at udføre yderligere forretninger på deres områder. Kommissionen underrettes straks om sådanne foranstaltninger.

2. Hvis de kompetente myndigheder i et værtsland konstaterer, at et investeringsselskab, der har en filial på værtslandets område, ikke overholder de love eller administrative bestemmelser, som værtslandet har vedtaget i medfør af dette direktivs bestemmelser, og hvor direktivets bestemmelser tillægger værtslandets myndigheder kompetence, stiller disse myndigheder krav til det pågældende investeringsselskab om at bringe de ulovlige forhold til ophør.

Hvis det pågældende investeringsselskab ikke tager de nødvendige skridt, skal værtslandets kompetente myndigheder træffe de nødvendige foranstaltninger med henblik på at sikre, at investeringsselskabet bringer det ulovlige forhold til ophør. Arten af disse foranstaltninger skal meddeles hjemlandets kompetente myndigheder. Hvis det pågældende investeringsselskab til trods for de foranstaltninger, der er truffet af værtslandet, fortsat overtræder de i første afsnit omhandlede lovbestemmelser, som finder anvendelse i værtslandet, kan værtslandet, efter at have givet de kompetente myndigheder i hjemlandet underretning herom, træffe de foranstaltninger, der er nødvendige for at forebygge eller straffe nye ulovligheder, og om nødvendigt forhindre at investeringsselskabet udfører nye forretninger på dets område. Kommissionen skal straks have meddelelse om sådanne foranstaltninger.

3. Hvis den kompetente myndighed i værtslandet for et reguleret marked eller en MHF har klare og påviselige grunde til at tro, at et sådant reguleret marked eller en MHF har tilsidesat forpligtelserne i de bestemmelser, der vedtages i medfør af dette direktiv, forelægger den disse grunde for den kompetente myndighed i det regulerede markeds eller MHF's hjemland.

Hvis det pågældende regulerede marked eller MHF trods de foranstaltninger, der træffes af den kompetente myndighed i hjemlandet, eller fordi disse foranstaltninger viser sig utilstrækkelige, fortsætter med at optræde på en måde, der klart skader værtslandets investorers interesser eller markedernes ordnede funktion, træffer den kompetente myndighed i værtslandet efter at have underrettet den kompetente myndighed i hjemlandet herom alle nødvendige foranstaltninger for at

beskytte investorer og markedernes ordnede funktion. Dette indebærer, at det pågældende regulerede marked eller MHF kan forhindres i at give fjernmedlemmer eller deltagere, der er etableret i værtslandet, adgang til deres ordninger. Kommissionen skal straks have meddelelse om sådanne foranstaltninger.

4. Enhver foranstaltning, der træffes efter stk. 1, 2 eller 3, og hvorved der pålægges sanktioner eller begrænsninger i et investeringsselskabs eller et reguleret markeds aktiviteter, skal være behørigt begrundet og skal meddeles det pågældende investeringsselskab eller regulerede marked.

KAPITEL III

SAMARBEJDE MED TREDJELANDE

Artikel 63

Udveksling af oplysninger med tredjelande

1. Medlemsstaterne må kun indgå samarbejdsaftaler om udveksling af oplysninger med de kompetente myndigheder i tredjelande, såfremt de oplysninger, der videregives, er underlagt en tavshedspligt, der er mindst svarer til tavshedspligten i henhold til artikel 54. Udvekslingen af oplysninger skal have til formål at give disse kompetente myndigheder mulighed for at udføre deres opgaver.

Medlemsstaterne kan videregive personoplysninger til tredjelande i overensstemmelse med kapitel IV i direktiv 95/46/EF. Medlemsstaterne kan også indgå samarbejdsaftaler om udveksling af oplysninger med tredjelandes myndigheder, organer og fysiske eller juridiske personer, der har ansvaret for

i) tilsyn med kreditinstitutter, andre finansielle institutioner og forsikringsselskaber samt med de finansielle markeder

ii) likvidation og konkursbehandling af investeringsselskaber og lignende procedurer

iii) den lovpligtige revision af investeringsselskabers og andre finansielle enheders, kreditinstitutters og forsikringsselskabers regnskaber i forbindelse med udførelsen af deres tilsynsopgaver, eller som forvalter garantiordninger i forbindelse med udførelsen af deres opgaver

iv) tilsyn med organer, der er ansvarlige for likvidation og konkursbehandling af investeringsselskaber og lignende procedurer

v) tilsyn med personer, der er ansvarlige for den lovpligtige revision af forsikringsselskabers, kreditinstitutters, investeringsselskabers og andre finansielle enheders regnskaber, men kun såfremt de oplysninger, der videregives, er underlagt en tavshedspligt, der er mindst svarer til tavshedspligten i henhold til artikel 54. Udvekslingen af oplysninger skal have til formål at give disse myndigheder, organer og fysiske eller juridiske personer mulighed for at udføre deres opgaver.

2. Når oplysningerne hidrører fra en anden medlemsstat, må de ikke videregives uden udtrykkelig tilladelse fra de kompetente myndigheder, som først har videregivet oplysningerne, og de må i givet fald alene anvendes til de formål, som disse myndigheder har givet deres samtykke til. Den samme bestemmelse gælder for oplysninger, der afgives af kompetente myndigheder i tredjelande.

AFSNIT V

AFSLUTTENDE BESTEMMELSER

Artikel 64

Udvalgsprocedure

1. Kommissionen bistås af Det Europæiske Værdipapirudvalg, der er nedsat ved Kommissionens afgørelse 2001/528/EF ⁽¹¹¹⁾ (i det følgende benævnt »udvalget«).
2. Når der henvises til dette stykke, anvendes artikel 5a, stk. 1-4, og artikel 7 i afgørelse 1999/468/EF, jf. dennes artikel 8.
- 2a. Ingen af de vedtagne gennemførelsesforanstaltninger må føre til en ændring af de grundlæggende bestemmelser i dette direktiv.
3. Når der henvises til dette stykke, anvendes artikel 5 og 7 i afgørelse 1999/468/EF, jf. dennes artikel 8. Perioden i artikel 5, stk. 6, i afgørelse 1999/468/EF fastsættes til tre måneder.
4. Senest den 31. december 2010, og derefter mindst hvert tredje år, tager Kommissionen bestemmelserne om dens gennemførelsesbeføjelser op til vurdering og forelægger en rapport for Europa-Parlamentet og Rådet om, hvordan disse beføjelser fungerer. I denne rapport undersøges navnlig, om der er behov for, at Kommissionen foreslår ændringer til dette direktiv for at sikre et passende omfang af de gennemførelsesbeføjelser, den tillægges. Konklusionen om, hvorvidt der er behov for ændringer eller ej, ledsages af en detaljeret begrundelse. Om nødvendigt ledsages rapporten af et lovgivningsmæssigt forslag til ændring af bestemmelserne om Kommissionens gennemførelsesbeføjelser.

Artikel 65

Rapporter og revision

1. Senest den 31. oktober 2007 aflægger Kommissionen efter en offentlig høring og på baggrund af drøftelser med de kompetente myndigheder rapport til Europa-Parlamentet og Rådet om den eventuelle udvidelse af anvendelsesområdet for dette direktivs bestemmelser om gennemsigtighedskravene før og efter handelen til også at omfatte transaktioner med andre typer finansielle instrumenter end aktier.
2. Senest den 31. oktober 2008 forelægger Kommissionen en rapport for Europa-Parlamentet og Rådet om anvendelsen af artikel 27.
3. Senest den 30. april 2008 aflægger Kommissionen efter en offentlig høring og på baggrund af drøftelser med de kompetente myndigheder rapport til Europa-Parlamentet og Rådet om:
 - a) den fortsatte hensigtsmæssighed af undtagelsen i henhold til artikel 2, stk. 1, litra k), for virksomheder, hvis hovederhverv består i handel for egen regning med råvarederivater
 - b) form og indhold af rimelige krav til meddelelsen af tilladelse til og tilsynet med virksomheder som f.eks. investeringsselskaber i dette direktivs forstand
 - c) hensigtsmæssigheden af bestemmelserne vedrørende udpegelse af tilknyttede agenter til udførelse af investeringsservice og/eller -aktiviteter, navnlig for så vidt angår tilsynet med dem
 - d) den fortsatte hensigtsmæssighed af undtagelsen i henhold til artikel 2, stk. 1, litra i).
4. Senest den 30. april 2008 forelægger Kommissionen en rapport for Europa-Parlamentet og Rådet om fjernelsen af de hindringer, som kan stå i vejen for en konsolidering på europæisk plan af de oplysninger, som de forskellige handelssystemer har pligt til at offentliggøre.
5. På grundlag af de i stk. 1-4 anførte rapporter kan Kommissionen fremlægge forslag til relaterede ændringer af dette direktiv.
6. Senest den 31. oktober 2006 aflægger Kommissionen på baggrund af drøftelser med de kompetente myndigheder rapport til Europa-Parlamentet og Rådet om den fortsatte hensigtsmæssighed af kravene om en erhvervsansvarsforsikring for formidlere i henhold til EF-lovgivningen.

Artikel 66

¹¹¹ EFT L 191 af 13.7.2001, s. 45.

Ændring af direktiv 85/611/EØF

Artikel 5, stk. 4, i direktiv 85/611/EØF affattes således:

»4. Artikel 2, stk. 2, og artikel 12, 13 og 19 i ► **C1** Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter ◀ (*) finder anvendelse på administrationsselskabers præstation af de tjenesteydelser, der er omhandlet i stk. 3 i denne artikel...

(*) ► **C1** EUT L 145 af 30.4.2004, s. 1. ◀«

Artikel 67

Ændring af direktiv 93/6/EØF

I direktiv 93/6/EØF foretages følgende ændringer:

1) Artikel 2, nr. 2, affattes således:

»2. »investeringselskab«, alle institutter, der svarer til definitionen i artikel 4, nr. 1, i ► **C1** Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter ◀ (*), som er underlagt kravene i nævnte direktiv, bortset fra:

a) kreditinstitutter

b) lokale firmaer som defineret i nr. 20, og

c) firmaer, der kun har tilladelse til at yde investeringsrådgivning og/eller modtage og formidle ordrer fra investorer, i begge tilfælde uden at opbevare penge og/eller værdipapirer, der tilhører deres kunder, og som derfor ikke på noget tidspunkt risikerer at komme i debet hos deres kunder.

(*) ► **C1** EUT L 145 af 30.4.2004, s. 1. ◀«

2) Artikel 3, nr. 4, affattes således:

»4. De i artikel 2, stk. 2, litra b), omhandlede selskaber skal have en startkapital på 50 000 EUR i det omfang, de er omfattet af reglerne om fri etablering eller fri udveksling af tjenesteydelser i artikel 31 eller 32 i direktiv 2004/39/EF.«

3) I artikel 3 indsættes følgende stykker:

»4a. Indtil revisionen af direktiv 93/6/EØF har fundet sted, skal de i artikel 2, stk. 2, litra c), nævnte selskaber råde over:

a) en startkapital på 50 000 EUR, eller

b) en erhvervsansvarsforsikring, som dækker hele Fællesskabet, eller anden tilsvarende garanti mod erstatningskrav som følge af pligtforsømmelse, med en dækning på mindst 1 000 000 EUR for hvert erstatningskrav, dog højst 1 500 000 EUR i alt om året for alle krav, eller

c) en kombination af startkapital og erhvervsansvarsforsikring i en form, som giver en dækning, der svarer til litra a) og b) ovenfor.

De i dette stykke omhandlede beløb skal revideres regelmæssigt af Kommissionen under hensyn til udviklingen i Eurostats europæiske forbrugerprisindeks, og tilpasningerne skal være de samme og ske på samme tid som tilpasningerne efter artikel 4, stk. 7, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/92/EF af 9. december 2002 om forsikringsmæglervirksomhed (*).

4b. Hvis et investeringsselskab, der er omhandlet i artikel 2, stk. 2, litra c), også er registreret i henhold til direktiv 2002/92/EF, skal det opfylde det i samme direktivs artikel 4, stk. 3, fastsatte krav og skal supplerende have:

a) en startkapital på 25 000 EUR, eller

- (b) en erhvervsansvarsforsikring, som dækker hele Fællesskabet, eller anden tilsvarende garanti mod erstatningskrav som følge af pligtforsømmelse, med en dækning på mindst 500 000 EUR for hvert erstatningskrav, dog højst 750 000 EUR i alt om året for alle krav, eller
- (c) en kombination af startkapital og erhvervsansvarsforsikring i en form, som giver en dækning, der svarer til litra a) og b).

(*) EFT L 9 af 15.1.2003. s. 3.«

Artikel 68

Ændring af direktiv 2000/12/EF

Bilag 1 til direktiv 2000/12/EF ændres således:

I slutningen af bilag I tilføjes følgende sætning:

»De i bilag I, afsnit A og B, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 (*) om markeder for finansielle instrumenter, anførte tjenesteydelser og aktiviteter i tilknytning til de i bilag I, afsnit C, omhandlede markeder for finansielle instrumenter, er omfattet af principperne om gensidig anerkendelse i nærværende direktiv.

(*) ► C1 EUT L 145 af 30.4.2004, s. 1. ◄«

Artikel 69

Ophævelse af direktiv 93/22/EØF

Direktiv 93/22/EØF ophæves med virkning fra den 1. november 2007.

Henvisninger til direktiv 93/22/EØF skal fortolkes som henvisninger til nærværende direktiv.

Henvisninger til begreber, der er defineret i direktiv 93/22/EØF, eller til artikler heri, skal fortolkes som henvisninger til det tilsvarende begreb, der er defineret i nærværende direktiv, eller til de tilsvarende artikler heri.

Artikel 70

Gennemførelse

Medlemsstaterne vedtager de nødvendige love og administrative bestemmelser for at efterkomme dette direktiv senest den 31. januar 2007. De underretter straks Kommissionen herom.

De anvender disse love og bestemmelser fra den 1. november 2007.

Når medlemsstaterne vedtager disse love og bestemmelser, skal de ved vedtagelsen indeholde en henvisning til dette direktiv, eller de skal ved offentliggørelsen ledsages af en sådan henvisning. De nærmere regler for henvisningen fastsættes af medlemsstaterne.

Artikel 71

Overgangsbestemmelser

1. Investeringselskaber, der i deres hjemland allerede har fået tilladelse til at yde investeringsservice før den 1. november 2007, anses også for at have tilladelse hertil i medfør af dette direktiv, såfremt hjemlandets lovgivning fastsætter, at investeringselskaber for at udøve en sådan virksomhed skal overholde krav, der svarer til de i artikel 9-14 fastsatte.

2. Et reguleret marked eller en markedsoperatør, som allerede har fået tilladelse i hjemlandet før den 1. november 2007, anses også for at have tilladelse hertil i medfør af dette direktiv, såfremt hjemlandets lovgivning fastsætter, at det regulerede marked eller markedsoperatøren, alt efter tilfældet, skal overholde krav, der svarer til de i afsnit III fastsatte.

3. Tilknyttede agenter, der allerede er optaget i et offentligt register før den 1. november 2007, anses også for at være registreret efter dette direktiv, hvis lovgivningen i de berørte medlemsstater fastsætter, at tilknyttede agenter skal overholde krav, der svarer til de i artikel 23 fastsatte.

4. Oplysninger, der er videregivet inden den 1. november 2007, efter artikel 17, 18 eller 30 i direktiv 93/22/EØF, anses for at være videregivet efter artikel 31 og 32 i nærværende direktiv.
5. Ethvert eksisterende system, som falder ind under definitionen af en MHF, der drives af en markedsoperatør af et reguleret marked, godkendes som en MHF efter anmodning fra markedsoperatøren af det regulerede marked, forudsat at den overholder regler svarende til dem, der kræves i dette direktiv for så vidt angår godkendelse og drift af en MHF, og forudsat at den pågældende anmodning fremsættes senest 18 måneder efter den 1. november 2007.
6. Investeringselskaber har tilladelse til fortsat at betragte eksisterende professionelle kunder som sådanne, forudsat at indplaceringen i denne kategori er foretaget af investeringselskaber på grundlag af en forsvarlig vurdering af kundens ekspertise, erfaring og viden, således at der er rimelig sikkerhed for, at kunden i lyset af arten af de påtænkte transaktioner eller tjenesteydelser er i stand til at træffe egne investeringsbeslutninger og forstår den hermed forbundne risiko. De pågældende investeringselskaber skal oplyse deres kunder om de betingelser for indplacering i kundekategorier, der er fastsat i dette direktiv.

Artikel 72

Ikrafttrædelse

Dette direktiv træder i kraft på dagen for offentliggørelsen i *Den Europæiske Unions Tidende*.

Artikel 73

Adressater

Dette direktiv er rettet til medlemsstaterne.

BILAG I

LISTE OVER TJENESTEYDELSER OG AKTIVITETER SAMT FINANSIELLE INSTRUMENTER

Afsnit A

Tjenesteydelser og aktiviteter

- 1) Modtagelse og formidling af ordrer vedrørende et eller flere finansielle instrumenter
- 2) Udførelse af ordrer for kunders regning
- 3) Handel for egen regning
- 4) Porteføljepleje
- 5) Investeringsrådgivning
- 6) Afsætningsgaranti for finansielle instrumenter og/eller placering af finansielle instrumenter på grundlag af en fast forpligtelse
- 7) Placering af finansielle instrumenter uden fast forpligtelse
- 8) Drift af multilaterale handelsfaciliteter.

Afsnit B

Accessoriske tjenesteydelser

- 1) Opbevaring og forvaltning af finansielle instrumenter for kunders regning, herunder depotvirksomhed og tilknyttede tjenesteydelser som f.eks. sikkerhedsstillelse/likviditetspleje
- 2) Kredit- eller långivning til en investor, således at denne kan udføre en transaktion med et eller flere finansielle instrumenter, såfremt den virksomhed, der yder kreditten eller lånet, deltager i transaktionen
- 3) Rådgivning til virksomheder vedrørende kapitalstrukturer, industristrategi og dermed beslægtede spørgsmål samt rådgivning og tjenesteydelser vedrørende fusioner og opkøb af virksomheder
- 4) Valutatransaktioner, når de pågældende transaktioner er et led i ydelsen af investeringservice

5) Investeringsanalyser og finansielle analyser eller andre former for generelle anbefalinger vedrørende transaktioner med finansielle instrumenter.

6) Tjenesteydelser vedrørende afsætningsgaranti.

6a) Investeringservice og -aktiviteter samt accessoriske tjenesteydelser af den type, der er omhandlet i bilag 1, afsnit A eller B vedrørende det underliggende instrument for derivaterne i afsnit C - 5, 6, 7 og 10 - når disse er knyttet til ydelsen af investeringservice eller accessoriske tjenesteydelser.

Afsnit C

Finansielle instrumenter

1) Værdipapirer

2) Pengemarkedsinstrumenter

3) Andele i institutter for kollektiv investering

4) Optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA) og enhver anden derivataftale vedrørende værdipapirer, valutaer, renter eller afkast, eller andre derivater, finansielle indekser eller finansielle mål, som kan afvikles fysisk eller afregnes kontant

5) Optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA) og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, som skal afregnes kontant, eller som kan afregnes kontant, hvis en af parterne ønsker det (af anden grund end misligholdelse eller anden årsag til opsigelse)

6) Optioner, futures, swaps og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, som kan afvikles fysisk, såfremt de handles på et reguleret marked og/eller en MHF

7. Optioner, futures, swaps, terminskontrakter og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, som kan afvikles fysisk, ikke ellers er nævnt i C.6 og ikke har noget kommercielt formål, som har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, idet der bl.a. tages hensyn til, om de cleares og afvikles via anerkendte clearingsinstitutter eller er omfattet af regelmæssig fastsættelse af margin

8) Kreditderivater

9) Finansielle differencekontrakter.

10. Optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA) og enhver anden derivataftale, som vedrører klimatiske variable, fragtrater, emissionstilladelser eller inflationsrater eller andre officielle økonomiske statistikker, som skal afregnes kontant, eller som kan afregnes kontant, hvis en af parterne ønsker det (af anden grund end misligholdelse eller anden årsag til opsigelse), samt enhver anden derivataftale vedrørende aktiver, rettigheder, forpligtelser, indekser og mål, som ikke på anden vis er nævnt i afsnit C og som har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, idet der bl.a. tages hensyn til, om de handles på et reguleret marked eller en MHF, cleares og afvikles via anerkendte clearingsinstitutter eller er omfattet af regelmæssig fastsættelse af margin

BILAG II

PROFESSIONELLE KUNDER I DETTE DIREKTIVS FORSTAND

En professionel kunde er en kunde, der besidder den fornødne erfaring, viden og ekspertise til at træffe sine egne investeringsbeslutninger og foretage en korrekt vurdering af risiciene i forbindelse hermed. For at komme i betragtning som professionel kunde skal kunden opfylde følgende krav:

I. Kundekategorier, der anses for professionelle Følgende bør alle anses for professionelle i direktivets forstand i forbindelse med alle investeringserviceydelser, og -aktiviteter samt finansielle instrumenter.

1) Foretagender, der skal have tilladelse eller underkastes regulering for at virke på de finansielle markeder. Nedenstående liste bør forstås som omfattende alle foretagender, der har fået tilladelse,

og som udøver de for de nævnte foretagender kendetegnende aktiviteter: foretagender, der har fået tilladelse af en medlemsstat i henhold til et direktiv, foretagender, der har fået tilladelse af eller er underkastet regulering i en medlemsstat uden hjemmel i et direktiv, samt foretagender, der har fået tilladelse af eller er underkastet regulering i et tredjeland:

- a) Kreditinstitutter
 - b) Investeringselskaber
 - c) Andre finansielle institutioner, der har fået tilladelse eller er underkastet regulering
 - d) Forsikringsselskaber
 - e) Kollektive investeringsordninger og selskaber, der administrer sådanne ordninger
 - f) Pensionskasser og disses administrationsselskaber
 - g) Råvare- og råvarederivathandlere
 - h) Lokale firmaer
 - i) Andre institutionelle investorer.
- 2) Store virksomheder, der opfylder to af følgende krav til størrelse på virksomhedsplan:
- balancesum: 20 000 000 EUR
 - nettoomsætning: 40 000 000 EUR
 - egenkapital: 2 000 000 EUR.
- 3) Nationale og regionale regeringer, offentlige organer, der forvalter den offentlige gæld, centralbanker, internationale og overnationale institutioner som f.eks. Verdensbanken, IMF, ECB, EIB og andre lignende internationale organisationer.
- 4) Andre institutionelle investorer, der primært investerer i finansielle instrumenter, herunder enheder, der beskæftiger sig med securitisation af aktiver eller andre finansielle transaktioner.

Ovennævnte foretagender anses for professionelle kunder. De skal dog have mulighed for at anmode om behandling som ikke-professionelle, og investeringsselskaber kan indvillige i at yde en højere grad af beskyttelse.

Når et investeringsselskabs kunde er en af ovennævnte virksomheder skal investeringsselskabet, før det præsterer tjenesteydelser, underrette kunden om, at han ud fra de foreliggende oplysninger anses for at være en professionel kunde og vil blive behandlet som sådan, medmindre investeringsselskabet og kunden træffer anden aftale. Investeringsselskabet skal tillige underrette kunden om, at han kan anmode om en ændring af aftalebetingelserne med henblik på at opnå en højere grad af beskyttelse. Det påhviler en kunde, der anses som professionel kunde, at anmode om en højere grad af beskyttelse, når vedkommende mener sig ude af stand til at foretage en korrekt risikovurdering eller -styring.

Denne højere grad af beskyttelse vil blive ydet, når en kunde, der anses for at være professionel, indgår en skriftlig aftale med investeringsselskabet om ikke at blive behandlet som professionel ved anvendelsen af reglerne for god forretningsskik. Det skal fremgå af en sådan aftale, om denne gælder for en eller flere særlige tjenesteydelser eller transaktioner eller for en eller flere typer produkter eller transaktioner.

II. Kunder, der efter anmodning kan behandles som professionelle kunder

II.1. Identifikationskriterier

Kunder, der ikke er nævnt i afsnit I, herunder offentlige organer og individuelle privatinvestorer, kan også give afkald på en del af den beskyttelse, der ydes i henhold til reglerne om god forretningsskik.

Investeringselskaber bør derfor have mulighed for at behandle alle ovennævnte kunder som professionelle kunder, forudsat at de relevante kriterier nedenfor er opfyldt og nedenstående procedure er fulgt. Disse kunder må dog ikke antages at besidde viden om markederne og erfaring, der kan sammenlignes med de i afsnit I omhandlede kategoriers viden og erfaring.

Ethvert afkald på den beskyttelse, der ydes af standardreglerne for god forretningsskik, anses kun for gyldigt, såfremt investeringsselskabet efter en fyldestgørende vurdering af kundens ekspertise, erfaringer og viden og på baggrund af de påtænkte transaktioners eller tjenesteydelsers art har opnået en rimelig sikkerhed for, at kunden er i stand til at træffe sine egne investeringsbeslutninger og forstå de involverede risici.

Den egnethedsprøve, der anvendes over for ledere og direktører af foretagender, der har fået tilladelse efter de finansielle direktiver, er et eksempel på, hvorledes ekspertise og viden kan vurderes. I tilfælde af mindre foretagender bør den person, der gøres til genstand for ovenstående vurdering, være den person, der har fået tilladelse til at gennemføre transaktioner for foretagendets regning. Ved ovennævnte vurdering bør mindst to af følgende kriterier være opfyldt:

- kunden har foretaget omfattende transaktioner på det relevante marked gennemsnitlig ti gange pr. kvartal i de foregående fire kvartaler
- størrelsen af kundens portefølje, der defineres som omfattende kontantbeholdning og finansielle instrumenter, overstiger 500 000 EUR
- kunden arbejder eller har arbejdet i den finansielle sektor i mindst ét år i en stilling, der kræver viden om de påtænkte transaktioner eller tjenesteydelser.

II.2. Procedure

De ovenfor definerede kunder kan kun give afkald på beskyttelsen i henhold til de detaljerede regler om god forretningsskik efter følgende procedure:

- de skal skriftligt meddele investeringsselskabet, at de ønsker at blive behandlet som professionelle kunder, enten generelt eller i forbindelse med en bestemt investeringsservice eller transaktion eller en bestemt transaktions- eller produkttype
- investeringsselskabet skal give dem en klar skriftlig orientering om den beskyttelse og de investorgarantirettigheder, de risikerer at miste
- de skal skriftligt i et andet dokument end kontrakten erklære, at de kender følgerne af at miste denne beskyttelse.

Investeringselskaber skal, før de beslutter at imødekomme eventuelle ønsker om at give afkald på beskyttelse, træffe alle rimelige foranstaltninger til at sikre, at en kunde, der anmoder om at blive behandlet som professionel kunde, opfylder kravene i afsnit II.1 ovenfor.

Hvis kunder allerede er blevet klassificeret som professionelle kunder efter kriterier og procedurer svarende til ovenstående, er det imidlertid ikke hensigten, at deres relationer til investeringsselskaber skal berøres af eventuelle nye regler, der vedtages i henhold til dette bilag.

Investeringselskaber skal ved klassificeringen af kunder følge hensigtsmæssige skriftlige interne politikker og procedurer. Professionelle kunder er ansvarlige for, at investeringsselskabet holdes løbende underrettet om enhver ændring, der vil kunne påvirke deres klassificering. Hvis investeringsselskabet imidlertid bliver klar over, at kunden ikke længere opfylder de oprindelige betingelser, som berettigede ham til en behandling som professionel kunde, skal investeringsselskabet træffe passende forholdsregler.

Bilag 2 – CESR beskrivelse

<http://www.cesr-eu.org/index.php?page=cesrinshort&mac=0&id=>

CESR IN SHORT :

CESR is an independent Committee of European Securities Regulators. The role of the Committee and its operational arrangements are set out in the [CESR Charter](#).

The Committee was established under the terms of the European Commission's Decision of 6 June 2001 ([2001/527/EC](#)). It is one of the two committees envisaged in the [Final Report](#) of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets, chaired by Baron Alexandre Lamfalussy. The report itself was endorsed by Heads of State in the European Council ([Stockholm Resolution of 23 March 2001](#)) and the European Parliament ([European Parliament Resolution of 5 February 2002](#) Ref:EPResolutions).

In summary, the role of CESR is to :

- **Improve co-ordination among securities regulators** : developing effective operational network mechanisms to enhance day to day consistent supervision and enforcement of the Single Market for financial services; Having agreed a [Multilateral Memorandum of Understanding \(MoU\)](#) , CESR has made a significant contribution to greater surveillance and enforcement of securities activities;

- **Act as an advisory group to assist the EU Commission** : in particular in its preparation of draft implementing measures of EU framework directives in the field of securities;

- **Work to ensure more consistent and timely day-to-day implementation of community legislation in the Member States** : this work is carried out by the Review Panel under the Chairmanship of CESR's Vice Chairman, and by the two operational groups: CESR-Pol and CESR-Fin.

The CESR Chair and Vice-Chair are elected from among the Members for a period of two years. The Committee meets at least four times a year, with expert and operational working groups of national experts meeting on a regular basis and working at a distance as necessary. CESR works with the support of a secretariat based in Paris conducted by a Secretary General.

A representative of the European Commission is entitled to participate actively in all debates (with the exception of confidential discussions related to individuals and/or firms).

CESR submits an Annual Report to the European Commission, which is also sent to the European Parliament and the Council. The Chair of CESR reports regularly to the European Parliament and maintains strong links with the European Securities Committee.

All understandings, standards and work agreed within the Forum of European Securities Commission (FESCO) have been taken over by CESR.

THE ROLE OF CESR AND THE LAMFALUSSY PROCESS IN SHORT :

The Committee of Wise Men, chaired by Baron Alexandre Lamfalussy, outlined in its report of 15 February 2001 several shortcomings in the legislative system for securities. The report proposed a four level approach with regard to the legislative process in order to solve these problems. Furthermore, the Committee proposed the creation of the European Securities Committee (ESC), which primarily has a regulatory function, and CESR which has an advisory function. The ESC and CESR were formally established in June 2001 and held their first meetings in September 2001.

The approach proposed can be summarised very briefly as follows: Level 1 measures set out the high level objectives that the securities legislation must achieve. Level 2 measures set out some of the technical requirements necessary to achieve these objectives. Level 3 measures are intended to ensure common and uniform implementation by the use (amongst others) of common interpretative

guidance and standards agreed amongst regulators in CESR. Level 4 measures relate to the enforcement of the legislation. CESR is therefore particularly active in carrying out functions described under Levels 2 and 3 of the Lamfalussy process.

CESR'S CONSULTATION PRACTICES:

The CESR and its Expert and Permanent Groups work in an open and transparent manner. In its [Public Statement of Consultation Practices](#) (December 2001, Ref. CESR/01-007c), CESR sets out the way in which it will consult extensively, and at an early stage, with market participants, consumers and end-users. In addition a [Market Participants Consultative Panel](#) has been established to advise CESR on working priorities and assess developments in the Single Market in the field of Financial Services.

Bilag 3 – Kommissionens forordning 1287/2006/EF

Kommissionens forordning (EF) nr. 1287/2006 af 10. august 2006 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår registreringsforpligtelser for investeringsselskaber, indberetning af transaktioner, markedsgennemsigtighed, optagelse af finansielle instrumenter til handel samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv (EØS-relevant tekst)

EU-Tidende nr. L 241 af 02/09/2006 s. 0001 - 0025

Kommissionens forordning (EF) nr. 1287/2006

af 10. august 2006

om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår registreringsforpligtelser for investeringsselskaber, indberetning af transaktioner, markedsgennemsigtighed, optagelse af finansielle instrumenter til handel samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv

(EØS-relevant tekst)

KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER HAR —

under henvisning til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab,

under henvisning til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF [1], særlig artikel 4, stk. 1, nr. 2), artikel 4, stk. 1, nr. 7), og artikel 4, stk. 2, artikel 13, stk. 10, artikel 25, stk. 7, artikel 27, stk. 7, artikel 28, stk. 3, artikel 29, stk. 3, artikel 30, stk. 3, artikel 40, stk. 6, artikel 44, stk. 3, artikel 45, stk. 3, artikel 56, stk. 5, og artikel 58, stk. 4, og

ud fra følgende betragtninger:

(1) I direktiv 2004/39/EF fastsættes de generelle rammer for retsregler for finansielle markeder i Fællesskabet, der bl.a. omfatter betingelserne for driften af investeringsselskaber i forbindelse med ydelse af investeringsservice, levering af accessoriske tjenesteydelser og udførelse af investeringsaktiviteter, de organisatoriske krav (herunder registreringsforpligtelser) til investeringsselskaber, der leverer sådanne tjenesteydelser og udfører sådanne aktiviteter på professionelt grundlag, og til regulerede markeder, indberetningsforpligtelser for så vidt angår transaktioner i finansielle instrumenter og krav om gennemsigtighed i forbindelse med transaktioner i aktier.

(2) Det er hensigtsmæssigt at vælge en forordning som retsaktstype for at sikre en harmoniseret ordning i alle medlemsstaterne, fremme markedsintegrationen og leveringen på tværs af grænserne af investeringstjenesteydelser og accessoriske tjenesteydelser og lette en yderligere konsolidering af det indre marked. Bestemmelserne vedrørende bestemte aspekter af registrering og indberetning af transaktioner, gennemsigtighed og råvarederivater berører i meget lille omfang national ret og de detaljerede love vedrørende kunderelationer.

(3) Det er hensigtsmæssigt med detaljerede og fuldt harmoniserede krav om gennemsigtighed og regler for indberetning af transaktioner for at sikre lige markedsforhold, og at værdipapirmarkederne fungerer uden problemer i hele Fællesskabet, samt at lette en effektiv

integration af disse markeder. Visse aspekter af registreringen hænger tæt sammen, da der anvendes samme begreber som dem, der defineres for indberetning af transaktioner og gennemsigtighed.

(4) Den ordning, der blev indført ved direktiv 2004/39/EF med krav til indberetningen af transaktioner i forbindelse med transaktioner i finansielle instrumenter, har til formål at sikre, at de relevante kompetente myndigheder er ordentligt informeret om de transaktioner, som de skal føre tilsyn med. Med henblik herpå er det nødvendigt at sikre, at der indsamles et enkelt sæt data fra alle investeringselskaber med færrest mulige variationer mellem medlemsstaterne for derved at mindske forskellene i de indberetningskrav, som selskaber, der arbejder på tværs af grænserne, er omfattet af, og for at øge omfanget af de data mest muligt, som en kompetent myndighed ligger inde med og kan dele med andre kompetente myndigheder. Foranstaltningerne har også til formål at sikre, at de kompetente myndigheder er i stand til at opfylde deres forpligtelser i henhold til nævnte direktiv så hurtigt og effektivt som muligt.

(5) Den ordning, der blev indført ved direktiv 2004/39/EF med krav om gennemsigtighed i forbindelse med transaktioner i aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked, har til formål at sikre, at investorerne er tilstrækkelig informeret om det reelle omfang af faktiske og potentielle transaktioner i sådanne aktier, uanset om transaktionerne finder sted på regulerede markeder, gennem multilaterale handelsfaciliteter (herefter benævnt "MHF'er"), via selskaber, der systematisk internaliserer, eller uden for disse handelssystemer. Kravene indgår som en del af et større regelsæt, der skal fremme konkurrencen mellem handelssystemer om levering af tjenesteydelser for derved at øge investorernes valg, fremme innovationen, mindske transaktionsudgifterne og øge effektiviteten af kursfastsættelsesmetoden i hele Fællesskabet. En høj grad af gennemsigtighed er også en væsentlig del af disse regler for at sikre lige konkurrencevilkår for handelssystemerne og derved forhindre, at kursfastsættelsesmetoderne i forbindelse med bestemte aktier ikke svækkes af fragmenteringen af likviditeten, og at investorerne derved stilles dårligt. På den anden side erkendes det i direktivet, at der kan være omstændigheder, hvor det kan være nødvendigt med undtagelser fra kravene om førhandelsgennemsigtighed eller at udsætte kravene om efterhandelsgennemsigtighed. I denne forordning fastsættes de nærmere enkeltheder i forbindelse med disse omstændigheder, idet der tages hensyn til behovet for både at sikre en høj grad af gennemsigtighed, og at likviditeten i handelssystemerne eller andre steder ikke mindskes som en utilsigtet følge af kravet om at oplyse om transaktioner og derved offentliggøre risikopositioner.

(6) Med henblik på bestemmelserne om registrering bør en henvisning til ordretypen forstås som en henvisning til dens status som en limiteret ordre, markedsordre eller anden specifik ordertype. Med henblik på bestemmelserne om registrering bør en henvisning til ordrens eller transaktionens art forstås som en henvisning til ordrer om at tegne værdipapirer eller tegning af værdipapirer eller ordrer om at udøve en option eller udøvelse af en option eller tilsvarende kundeordrer eller transaktioner.

(7) Det er på dette trin ikke nødvendigt at specificere eller fastsætte detaljerede bestemmelser om, af hvilken type, art og kompleksitetsgrad ordningerne for udveksling af oplysninger mellem myndighederne skal være.

(8) Når der ikke reageres i tide på en kompetent myndigheds meddelelse om alternativ bestemmelse af det mest relevante marked målt i likviditet, eller en kompetent myndighed ikke er enig i den beregning, en anden myndighed har foretaget, bør de kompetente myndigheder forsøge at finde en løsning. Det står de kompetente myndigheder frit for at drøfte sagen i Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg, hvis det er relevant.

(9) De kompetente myndigheder bør koordinere udformningen og indførelsen af ordninger for indbyrdes udveksling af oplysninger om transaktioner. Også her står det de kompetente

myndigheder frit for at drøfte sagen i Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg, hvis det er relevant. De kompetente myndigheder bør rapportere til Kommissionen, som bør informere Det Europæiske Værdipapirudvalg om ordningerne. Ved koordineringen bør de kompetente myndigheder overveje behovet for effektivt at overvåge investeringsselskabernes aktiviteter for at sikre, at de handler ærligt, redeligt og professionelt på en måde, der fremmer markedets integritet i Fællesskabet, behovet for at træffe beslutninger, der er baseret på tilbundsgående costbenefitanalyser, behovet for at sikre, at oplysninger om transaktioner kun anvendes til, at de kompetente myndigheder kan udføre deres funktioner på passende vis, og behovet for at indføre effektive forvaltningsordninger, hvor den enkelte holdes ansvarlig, for et hvilket som helst fælles system, der måtte anses for nødvendigt.

(10) Det er hensigtsmæssigt at fastsætte kriterier til bestemmelse af, hvornår aktiviteterne på et reguleret marked er af væsentlig betydning for værtslandet og følgerne heraf på en sådan måde, at det undgås, at der indføres krav på et reguleret marked om, at det skal tage hensyn til eller henhøre under mere end én kompetent myndighed, hvis der ellers ikke ville være sådanne krav.

(11) ISO 10962 (klassificering af kode for finansielle instrumenter) er et eksempel på en ensartet, internationalt anerkendt standard for klassificering af finansielle instrumenter.

(12) Hvis de kompetente myndigheder meddeler undtagelser i forbindelse med kravene til førhandelsgennemsigtighed eller giver tilladelse til udsættelse af opfyldelsen af kravene om efterhandelsgennemsigtighed, bør de behandle alle regulerede markeder og MHF'er ens og på en ikke-diskriminerende måde, således at undtagelsen eller udsættelsen meddeles enten til alle regulerede markeder og MHF'er, de meddeler tilladelse i henhold til direktiv 2004/39/EF, eller til ingen. Kompetente myndigheder, der meddeler undtagelser eller udsættelser, bør ikke pålægge yderligere krav.

(13) Det er hensigtsmæssigt at gå ud fra, at en handelsalgoritme, der anvendes af et reguleret marked eller en MHF, sædvanligvis har til formål at øge handelen mest muligt, men der bør også kunne anvendes andre handelsalgoritmer.

(14) Hvis en kompetent myndighed meddeler en undtagelse fra kravene om førhandelsgennemsigtighed i henhold til artikel 29 eller 44 i direktiv 2004/39/EF, bør det ikke medføre, at investeringsselskaber kan undgå sådanne forpligtelser i forbindelse med de pågældende transaktioner i likvide aktier, som de indgår bilateralt i medfør af regler vedrørende et reguleret marked eller en MHF, såfremt transaktionerne, hvis de blev udført uden for reglerne for det regulerede marked eller MHF'en, ville være omfattet af de krav om offentliggørelse af prisstillelser, der er fastsat i artikel 27 i nævnte direktiv.

(15) En aktivitet bør anses for at have en væsentlig kommerciel rolle for et investeringsselskab, hvis aktiviteten udgør en betydelig indtægtskilde eller en betydelig udgiftskilde. Ved vurderingen af betydningen heraf bør der under alle omstændigheder tages hensyn til, i hvilket omfang aktiviteten udføres eller tilrettelægges særskilt, aktivitetens værdi og dens betydning i forhold til både selskabets samlede forretninger og dets samlede aktiviteter på det marked for den pågældende aktie, hvor det opererer. Det bør være muligt at anse en aktivitet for at være en betydelig indtægtskilde for et selskab, selv om kun en eller to af de nævnte faktorer er relevante i det pågældende tilfælde.

(16) Aktier, der ikke handles dagligt, bør med henblik på direktiv 2004/39/EF anses for ikke at have et likvidt marked. Hvis handelen med en aktie af ekstraordinære grunde i relation til opretholdelse af et velordnet marked eller force majeure suspenderes, og aktien derfor ikke handles i løbet af en række handelsdage, bør dette dog ikke betyde, at aktien ikke kan anses for at have et likvidt marked.

(17) Kravet om at offentliggøre visse prisstillelser, ordrer eller transaktioner, jf. artikel 27, 28, 29, 30, 44 og 45 i direktiv 2004/39/EF og denne forordning, bør ikke forhindre regulerede markeder og MHF'er i at kræve, at deres medlemmer eller deltagere offentliggør disse oplysninger.

(18) Oplysninger, der kræves stillet til rådighed så tæt på realtid som muligt, bør gøres tilgængelige så hurtigt, som det er teknisk muligt, hvilket forudsætter, at den pågældende person gør en rimelig indsats for så vidt angår effektiviteten af og udgifterne til hans systemer. Oplysninger bør kun i ekstraordinære tilfælde offentliggøres tæt på maksimumsgrænsen på tre minutter, hvis de disponible systemer ikke muliggør offentliggørelse inden for en kortere tid.

(19) Med henblik på bestemmelserne i denne forordning vedrørende optagelse til handel på et reguleret marked af et værdipapir som defineret i artikel 4, stk. 1, nr. 18), litra c), i direktiv 2004/39/EF bør der, når der er tale om et værdipapir i den betydning, der er fastsat i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF [2], anses for at være tilstrækkelige oplysninger til rådighed for offentligheden af en art, som er nødvendig for at værdiansætte dette finansielle instrument.

(20) At andele, der udstedes af institutter for kollektiv investering i værdipapirer, optages til handel på et reguleret marked, bør ikke give anledning til omgåelse af de relevante bestemmelser i Rådets direktiv 85/611/EØF af 20. december 1985 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) [3], særlig direktivets artikel 44-48.

(21) En derivataftale bør kun betragtes som et finansielt instrument i medfør af punkt 7 i afsnit C i bilag I til direktiv 2004/39/EF, hvis den vedrører en råvare og opfylder kriterierne i denne forordning til bestemmelse af, hvorvidt en kontrakt bør anses for at have de samme karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter og ikke at have et kommercielt formål. En derivataftale bør kun betragtes som et finansielt instrument i medfør af punkt 10 i afsnit C i nævnte bilag, hvis den vedrører et af de underliggende aktiver, der er specificeret i punkt 10 i afsnit C eller i denne forordning, og opfylder kriterierne i denne forordning til bestemmelse af, hvorvidt den bør anses for at have de samme karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter.

(22) Undtagelserne i direktiv 2004/39/EF om at handle for egen regning eller handle eller levere andre typer investeringsservice i forbindelse med råvarederivater, der er omfattet af punkt 5, 6 og 7 i afsnit C i bilag I til nævnte direktiv, eller derivater, der er omfattet af punkt 10 i afsnit C i nævnte bilag, kan forventes at udelukke et betydeligt antal kommercielle producenter og forbrugere af energi og andre råvarer, herunder energileverandører, råvarevirksomheder og deres datterselskaber, fra nævnte direktivs anvendelsesområde, og det vil derfor ikke blive krævet af sådanne deltagere, at de anvender kriterierne i denne forordning til at bestemme, om de kontrakter, de handler med, er finansielle instrumenter eller ej.

(23) I overensstemmelse med punkt 7 i afsnit B i bilag I til direktiv 2004/39/EF står det investeringsselskaber frit for at levere accessoriske tjenesteydelser i en anden medlemsstat end deres hjemland i forbindelse med ydelse af investeringsservice, udførelse af investeringsaktiviteter og levering af accessoriske tjenesteydelser af den type, der er omfattet af afsnit A eller B i dette bilag, i relation til det underliggende aktiv til de derivater, der er omfattet af punkt 5, 6, 7 og 10 i afsnit C i dette bilag, når dette sker ved ydelse af investeringsservice eller levering af accessoriske tjenesteydelser. På grundlag heraf bør et selskab, der yder investeringsservice eller udfører investeringsaktiviteter og tilknyttet handel med spotkontrakter, kunne drage nytte af friheden til at levere accessoriske tjenesteydelser i forbindelse med den tilknyttede handel.

(24) Definitionen af en vare bør ikke berøre andre definitioner af dette begreb i den nationale lovgivning og anden fællesskabslovgivning. Kriterierne for at vurdere, om en kontrakt bør anses for at have de samme karakteristika som andre finansielle derivater og ikke at have et kommercielt formål, skal udelukkende anvendes til at bestemme, hvorvidt kontrakterne falder ind under punkt 7 eller punkt 10 i afsnit C i bilag I til direktiv 2004/39/EF.

(25) En derivataftale bør anses for at vedrøre en råvare eller en anden faktor, hvis der foreligger en direkte forbindelse mellem denne kontrakt og den relevante underliggende råvare eller faktor. En derivataftale vedrørende prisen på en råvare bør derfor betragtes som en derivataftale vedrørende råvaren, mens en derivataftale vedrørende transportomkostningerne i forbindelse med råvaren ikke bør betragtes som en derivataftale vedrørende råvaren. Et derivat i forbindelse med et råvaderivat, f.eks. en option på en future vedrørende råvarer (et derivat i relation til et derivat), udgør en indirekte investering i råvarer og bør derfor stadig betragtes som et råvaderivat, for så vidt angår direktiv 2004/39/EF.

(26) Begrebet råvarer bør ikke omfatte tjenesteydelser eller andre genstande, der ikke er varer, f.eks. valuta eller rettigheder til fast ejendom, eller som er fuldt ud immaterielle.

(27) Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg, der blev oprettet ved Kommissionens afgørelse 2001/527/EF [4], er blevet hørt med henblik på teknisk rådgivning.

(28) De foranstaltninger, der fastsættes i denne forordning, er i overensstemmelse med udtalelse fra Det Europæiske Værdipapirudvalg —

UDSTEDT FØLGENDE FORORDNING:

KAPITEL I

GENERELT

Artikel 1

Formål og anvendelsesområde

1. I denne forordning fastsættes detaljerede bestemmelser for gennemførelsen af artikel 4, stk. 1, nr. 2), artikel 4, stk. 1, nr. 7), artikel 13, stk. 6 og artikel 25, 27, 28, 29, 30, 40, 44, 45, 56 og 58 i direktiv 2004/39/EF.

2. Artikel 7 og 8 finder anvendelse på administrationsselskaber i overensstemmelse med artikel 5, stk. 4, i Rådets direktiv 85/611/EØF.

Artikel 2

Definitioner

I denne forordning forstås ved:

1) "råvare": alle ombyttelige varer, der kan leveres, herunder metaller og deres malm og legeringer, landbrugsprodukter og energi såsom elektricitet

2) "udsteder": et foretagende, der udsteder værdipapirer og eventuelt andre finansielle instrumenter

3) "fællesskabsudsteder": en udsteder, der har sit vedtægtsmæssige hjemsted i Fællesskabet

4) "tredjelandsudsteder": en udsteder, der ikke er en fællesskabsudsteder

5) "almindelig åbningstid" for et handelssystem eller et investeringsselskab: det tidsrum, som handelssystemet eller investeringsselskabet på forhånd har fastsat og offentliggør som sine handelstimer

6) "porteføljehandel": en transaktion i mere end et værdipapir, når værdipapirerne er samlet og handles som et enkelt parti mod en specifik referencepris

7) "relevant kompetent myndighed" for et finansielt instrument: den kompetente myndighed for det mest relevante marked målt i likviditet for det pågældende instrument

8) "handelssystem": et reguleret marked, en MHF eller et selskab, som systematisk internaliserer — i sidstnævnte tilfælde, som handler i denne egenskab — og i givet fald et system uden for Fællesskabet med tilsvarende funktioner som et reguleret marked eller en MHF

9) "omsætning" i forbindelse med et finansielt instrument: summen af resultatet af instrumentets antal andele, der udveksles mellem købere og sælgere i et fastsat tidsrum, efter at der er udført transaktioner i handelssystemet eller på anden vis, multipliceret med enhedsprisen for hver af sådanne transaktioner

10) "værdipapirfinansieringstransaktion": ud- eller indlån af aktier eller andre finansielle instrumenter, genkøbs- eller omvendte genkøbsforretninger eller buy/sell-back-forretninger eller sell/buy-back-forretninger.

Artikel 3

Transaktioner i forbindelse med en individuel aktie i en porteføljehandel og volumenvægtede transaktioner til gennemsnitspris

1. En transaktion i forbindelse med en individuel aktie i en porteføljehandel betragtes med henblik på artikel 18, stk. 1, litra b), nr. ii), som en transaktion, der udføres på andre betingelser end den gældende markedskurs.

Med henblik på artikel 27, stk. 1, litra b), anses den også som en transaktion, hvor udvekslingen af aktier bestemmes af andre faktorer end den gældende markedsvurdering af aktien.

2. En volumenvægtet transaktion til gennemsnitspris betragtes med henblik på artikel 18, stk. 1, litra b), nr. ii), som en transaktion, der udføres på andre betingelser end den gældende markedskurs, og med henblik på artikel 25 som en ordre, der udføres på andre betingelser end den gældende markedskurs.

Med henblik på artikel 27, stk. 1, litra b), anses den også som en transaktion, hvor udvekslingen af aktier bestemmes af andre faktorer end den gældende markedsvurdering af aktien.

Artikel 4

Henvisninger til handelsdag

1. En henvisning til en handelsdag i forbindelse med et handelssystem eller efterhandelsoplysninger, der skal offentliggøres i henhold til artikel 30 eller 45 i direktiv 2004/39/EF i forbindelse med en aktie, udgør en henvisning til en hvilken som helst dag, hvor handelssystemet er åbent for handel.

En henvisning til en handelsdags åbning udgør en henvisning til, hvornår handelssystemets almindelige åbningstid begynder.

En henvisning til middag på en handelsdag udgør en henvisning til middag i den tidszone, hvori handelssystemet befinder sig.

En henvisning til afslutningen af en handelsdag udgør en henvisning til, hvornår dets almindelige åbningstid slutter.

2. En henvisning til en handelsdag i forbindelse med det mest relevante marked målt i en akties likviditet eller efterhandelsoplysninger, der skal offentliggøres i henhold til artikel 28 i direktiv 2004/39/EF i forbindelse med en aktie, udgør en henvisning til en hvilken som helst normal handelsdag for handelssystemer på det pågældende marked.

En henvisning til en handelsdags åbning udgør en henvisning til, hvornår den normale handel med den pågældende aktie tidligst begynder i handelssystemer på det pågældende marked.

En henvisning til middag på en handelsdag udgør en henvisning til middag i den tidszone, hvor det pågældende marked befinder sig.

En henvisning til afslutningen af en handelsdag udgør en henvisning til, hvornår den normale handel med den pågældende aktie senest afsluttes i handelssystemer på det pågældende marked.

3. En henvisning til en handelsdag i relation til en spotkontrakt i betydningen i artikel 38, stk. 2, udgør en henvisning til enhver normal handelsdag for den pågældende kontrakt i handelssystemer.

Artikel 5

Henvisninger til transaktion

I denne forordning forstås ved en henvisning til en transaktion en henvisning udelukkende til køb og salg af et finansielt instrument. Med henblik på denne forordning bortset fra kapitel II omfatter køb og salg af et finansielt instrument ikke følgende:

- a) værdipapirfinansieringstransaktioner
- b) udnyttelse af optioner eller covered warrants
- c) primærmarkedstransaktioner (såsom udstedelse, tildeling eller tegning) i finansielle instrumenter, der er omfattet af artikel 4, stk. 1, nr. 18), litra a) og b), i direktiv 2004/39/EF.

Artikel 6

Første optagelse til handel af en aktie på et reguleret marked

Med henblik på denne forordning anses den første optagelse til handel af en aktie på et reguleret marked, jf. artikel 40 i direktiv 2004/39/EF, for at finde sted på det tidspunkt, hvor en af følgende betingelser er opfyldt:

- a) Aktien har ikke tidligere været optaget til handel på et reguleret marked.
- b) Aktien er tidligere blevet optaget til handel på et reguleret marked, men den er fjernet fra handelen fra hvert af de regulerede markeder, hvor den har været optaget til handel.

KAPITEL II

REGISTRERING AF KUNDEORDRER OG TRANSAKTIONER

Artikel 7

(Artikel 13, stk. 6, i direktiv 2004/39/EF) Registrering af kundeordrer og handelsbeslutninger

Et investeringsselskab registrerer i forbindelse med alle ordrer fra en kunde og i forbindelse med alle handelsbeslutninger, der træffes i forbindelse med porteføljepleje, straks følgende oplysninger, for så vidt som de finder anvendelse på den pågældende ordre eller handelsbeslutning:

- a) navnet på eller anden betegnelse for kunden
- b) navnet på eller anden betegnelse for enhver relevant person, der handler på kundens vegne
- c) de oplysninger, der er specificeret i punkt 4 og 6 samt i punkt 16-19 i tabel 1 i bilag I
- d) ordrens art, hvis der ikke er tale om køb eller salg
- e) ordretypen
- f) eventuelle andre oplysninger, betingelser og særlige instrukser fra kunden, som angiver, hvordan ordren skal udføres

g) dato og nøjagtigt tidspunkt for investeringsselskabets modtagelse af ordren eller handelsbeslutning.

Artikel 8

(Artikel 13, stk. 6, i direktiv 2004/39/EF) Registrering af transaktioner

1. Straks efter udførelsen af en kundeordre eller, når der er tale om investeringsselskaber, som formidler ordrer til en anden person til udførelse, straks efter modtagelsen af bekræftelse af, at en ordre er blevet udført, registrerer investeringsselskaber følgende oplysninger om den pågældende transaktion:

- a) navnet på eller anden betegnelse for kunden
- b) de oplysninger, der er specificeret i punkt 2, 3, 4 og 6 samt i punkt 16-21 i tabel 1 i bilag I
- c) den samlede pris, som er produktet af enhedsprisen og kvantiteten
- d) ordrens art, hvis der ikke er tale om køb eller salg
- e) den fysiske person, der udførte transaktionen, eller som er ansvarlig for dens udførelse.

2. Hvis et investeringsselskab formidler en ordre til en anden person til udførelse, registrerer investeringsselskabet straks følgende oplysninger, når ordren er formidlet:

- a) navnet på eller anden betegnelse for den kunde, hvis ordre er blevet formidlet
- b) navnet på eller anden betegnelse for den person, som ordren er formidlet til
- c) vilkår for den formidlede ordre
- d) dato og nøjagtigt tidspunkt for formidling.

KAPITEL III

INDBERETNING AF TRANSAKTIONER

Artikel 9

(Artikel 25, stk. 3, andet afsnit, i direktiv 2004/39/EF) Bestemmelse af det mest relevante marked målt i likviditet

1. Det mest relevante marked målt i likviditet for et finansielt instrument, der er optaget til handel på et reguleret marked, i det følgende benævnt "det mest relevante marked", bestemmes i overensstemmelse med stk. 2-8.

2. For så vidt angår en aktie eller et tilsvarende værdipapir omfattet af artikel 4, stk. 1, nr. 18), litra a), i direktiv 2004/39/EF eller en andel i et institut for kollektiv investering, er det mest relevante marked den medlemsstat, hvor aktien eller andelen først blev optaget til handel på et reguleret marked.

3. For så vidt angår en obligation eller et tilsvarende værdipapir omfattet af artikel 4, stk. 1, nr. 18), litra b), i direktiv 2004/39/EF eller et pengemarkedsinstrument, der for begges vedkommende er udstedt af et datterselskab i betydningen i Rådets syvende direktiv 83/349/EF af 13. juni 1983 om konsoliderede regnskaber [5] til et foretagende, der har sit vedtægtsmæssige hjemsted i en medlemsstat, er det mest relevante marked den medlemsstat, hvor moderselskabets vedtægtsmæssige hjemsted er beliggende.

4. For så vidt angår en obligation eller et tilsvarende værdipapir omfattet af artikel 4, stk. 1, nr. 18), litra b), i direktiv 2004/39/EF eller et pengemarkedsinstrument, der for begges vedkommende er udstedt af en fællesskabsudsteder, og som ikke er omfattet af denne artikels stk. 3, er det mest relevante marked den medlemsstat, hvor udstederens vedtægtsmæssige hjemsted er beliggende.

5. For så vidt angår en obligation eller et tilsvarende værdipapir omfattet af artikel 4, stk. 1, nr. 18), litra b), i direktiv 2004/39/EF eller et pengemarkedsinstrument, der for begges vedkommende er udstedt af en tredjelandssudsteder, og som ikke er omfattet af denne artikels stk. 3, er det mest relevante marked den medlemsstat, hvor værdipapiret først blev optaget til handel på et reguleret marked.

6. For så vidt angår en derivataftale eller en finansiell differencekontrakt eller et værdipapir omfattet af artikel 4, stk. 1, nr. 18), litra c), i direktiv 2004/39/EF, er det mest relevante marked:

a) når det underliggende værdipapir er en aktie eller et tilsvarende værdipapir omfattet af artikel 4, stk. 1, nr. 18), litra a), i direktiv 2004/39/EF, der er optaget til handel på et reguleret marked, den medlemsstat, som anses for at være det mest relevante marked målt i likviditet for det underliggende værdipapir i overensstemmelse med stk. 2

b) når det underliggende værdipapir er en obligation eller et tilsvarende værdipapir omfattet af artikel 4, stk. 1, nr. 18), litra b), i direktiv 2004/39/EF eller et pengemarkedsinstrument, der er optaget til handel på et reguleret marked, den medlemsstat, som anses for at være det mest relevante marked målt i likviditet for det underliggende værdipapir i overensstemmelse med stk. 3, 4 eller 5

c) når det underliggende aktiv er et indeks sammensat af aktier, som alle handles på et særligt reguleret marked, den medlemsstat, hvor dette regulerede marked er beliggende.

7. I de tilfælde, der ikke er omfattet af stk. 2-6, er det mest relevante marked den medlemsstat, hvor det regulerede marked, der først optog værdipapiret eller derivataftalen eller den finansielle differencekontrakt til handel, er beliggende.

8. Når et finansielt instrument omfattet af stk. 2, 5 eller 7 eller det underliggende finansielle instrument til et finansielt instrument omfattet af stk. 6, som enten stk. 2, 5 eller 7 er relevant for, først blev optaget til handel på mere end ét reguleret marked samtidig, og alle disse regulerede markeder er beliggende i samme hjemland, er det den medlemsstat, der er det mest relevante marked.

Når de pågældende regulerede markeder ikke har samme hjemland, er det mest relevante marked målt i likviditet for det pågældende instrument det marked, hvor omsætningen med instrumentet er størst.

Med henblik på at bestemme det mest relevante marked, hvor omsætningen med instrumentet er størst, beregner hver kompetent myndighed, der har meddelt et af de pågældende regulerede markeder tilladelse, omsætningen for det instrument på det respektive marked det foregående kalenderår, forudsat at instrumentet blev optaget til handel i begyndelsen af det pågældende år.

Hvis omsætningen for det relevante finansielle instrument ikke kan beregnes på grund af utilstrækkelige eller ikke-eksisterende data, og udstederen har sit vedtægtsmæssige hjemsted i en medlemsstat, er det mest relevante marked markedet i den medlemsstat, hvor udstederens vedtægtsmæssige hjemsted er beliggende.

Hvis udstederen imidlertid ikke har sit vedtægtsmæssige hjemsted i en medlemsstat, er det mest relevante marked for det pågældende instrument det marked, hvor omsætningen med den relevante instrumentklasse er størst. Med henblik på at fastsætte det marked beregner hver kompetent myndighed, der har meddelt et af de pågældende markeder tilladelse, omsætningen for instrumenter i samme klasse på dets respektive marked det foregående kalenderår.

De relevante klasser af finansielle instrumenter er som følger:

a) aktier

b) obligationer eller andre gældsinstrumenter

c) alle andre finansielle instrumenter.

Artikel 10

(Artikel 25, stk. 3, andet afsnit, i direktiv 2004/39/EF) Alternativ bestemmelse af det mest relevante marked målt i likviditet

1. En kompetent myndighed kan hvert år i januar meddele den relevante myndighed for et særligt finansielt instrument, at den agter at anfægte bestemmelsen i henhold til artikel 9 af det mest relevante marked for det pågældende instrument.
2. Inden fire uger efter fremsendelsen af meddelelsen beregner begge myndigheder omsætningen for det pågældende finansielle instrument på de respektive markeder det foregående kalenderår.

Hvis resultaterne af denne beregning viser, at omsætningen er størst på den anfægtende medlemsstats marked, er dette marked det mest relevante marked for det pågældende finansielle instrument. Hvis dette finansielle instrument er af en type, der er anført i artikel 9, stk. 6, litra a) eller b), er dette marked også det mest relevante marked for enhver derivataftale eller finansiell differencekontrakt eller ethvert værdipapir, som er omfattet af artikel 4, stk. 1, nr. 18), litra c), i direktiv 2004/39/EF, og for hvilken eller hvilket dette finansielle instrument er det underliggende aktiv.

Artikel 11

(Artikel 25, stk. 3, i direktiv 2004/39/EF) Liste over finansielle instrumenter

Den relevante kompetente myndighed for et eller flere finansielle instrumenter sørger for, at der udarbejdes og til enhver tid føres en ajourført liste over disse finansielle instrumenter. Listen stilles til rådighed for den kompetente myndighed, som hver medlemsstat har udpeget til kontaktpunkt i overensstemmelse med artikel 56 i direktiv 2004/39/EF. Denne liste stilles til rådighed for første gang på den første handelsdag i juni 2007.

For at bistå de kompetente myndigheder med at opfylde bestemmelserne i første afsnit indgiver hvert reguleret marked identificerende referencedata om hvert enkelt finansielt instrument, der er optaget til handel, i et elektronisk og standardiseret format til sin kompetente myndighed i hjemlandet. Disse oplysninger skal indgives for hvert finansielt instrument, inden der påbegyndes handel med det pågældende instrument. Den kompetente myndighed i hjemlandet sørger for, at dataene videregives til den relevante kompetente myndighed for det pågældende finansielle instrument. Referencedataene ajourføres, når der sker ændringer med dataene vedrørende et instrument. Kravene i dette afsnit kan bortfalde, hvis den relevante kompetente myndighed for det pågældende finansielle instrument indhenter de relevante referencedata på anden vis.

Artikel 12

(Artikel 25, stk. 5, i direktiv 2004/39/EF) Indberetningskanaler

1. Rapporterne om transaktioner i finansielle instrumenter indberettes i elektronisk form undtagen under ekstraordinære omstændigheder, hvor de kan indberettes på et andet medium, som muliggør lagring af oplysningerne på en måde, der giver de kompetente myndigheder adgang til dem til fremtidig brug, end et elektronisk, og de metoder, hvorved der indberettes, opfylder følgende betingelser:

- a) de garanterer de indberettede datas sikkerhed og fortrolighed
- b) de omfatter mekanismer til identificering og korrektion af fejl i en transaktionsrapport
- c) de omfatter mekanismer til autentifikation af kilden til transaktionsrapporten

d) de omfatter passende sikkerhedsforanstaltninger, sådan at indberetningen kan genoptages snarest i tilfælde af systemsvigt

e) de muliggør indberetning af de oplysninger, der kræves efter artikel 13 i det format, som den kompetente myndighed kræver, og i overensstemmelse med dette stykke inden for den frist, der er fastsat i artikel 25, stk. 3, i direktiv 2004/39/EF.

2. Den kompetente myndighed godkender et match- eller rapporteringssystem med henblik på artikel 25, stk. 5, i direktiv 2004/39/EF, hvis dette systems ordninger for indberetning af transaktioner opfylder betingelserne i stk. 1 i denne artikel og overvåges af en kompetent myndighed for at sikre, at de løbende opfylder betingelserne.

Artikel 13

(Artikel 25, stk. 3 og 5, i direktiv 2004/39/EF) Transaktionsrapportens indhold

1. De transaktionsrapporter, der er omhandlet i artikel 25, stk. 3 og 5, i direktiv 2004/39/EF, indeholder de oplysninger, der er specificeret i tabel 1 i bilag I til denne forordning, som er relevante for den pågældende type finansielle instrumenter, og som den kompetente myndighed efter egen erklæring ikke allerede er i besiddelse af eller ikke har adgang til på anden vis.

2. Med henblik på identificering af en modpart til transaktionen, som er et reguleret marked, en MHF eller en anden central modpart som specificeret i tabel 1 i bilag I, fremlægger hver kompetent myndighed en liste over identifikationskoder for de regulerede markeder og MHF'er, for hvilke den i hvert tilfælde er den kompetente myndighed i hjemlandet, og alle andre foretagender, der handler som centrale modparter for sådanne regulerede markeder og MHF'er.

3. Medlemsstaterne kan kræve, at de rapporter, der udarbejdes i overensstemmelse med artikel 25, stk. 3 og 5, i direktiv 2004/39/EF, indeholder oplysninger vedrørende de pågældende transaktioner, som supplerer dem, der er specificeret i tabel 1 i bilag I, hvis disse oplysninger er nødvendige for, at den kompetente myndighed kan kontrollere investeringsselskabernes aktiviteter og sikre, at de handler ærligt, redeligt og professionelt på en måde, der fremmer markedets integritet, og forudsat at følgende betingelser opfyldes:

a) Det finansielle instrument, som rapporten omhandler, har karakteristika, der er specifikke for et instrument af den type, og som ikke dækkes af oplysningerne i den pågældende tabel.

b) Handelsmetoderne, der er specifikke for det handelssystem, hvor transaktionen fandt sted, har egenskaber, som ikke dækkes af oplysningerne i den pågældende tabel.

4. Medlemsstaterne kan også kræve en rapport over en transaktion udarbejdet i overensstemmelse med artikel 25, stk. 3 og 5, i direktiv 2004/39/EF for at identificere de kunder, på hvis vegne investeringsselskabet har udført transaktionen.

Artikel 14

(Artikel 25, stk. 3 og 5, i direktiv 2004/39/EF) Udveksling af oplysninger om transaktioner

1. De kompetente myndigheder indfører ordninger, der skal sikre, at de oplysninger, der modtages i overensstemmelse med artikel 25, stk. 3 og 5, i direktiv 2004/39/EF, stilles til rådighed for:

a) den relevante kompetente myndighed for det pågældende finansielle instrument

b) når der er tale om filialer, den kompetente myndighed, der har meddelt tilladelse til det investeringsselskab, der giver oplysningerne, uden at dette berører myndighedens ret til ikke at modtage oplysningerne i overensstemmelse med artikel 25, stk. 6, i direktiv 2004/39/EF

c) enhver anden kompetent myndighed, der anmoder om oplysningerne for at kunne udøve sine tilsynsforpligtelser efter artikel 25, stk. 1, i direktiv 2004/39/EF.

2. De oplysninger, der skal stilles til rådighed i overensstemmelse med stk. 1, omfatter de oplysninger, der er beskrevet i tabel 1 og 2 i bilag I.

3. De oplysninger, der er omhandlet i stk. 1, stilles til rådighed så hurtigt som muligt.

Med virkning fra den 1. november 2008 stilles de pågældende oplysninger til rådighed senest ved afslutningen af den næste arbejdsdag for den kompetente myndighed, som modtog oplysningerne eller anmodningen, efter den dag, hvor den kompetente myndighed modtog de pågældende oplysninger eller den pågældende anmodning.

4. De kompetente myndigheder koordinerer følgende:

a) udformning og indførelse af ordninger for udveksling af oplysninger om transaktioner mellem de kompetente myndigheder som krævet ved direktiv 2004/39/EF og denne forordning

b) eventuelle fremtidige ajourføringer af ordningerne.

5. De kompetente myndigheder rapporterer inden den 1. februar 2007 til Kommissionen, der informerer Det Europæiske Værdipapirudvalg, om udformningen af de ordninger, der skal indføres i henhold til stk. 1.

De rapporterer desuden til Kommissionen, som informerer Det Europæiske Værdipapirudvalg, når der foreslås væsentlige ændringer af disse ordninger.

Artikel 15

(Artikel 58, stk. 1, i direktiv 2004/39/EF) Anmodning om samarbejde og udveksling af oplysninger

1. Hvis en kompetent myndighed ønsker at anmode en anden kompetent myndighed om at fremlægge eller udveksle oplysninger i overensstemmelse med artikel 58, stk. 1, i direktiv 2004/39/EF, fremsætter den en skriftlig anmodning til sidstnævnte kompetente myndighed, der er tilstrækkelig detaljeret til, at denne kan give de ønskede oplysninger.

I hastetilfælde kan en anmodning dog fremsættes mundtligt på betingelse af, at den bekræftes skriftligt.

Den kompetente myndighed, der modtager en anmodning, bekræfter modtagelsen heraf så hurtigt, som det er praktisk muligt.

2. Hvis de oplysninger, der ønskes i medfør af stk. 1, er internt tilgængelige for den kompetente myndighed, der modtager anmodningen, skal denne myndighed straks videregive de ønskede oplysninger til den kompetente myndighed, der fremsatte anmodningen.

Hvis den kompetente myndighed, der modtager anmodningen, ikke ligger inde med eller har kontrol over de oplysninger, der er anmodet om, træffer den straks de nødvendige foranstaltninger til at fremskaffe disse oplysninger og efterkomme anmodningen fuldt ud. Den kompetente myndighed informerer desuden den kompetente myndighed, der fremsatte anmodningen, om årsagen til, at den ikke straks kunne sende de ønskede oplysninger.

Artikel 16

(Artikel 56, stk. 2, i direktiv 2004/39/EF) Bestemmelse af den væsentlige betydning af et reguleret markeds funktioner i et værtsland

Et reguleret markeds funktioner i et værtsland betragtes som af væsentlig betydning for værdipapirmarkedernes funktion og beskyttelsen af investorerne i det pågældende værtsland, når en af følgende betingelser opfyldes:

a) Værtslandet har tidligere været hjemland for det pågældende regulerede marked.

b) Det pågældende regulerede marked har via fusion, overtagelse eller en anden form for overførsel overtaget forretningerne på et reguleret marked, der havde sit vedtægtsmæssige hjemsted eller hovedkontor i værtslandet.

KAPITEL IV

MARKEDSGENNEMSIGTIGHED

AFDELING 1

Førhandelsgennemsigtighed for regulerede markeder og MHF'er

Artikel 17

(Artikel 29 og 44 i direktiv 2004/39/EF) Krav om gennemsigtighed før handelen

1. Et investeringsselskab eller en markedsoperatør, der driver en MHF, eller et reguleret marked offentliggør i forbindelse med hver enkelt aktie, der er optaget til handel på et reguleret marked, og som handles inden for et system drevet af selskabet eller operatøren og angivet i tabel 1 i bilag I, oplysningerne i stk. 2-6.

2. Hvis et af de foretagender, der er omhandlet i stk. 1, anvender et løbende auktionsordreboghandelssystem, offentliggør det for hver af de i stk. 1 omhandlede aktier løbende i sin almindelige åbningstid det samlede antal ordrer og det samlede antal aktier, ordrene repræsenterer, for hvert kursniveau for de fem bedste bud- og udbudsniveauer.

3. Hvis et af de foretagender, der er omhandlet i stk. 1, anvender et prisdrevet handelssystem, offentliggør det for hver af de i stk. 1 omhandlede aktier løbende i sin almindelige åbningstid de bedste bud- og udbudskurser fra hver prisstiller i den pågældende aktie sammen med den til kurserne knyttede mængde.

De prisstillelser, der offentliggøres, er dem, der repræsenterer bindende tilsagn om at købe og sælge aktier, og som angiver den kurs, hvortil de registrerede prisstillere er parat til at købe eller sælge, samt mængden af aktier.

Der kan under særlige markedsforhold i et begrænset tidsrum gives tilladelse til kun at angive vejledende priser eller envejspriser.

4. Hvis et af de foretagender, der er omhandlet i stk. 1, anvender et periodisk auktionssystem, offentliggør det for hver af de i stk. 1 omhandlede aktier løbende i sin almindelige åbningstid den kurs, der bedst opfylder systemets handelsalgoritme med angivelse af den mængde, der potentielt kan omsættes til den pågældende kurs af deltagerne i systemet.

5. Hvis et af de foretagender, der er omhandlet i stk. 1, anvender et handelssystem, som ikke er omfattet af stk. 2, 3 eller 4, enten fordi der er tale om et hybridssystem, der falder ind under flere end et af disse stykker, eller fordi kursfastsættelsesprocessen er af en anden art, opretholder det en standard for førhandelsgennemsigtighed, der sikrer, at der offentliggøres passende oplysninger om kursniveauet for ordrer eller prisstillelser for hver af de aktier, der er anført i stk. 1, samt niveauet for handelsinteressen i den pågældende aktie.

Særlig gælder det, at de fem bedste bud- og udbudsniveauer og/eller tovejspriser fra hver prisstiller i den pågældende aktie offentliggøres, hvis kursfastsættelsesmetodens karakteristika muliggør dette.

6. Tabel 1 i bilag II indeholder et resumé af de oplysninger, der skal offentliggøres i henhold til stk. 2-5.

Artikel 18

(Artikel 29, stk. 2, og artikel 44, stk. 2, i direktiv 2004/39/EF) Undtagelser på grundlag af markedsmodel og ordre- eller transaktionstype

1. De kompetente myndigheder kan i henhold til artikel 29, stk. 2, og artikel 44, stk. 2, i direktiv 2004/39/EF meddele undtagelser til systemer, der drives af en MHF eller et reguleret marked, hvis systemerne opfylder en af følgende betingelser:

a) De skal være baseret på en handelsmetode, hvorefter kursen fastsættes i overensstemmelse med en referencekurs, der genereres af et andet system, hvor denne referencekurs er bredt tilgængelig og af markedsdeltagere betragtes som en pålidelig referencekurs.

b) De formaliserer forhandlede transaktioner, der hver især opfylder en af nedenstående betingelser:

i) den foretages til eller inden for det gældende volumenvægtede spread, der vises i ordrebogen, eller prisstillernes prisstillelser på det regulerede marked eller en MHF, der fungerer inden for dette system, eller, hvis aktien ikke handles løbende, inden for en procentdel af en passende referencekurs, hvor procentdelen og referencekursen på forhånd fastsættes af systemoperatøren

ii) den er underlagt betingelser ud over den gældende markedskurs for aktien.

Med henblik på litra b) skal de øvrige betingelser i det regulerede markeds eller MHF'ens regler for denne transaktionstype under alle omstændigheder være opfyldt.

I tilfælde af systemer, der har en anden funktionalitet end de i litra a) eller b) beskrevne, finder undtagelsen ikke anvendelse på denne funktionalitet.

2. Der kan i henhold til artikel 29, stk. 2, og artikel 44, stk. 2, i direktiv 2004/39/EF kun meddeles undtagelser på grundlag af ordretype i forbindelse med ordrer, der opbevares i et ordrestyringssystem, der føres af det regulerede marked eller MHF'en, før de bliver lagt på markedet.

Artikel 19

(Artikel 29, stk. 2, og artikel 44, stk. 2, i direktiv 2004/39/EF) Henvisninger til forhandlede transaktioner

I artikel 18, stk. 1, litra b), forstås ved forhandlet transaktion en transaktion med medlemmer eller deltagere på et reguleret marked eller i en MHF, som forhandles privat, men udføres inden for det regulerede marked eller MHF'en, og hvorved medlemmet eller deltageren påtager sig en af følgende opgaver:

a) handler for egen regning med et andet medlem eller en anden deltager, der handler for en kundes regning

b) handler med et andet medlem eller en anden deltager, hvor begge parter udfører ordrer for egen regning

c) handler på vegne af både køber og sælger

d) handler på købers vegne, hvis et andet medlem eller en anden deltager handler for sælgers regning

e) handler for egen regning mod en kundeordre.

Artikel 20

(Artikel 29, stk. 2, artikel 44, stk. 2, og artikel 27, stk. 1, femte afsnit, i direktiv 2004/39/EF) Undtagelser ved større transaktioner

En ordre betragtes som større sammenlignet med den normale markedsstørrelse, hvis den svarer til eller er større end den minimumsstørrelse på ordrer, der er specificeret i tabel 2 i bilag II. For at bestemme, hvorvidt en ordre er større end den normale markedsstørrelse, klassificeres samtlige aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked, i overensstemmelse med deres gennemsnitlige daglige omsætning, som beregnes efter proceduren i artikel 33.

AFDELING 2

Førhandelsgennemsigthed for selskaber, der systematisk internaliserer

Artikel 21

(Artikel 4, stk. 1, nr. 7), i direktiv 2004/39/EF) Kriterier til bestemmelse af, om et investeringsselskab systematisk internaliserer

1. Et investeringsselskab, der handler for egen regning ved udførelse af kundeordrer uden for et reguleret marked eller en MHF, betragtes som et selskab, der systematisk internaliserer, hvis det opfylder følgende betingelser, der angiver, at det udfører denne aktivitet organiseret, hyppigt og systematisk:

a) Aktiviteten spiller en væsentlig kommerciel rolle for selskabet og udføres i overensstemmelse med faste regler og procedurer.

b) Aktiviteten udføres af personale eller ved hjælp af et automatiseret teknisk system, der specielt anvendes til dette formål, uanset om personalet eller systemet udelukkende anvendes til dette formål.

c) Aktiviteten står jævnlige og løbende til kundernes disposition.

2. Et investeringsselskab betragtes ikke længere som et selskab, der systematisk internaliserer i en eller flere aktier, hvis det ophører med at udføre den i stk. 1 nævnte aktivitet i disse aktier, forudsat at det på forhånd bekendtgør, at det agter at ophøre med denne aktivitet, idet det anvender de samme oplysningskanaler til bekendtgørelsen, som det anvender til at offentliggøre sine prisstillelser eller, hvor dette ikke er muligt, anvender en kanal, der i samme grad er tilgængelig for selskabets kunder og andre markedsdeltagere.

3. At handle for egen regning ved udførelsen af kundeordrer betragtes ikke som en aktivitet, der udføres organiseret, hyppigt og systematisk, hvis følgende betingelser er opfyldt:

a) Aktiviteten udføres på ad hoc-basis og uregelmæssigt på bilateralt basis med engrosmodparter som led i en forretningsrelation, der kendetegnes ved større handel end markedsstandarden.

b) Aktiviteten udføres uden for det system, som det pågældende selskab sædvanligvis anvender til forretninger, som det udfører i sin egenskab af et selskab, der systematisk internaliserer.

4. Den enkelte kompetente myndighed sikrer, at der til enhver tid føres og offentliggøres en liste over alle selskaber, der systematisk internaliserer i relation til aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked, og som den har meddelt tilladelse som investeringsselskaber.

Den sikrer, at listen er aktuel ved mindst én gang årligt at ajourføre den.

Listen stilles til rådighed for Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg. Den anses for at være offentliggjort, når den i overensstemmelse med artikel 34, stk. 5, er offentliggjort af Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg.

Artikel 22

(Artikel 27 i direktiv 2004/39/EF) Bestemmelse af likvide aktier

1. En aktie, der er optaget til handel på et reguleret marked, betragtes som en likvid aktie, hvis den handles dagligt med et frit omløb på ikke under 500 mio. EUR, og en af følgende betingelser er opfyldt:

a) Antallet af gennemsnitlige daglige transaktioner i aktien er på ikke under 500.

b) Den gennemsnitlige daglige omsætning i aktien er på ikke under 2 mio. EUR.

En medlemsstat kan dog i forbindelse med aktier, hvor den er det mest relevante marked, i en meddelelse specificere, at begge betingelser skal være opfyldt. Meddelelsen skal offentliggøres.

2. En medlemsstat kan specificere minimumsantallet af likvide aktier for den pågældende medlemsstat. Minimumsantallet er ikke over 5. Meddelelsen skal offentliggøres.

3. Hvis en medlemsstat i medfør af stk. 1 er det mest relevante marked for et mindre antal likvide aktier end minimumsantallet i stk. 2, kan den kompetente myndighed i den pågældende medlemsstat tilføje en eller flere supplerende likvide aktier, forudsat at det samlede antal aktier, der følgerig anses for at være likvide aktier, og hvor den pågældende medlemsstat er det mest relevante marked, ikke overstiger det af medlemsstaten specificerede minimumsantal.

Den kompetente myndighed tilføjer de supplerende likvide aktier i nedadgående rækkefølge i forhold til den gennemsnitlige daglige omsætning blandt aktier, som den er den relevante myndighed for, og som er optaget til handel på et reguleret marked og handles dagligt.

4. Med henblik på stk. 1, første afsnit, udelukkes ved beregningen af en akties frie omløb beholdninger på over 5 % af de samlede stemmerettigheder i udstederen, medmindre en sådan beholdning opbevares af et institut for kollektiv investering eller en pensionsfond.

Stemmerettighederne udregnes på grundlag af alle aktier med stemmeret, selv om udøvelsen af denne ret er suspenderet.

5. For så vidt angår artikel 27 i direktiv 2004/39/EF anses en aktie ikke for at have et likvidt marked før seks uger efter, at den første gang optages til handel på et reguleret marked, hvis det vurderes, at aktiens samlede markedsværdi, når handelen begynder den første dag efter optagelsen, i overensstemmelse med artikel 33, stk. 3, er på under 500 mio. EUR.

6. Den enkelte kompetente myndighed sikrer, at der til enhver tid føres og offentliggøres en liste over alle likvide aktier, som den er den relevante kompetente myndighed for.

Den sikrer, at listen er aktuel ved mindst én gang årligt at ajourføre den.

Listen stilles til rådighed for Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg. Den anses for at være offentliggjort, når den i overensstemmelse med artikel 34, stk. 5, er offentliggjort af Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg.

Artikel 23

(Artikel 27, stk. 1, fjerde afsnit, i direktiv 2004/39/EF) Normal markedsstørrelse

Ved bestemmelsen af normal markedsstørrelse for likvide aktier inddeles disse aktier i klasser efter den gennemsnitlige værdi af de ordrer, der udføres i henhold til tabel 3 i bilag II.

Artikel 24

(Artikel 27, stk. 1, i direktiv 2004/39/EF) Prisstillelser, der afspejler de gældende markedsforhold

Et selskab, som systematisk internaliserer, skal for hver aktie, som det systematisk internaliserer:

a) fastholde en eller flere prisstillelser, som kursmæssigt ligger tæt på sammenlignelige prisstillelser for den samme aktie i andre handelssystemer

b) føre en fortegnelse over stillede kurser, der mindst opbevares i 12 måneder eller længere alt efter, hvad det finder passende.

Forpligtelsen i litra b) pålægges med forbehold af investeringsselskabets pligt til i mindst fem år at stille de relevante data for alle udførte transaktioner til rådighed for den kompetente myndighed, jf. artikel 25, stk. 2, i direktiv 2004/39/EF.

Artikel 25

(Artikel 27, stk. 3, femte afsnit, og artikel 27, stk. 6, i direktiv 2004/39/EF) Udførelse af ordrer i selskaber, der systematisk internaliserer

1. For så vidt angår artikel 27, stk. 3, femte afsnit, i direktiv 2004/39/EF gælder det, at effektivering af flere værdipapirer betragtes som en del af én transaktion, hvis denne transaktion omfatter en porteføljehandel med 10 eller flere værdipapirer.

For så vidt angår samme artikel forstås ved en ordre, der er underlagt andre betingelser end den gældende markedskurs, enhver ordre, som ikke er en ordre om udførelse af en transaktion i aktier til den gældende markedskurs eller en limiteret ordre.

2. For så vidt angår artikel 27, stk. 6, i direktiv 2004/39/EF gælder det, at antallet eller omfanget af ordrer anses for at udgøre en betydelig overskridelse af normen, hvis et selskab, der systematisk internaliserer, ikke kan udføre disse ordrer uden at udsætte sig for en urimelig risiko.

For at kunne fastslå antallet og omfanget af ordrer, som det kan udføre uden at udsætte sig selv for en urimelig risiko, skal et selskab, der systematisk internaliserer, som led i sin risikostyringspolitik efter artikel 7 i Kommissionens direktiv 2006/73/EF [6] udforme og gennemføre en ikke-diskriminerende politik, hvor der tages højde for transaktionernes størrelse, den kapital, som selskabet kan disponere over for at dække risikoen ved denne type handel, og de gældende betingelser på det marked, hvor det opererer.

3. Hvis et investeringsselskab i overensstemmelse med artikel 27, stk. 6, i direktiv 2004/39/EF begrænser antallet eller størrelsen af ordrer, det påtager sig at udføre, nedskriver det, hvilke ordninger der skal sikre, at en sådan begrænsning ikke resulterer i diskriminerende behandling af kunder, og informerer kunder og potentielle kunder herom.

Artikel 26

(Artikel 27, stk. 3, fjerde afsnit, i direktiv 2004/39/EF) Detailstørrelse

For så vidt angår artikel 27, stk. 3, fjerde afsnit, i direktiv 2004/39/EF anses en ordre for at være af et omfang, der er større end omfanget af de ordrer, en detailkunde almindeligvis afgiver, hvis den overstiger 7500 EUR.

AFDELING 3

Efterhandelsgennemsigtighed for regulerede markeder, MHF'er og investeringsselskaber

Artikel 27

(Artikel 28, 30 og 45 i direktiv 2004/39/EF) Krav om gennemsigtighed efter handelen

1. Investeringsselskaber, regulerede markeder samt investeringsselskaber og markedsoperatører, der driver en MHF, offentliggør i relation til transaktioner i aktier, der er optaget til handel på regulerede markeder, for så vidt som transaktionerne indgås af dem eller, i tilfælde af regulerede markeder eller MHF'er, inden for deres systemer, følgende:

- a) de oplysninger, der er specificeret i punkt 2, 3, 6, 16, 17, 18 og 21 i tabel 1 i bilag I
- b) anførelse af, at der er tale om en transaktion, hvor udvekslingen af aktier bestemmes af andre faktorer end den gældende markedsvurdering af aktien, hvis det er relevant
- c) anførelse af, at der er tale om en forhandlet transaktion, hvis det er relevant
- d) eventuelle ændringer i tidligere offentliggjorte oplysninger.

Oplysningerne offentliggøres enten ved henvisning til hver transaktion eller i en form, der indeholder mængden og kursen på samtlige transaktioner i den samme aktie, der finder sted samtidig til samme kurs.

2. Et selskab, der systematisk internaliserer, har undtagelsesvis ret til at anvende forkortelsen "SI" i stedet for den identificering af handelssystem, der er omhandlet i stk. 1, litra a), i relation til en transaktion i en aktie, der udføres i selskabets egenskab af et selskab, der systematisk internaliserer i relation til den pågældende aktie.

Et selskab, der systematisk internaliserer, kan kun udøve denne ret, hvis det offentliggør samlede kvartalsoplysninger om transaktioner, det har udført i sin egenskab af et selskab, der systematisk internaliserer i forbindelse med den pågældende aktie, vedrørende det seneste kalenderkvartal eller del af et kalenderkvartal, i løbet af hvilket selskabet handlede som et selskab, der systematisk internaliserer i relation til denne aktie. Disse oplysninger skal stilles til rådighed senest en måned efter udløbet af hvert kalenderkvartal.

Det kan også udøve denne ret i perioden mellem den i artikel 41, stk. 2, specificerede dato eller den dato, hvor selskabet begynder systematisk at internalisere i relation til en aktie, hvis denne dato ligger senere, og så den dato, hvor de samlede kvartalsoplysninger i relation til en aktie først skal offentliggøres.

3. De samlede kvartalsoplysninger, der er omhandlet i stk. 2, andet afsnit, omfatter følgende oplysninger om aktien for hver handelsdag i det pågældende kalenderkvartal:

- a) højeste kurs
- b) laveste kurs
- c) den gennemsnitlige kurs
- d) samlet antal handlede aktier
- e) samlet antal transaktioner
- f) andre oplysninger, som selskaber, der systematisk internaliserer, beslutter at offentliggøre.

4. Hvis transaktionen udføres uden for reglerne for et reguleret marked eller en MHF, sørger et af følgende investeringsselskaber efter aftale mellem parterne for at offentliggøre oplysningerne:

- a) det investeringsselskab, der sælger den pågældende aktie
- b) det investeringsselskab, der handler på vegne af eller sørger for transaktionen for sælger
- c) det investeringsselskab, der handler på vegne af eller sørger for transaktionen for køber
- d) det investeringsselskab, der køber den pågældende aktie.

Hvis der ikke foreligger en sådan aftale, bestemmes det, hvilket investeringsselskab der skal offentliggøre oplysningerne, ved at gå fra litra a) til litra d), indtil der er et, der passer i det pågældende tilfælde.

Parterne tager alle rimelige skridt for at sikre, at transaktionen offentliggøres som en enkelt transaktion. Med henblik herpå betragtes to matchede handler, der indgås samtidig og til samme kurs med samme modpart, som en enkelt transaktion.

Artikel 28

(Artikel 28, 30 og 45 i direktiv 2004/39/EF) Forsinket offentliggørelse af større transaktioner

Det kan i et tidsrum, der ikke overstiger det tidsrum, der er specificeret i tabel 4 i bilag II, tillades at offentliggøre oplysninger vedrørende transaktioner forsinket for den pågældende aktie- og transaktionsklasse, hvis følgende kriterier er opfyldt:

- a) Transaktionen er mellem et investeringsselskab, der handler for egen regning, og en af dette selskabs kunder.
- b) Transaktionen er lig med eller overstiger den mindste relevante størrelse, jf. tabel 4 i bilag II.

For med henblik på litra b) at bestemme den mindste relevante størrelse klassificeres samtlige aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked, efter deres gennemsnitlige daglige omsætning, som beregnes i overensstemmelse med artikel 33.

AFDELING 4

Fælles bestemmelser om gennemsigtighed før og efter handel

Artikel 29

(Artikel 27, stk. 3, artikel 28, stk. 1, artikel 29, stk. 1, artikel 44, stk. 1, og artikel 45, stk. 1, i direktiv 2004/39/EF) Offentliggørelse af og adgang til oplysninger om gennemsigtighed før og efter handel

1. Et reguleret marked, en MHF eller et selskab, der systematisk internaliserer, anses for at have offentliggjort førhandelsoplysninger løbende i løbet af den almindelige åbningstid, hvis de offentliggøres, så snart de er til rådighed i løbet af den almindelige åbningstid for det regulerede marked, MHF'en eller selskabet, der systematisk internaliserer, og er til rådighed, indtil de ajourføres.

2. Før- og efterhandelsoplysninger vedrørende transaktioner, der gennemføres inden for handelssystemer i den almindelige åbningstid, offentliggøres så tæt på realtid som muligt. Efterhandelsoplysninger vedrørende sådanne transaktioner stilles under alle omstændigheder til rådighed senest tre minutter efter den relevante transaktion.

3. Oplysninger om en porteføljehandel offentliggøres så tæt på realtid som muligt for hver enkelt transaktion, idet der tages hensyn til behovet for at fastsætte kursen på bestemte aktier. Hver enkelt transaktion skal vurderes separat med henblik på at bestemme, om forsinket offentliggørelse vedrørende transaktionen kan ske i henhold til artikel 28.

4. Efterhandelsoplysninger om transaktioner, der foregår i et handelssystem, men uden for den almindelige åbningstid, offentliggøres, før den næste handelsdag begynder for det handelssystem, hvor transaktionen fandt sted.

5. Hvad angår transaktioner, der foretages uden for et handelssystem, offentliggøres efterhandelsoplysninger:

a) så tæt på realtid som muligt, hvis transaktionen finder sted i løbet af en handelsdag på det mest relevante marked for den pågældende aktie eller i investeringsselskabets almindelige åbningstid. Efterhandelsoplysninger vedrørende sådanne transaktioner stilles under alle omstændigheder til rådighed senest tre minutter efter den relevante transaktion

b) i tilfælde, der ikke er omfattet af litra a), umiddelbart ved begyndelsen af investeringsselskabets almindelige åbningstid eller senest før den næste handelsdag begynder på det mest relevante marked for den aktie.

Artikel 30

(Artikel 27, 28, 29, 30, 44 og 45 i direktiv 2004/39/EF) Offentlig adgang til før- og efterhandelsoplysninger

For så vidt angår direktivets artikel 27, 28, 29, 30, 44 og 45 i direktiv 2004/39/EF og denne forordning betragtes før- og efterhandelsoplysninger som offentliggjort eller tilgængelige for offentligheden, hvis de stilles til rådighed via en af følgende investorer i Fællesskabet:

a) faciliteterne på et reguleret marked eller en MHF

b) en tredjeparts faciliteter

c) ordninger for handler med egenbeholdninger.

Artikel 31

(Artikel 22, stk. 2, i direktiv 2004/39/EF) Oplysning om limiterede kundeordrer

Et investeringsselskab anses for at have oplyst om limiterede kundeordrer, der ikke umiddelbart kan udføres, hvis det videregiver en ordre til et reguleret marked eller en MHF, der anvender løbende auktionsordrebogshandelssystemer, eller sikrer, at ordren offentliggøres og let kan udføres, så snart markedsforholdene tillader det.

Artikel 32

(Artikel 22, stk. 2, og artikel 27, 28, 29, 30, 44 og 45 i direktiv 2004/39/EF) Ordninger for offentliggørelse af oplysninger

Ordninger for offentliggørelse af oplysninger, der er vedtaget med henblik på artikel 30 og 31, skal opfylde følgende betingelser:

- a) De skal omfatte alle nødvendige foranstaltninger for at sikre, at de oplysninger, der skal offentliggøres, er pålidelige, konstant kontrolleres for fejl og korrigeres, så snart der konstateres fejl.
- b) De skal lette konsolideringen af disse data med lignende data fra andre kilder.
- c) Oplysningerne skal stilles til rådighed for offentligheden på et ikke-diskriminerende kommercielt grundlag til en rimelig pris.

Artikel 33

(Artikel 27, 28, 29, 30, 44 og 45 i direktiv 2004/39/EF) Beregninger og skøn vedrørende aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked

1. For hver aktie, der er optaget til handel på et reguleret marked, sørger den relevante kompetente myndighed for denne aktie for, at der straks ved udgangen af hvert kalenderår foretages følgende udregninger for aktien:

- a) den gennemsnitlige daglige omsætning
- b) det gennemsnitlige daglige antal transaktioner
- c) for de aktier, der opfylder betingelserne i artikel 22, stk. 1, litra a) eller b) (afhængigt af, hvad der er relevant), det frie omløb pr. 31. december
- d) hvis aktien er en likvid aktie, den gennemsnitlige værdi af de udførte ordrer.

Dette stykke og stk. 2 finder ikke anvendelse på en aktie, som for første gang optages til handel på et reguleret marked fire uger eller derunder inden udgangen af kalenderåret.

2. Ved beregningen af den gennemsnitlige daglige omsætning, den gennemsnitlige værdi af de udførte ordrer og det gennemsnitlige daglige antal transaktioner skal der tages hensyn til de ordrer, der er udført i Fællesskabet i den pågældende aktie mellem den 1. januar og den 31. december i det foregående år eller i givet fald den del af året, hvor aktien var optaget til handel på et reguleret marked og ikke var suspenderet fra handelen på et reguleret marked.

Ved beregningen af den gennemsnitlige daglige omsætning, den gennemsnitlige værdi af de udførte ordrer og det gennemsnitlige daglige antal transaktioner i aktien medregnes ikke dage, der ikke er handelsdage i den kompetente myndigheds medlemsstat.

3. Før en aktie optages til handel på et reguleret marked for første gang, sikrer den relevante kompetente myndighed for den pågældende aktie, at der udarbejdes estimater for den pågældende aktie vedrørende den gennemsnitlige daglige omsætning, markedskapitaliseringen ved starten af første handelsdag og, hvis estimatet af markedskapitaliseringen er på 500 mio. EUR eller derover:

- a) det gennemsnitlige antal daglige transaktioner og, for de aktier, der opfylder betingelserne i artikel 22, stk. 1, litra a) eller b) (afhængigt af, hvad der gælder), det frie omløb
- b) for en aktie, der skønnes at være en likvid aktie, ordrenes gennemsnitlige værdi.

Estimaterne skal vedrøre den seksugersperiode, der følger efter optagelsen til handel, eller udgangen af denne periode afhængigt af, hvad der gælder, og skal tage hensyn til den eventuelle handelshistorik for disse aktier samt for aktier, der vurderes at have lignende karakteristika.

4. Efter optagelsen for første gang af en aktie til handel på et reguleret marked sikrer den relevante kompetente myndighed for den pågældende aktie, at de tal, der er omhandlet i litra a)-d) i stk. 1, beregnes ved brug af data fra de første fire ugers handler, som om en henvisning til litra c) i stk. 1 til 31. december var en henvisning til afslutningen på de første fire ugers handler, snarest mulig efter at disse data er til rådighed og under alle omstændigheder før udgangen af den periode på seks uger, der er nævnt i artikel 22, stk. 5.

5. I løbet af et kalenderår skal de relevante kompetente myndigheder revidere og om nødvendigt igen beregne den gennemsnitlige daglige omsætning, den gennemsnitlige værdi af de udførte ordrer, det gennemsnitlige antal daglige transaktioner og det frie omløb, når der sker ændringer i forbindelse med denne aktie eller dens udsteder, som i væsentlig grad påvirker de tidligere beregninger varigt.

6. De i stk. 1-5 nævnte beregninger, der skal offentliggøres på eller før den første handelsdag i marts 2009, foretages på grundlag af data fra det regulerede marked eller markeder i medlemsstaten, der udgør det mest relevante marked med hensyn til likviditet for den pågældende aktie. Med dette formål for øje udelukkes forhandlede transaktioner i betydningen i artikel 19 fra beregningerne.

Artikel 34

(Artikel 27, 28, 29, 30, 44 og 45 i direktiv 2004/39/EF) Offentliggørelse og virkning af resultaterne af de krævede beregninger og estimater

1. Hvert år på den første handelsdag i marts sørger den enkelte kompetente myndighed for hver aktie, som den er relevant kompetent myndighed for, og som var optaget til handel på et reguleret marked ved udgangen af det foregående kalenderår, for at offentliggøre:

- a) den gennemsnitlige daglige omsætning og det gennemsnitlige daglige antal transaktioner beregnet i henhold til artikel 33, stk. 1 og 2
- b) det frie omløb og den gennemsnitlige værdi af de udførte ordrer beregnet i henhold til artikel 33, stk. 1 og 2.

Dette stykke gælder ikke for aktier, som artikel 33, stk. 1, andet afsnit, finder anvendelse på.

2. Resultaterne af de estimater og beregninger, der kræves i medfør af artikel 33, stk. 3, 4 eller 5, offentliggøres så hurtigt som praktisk muligt, efter at beregningen eller estimatet er færdiggjort.

3. De i stk. 1 og 2 omhandlede oplysninger anses for offentliggjort, når de i overensstemmelse med stk. 5 er offentliggjort af Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg.

4. I denne forordning gælder følgende:

- a) Den klassificering, som er baseret på den i stk. 1 omhandlede offentliggørelse, gælder for ét år fra den 1. april efter offentliggørelsen indtil den 31. marts det efterfølgende år.
- b) Den klassificering, der er baseret på estimaterne i artikel 33, stk. 3, gælder fra den relevante første optagelse til handel indtil udgangen af den seksugersperiode, der er nævnt i artikel 22, stk. 5.
- c) Den klassificering, der er baseret på beregningerne i artikel 33, stk. 4, gælder fra udgangen af den seksugersperiode, der er nævnt i artikel 22, stk. 5, indtil:

i) hvis udgangen af seksugersperioden ligger mellem den 15. januar og den 31. marts (begge dage inklusive) i et givet år, den 31. marts det efterfølgende år

ii) i andre tilfælde, den efterfølgende 31. marts efter udgangen af denne periode.

Den klassificering, der er baseret på beregningerne i artikel 33, stk. 5, gælder imidlertid fra datoen for offentliggørelsen og, medmindre der efterfølgende foretages nye beregninger i henhold til artikel 33, stk. 5, indtil den 31. marts det efterfølgende år.

5. Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg offentliggør på grundlag af oplysninger, der er givet til det af eller på vegne af de kompetente myndigheder, på sin webside konsoliderede og regelmæssigt ajourførte lister over:

a) alle selskaber, der systematisk internaliserer i relation til en aktie, der er optaget til handel på et reguleret marked

b) alle aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked med angivelse af:

i) den gennemsnitlige daglige omsætning, det gennemsnitlige daglige antal transaktioner og, for de aktier, der opfylder betingelserne i artikel 22, stk. 1, litra a) eller b) (afhængigt af, hvad der gælder), det frie omløb

ii) hvis aktien er en likvid aktie, den gennemsnitlige værdi af de udførte ordrer og standardmarkedsstørrelsen for denne aktie

iii) hvis aktien er en likvid aktie, der er tilføjet som en supplerende likvid aktie i overensstemmelse med artikel 22 stk. 3, navnet på den kompetente myndighed, der tilføjede den, og

iv) den relevante kompetente myndighed.

6. Den enkelte kompetente myndighed sikrer den første offentliggørelse af de nærmere oplysninger, der er omhandlet i stk. 1, litra a) og b), på den første handelsdag i juli 2007 på grundlag af referenceperioden 1. april 2006- 31. marts 2007. Som en fravigelse af stk. 4 gælder klassifikationer baseret på denne offentliggørelse i en femmånedersperiode fra den 1. november 2007 til den 31. marts 2008.

KAPITEL V

FINANSIELLE INSTRUMENTERS OPTAGELSE TIL HANDEL

Artikel 35

(Artikel 40, stk. 1, i direktiv 2004/39/EF)Værdipapirer

1. Værdipapirer betragtes som frit omsættelige for så vidt angår artikel 40, stk. 1, i direktiv 2004/39/EF, hvis de kan handles mellem parterne i en transaktion og følgelig overføres uden begrænsninger, og hvis alle værdipapirer i samme klasse som det pågældende værdipapir kan ombyttes.

2. Værdipapirer, der er genstand for begrænsninger i omsætteligheden, betragtes ikke som frit omsættelige, medmindre denne restriktion ikke skønnes at forstyrre markedet.

3. Værdipapirer, der ikke er fuldt indbetalt, kan betragtes som frit omsættelige, hvis der er truffet foranstaltninger til at sikre, at der ikke er begrænsninger i deres omsættelighed, og at passende oplysninger om, at værdipapirerne ikke er fuldt indbetalt, og virkningerne heraf for aktionærerne er offentligt tilgængelige.

4. Et reguleret marked tager ved udøvelsen af sin skønsmæssige kompetence for at afgøre, om en aktie skal optages til handel eller ej, gennem en vurdering af, om aktien vil kunne handles på en redelig, velordnet og effektiv måde, hensyn til følgende:

a) spredningen af disse aktier i offentligheden

b) de historiske finansielle oplysninger, de oplysninger om udstederen og de oplysninger, der giver en forretningsoversigt, som kræves udarbejdet i medfør af direktiv 2003/71/EF, eller som er eller på anden måde bliver offentligt tilgængelige.

5. Et værdipapir, der er officielt noteret i overensstemmelse med Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/34/EF [7], og hvis notering ikke er suspenderet, anses for at være frit omsætteligt og kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måde.

6. Med henblik på artikel 40, stk. 1, i direktiv 2004/39/EF tager det regulerede marked ved vurderingen af, om et værdipapir som defineret i nævnte direktivs artikel 4, stk. 1, nr. 18), litra c), kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måde, afhængigt af det optagne værdipapirs karakter højde for, om følgende betingelser er opfyldt:

a) Vilkårene for værdipapiret er klare og utvetydige og giver mulighed for en sammenhæng mellem kursen på værdipapiret eller en anden værdifastsættelse af det underliggende aktiv.

b) Kursen på eller en anden værdifastsættelse af det underliggende aktiv er pålidelig og offentligt tilgængelig.

c) De offentligt tilgængelige oplysninger er tilstrækkelige til, at værdipapiret kan vurderes.

d) Ordningerne til bestemmelse af afregningskursen for værdipapiret sikrer, at denne kurs giver et passende billede af kursen på eller en anden værdifastsættelse af det underliggende aktiv.

e) Passende afregnings- og leveringsprocedurer for det underliggende værdipapir eller aktiv samt passende ordninger med henblik på at kunne finde relevante oplysninger om det underliggende værdipapir eller aktiv i de tilfælde, hvor der ved afregning af værdipapiret kræves eller gives mulighed for levering af et underliggende værdipapir eller aktiv i stedet for kontant afregning.

Artikel 36

(Artikel 40, stk. 1, i direktiv 2004/39/EF) Andele i institutter for kollektiv investering

1. Et reguleret marked sikrer ved optagelse til handel af andele i et institut for kollektiv investering, uanset om dette er oprettet i henhold til direktiv 85/611/EØF eller ej, at instituttet for kollektiv investering overholder eller har overholdt de krav om registrering, anmeldelse eller andre procedurer, som er en nødvendig forudsætning for markedsføring af andele i institutter for kollektiv investering inden for det regulerede markeds jurisdiktion.

2. Uanset direktiv 85/611/EØF og anden fællesskabsret eller national ret vedrørende institutter for kollektiv investering kan medlemsstaterne fastsætte bestemmelser om, at det ikke er en nødvendig forudsætning for at optage andele i et institut for kollektiv investering til handel på et reguleret marked, at kravene i stk. 1 overholdes.

3. Ved vurdering af, hvorvidt andele i et institut for kollektiv investering af den åbne type kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måde i overensstemmelse med artikel 40, stk. 1, i direktiv 2004/39/EF, tager det regulerede marked højde for følgende:

a) spredningen af disse andele i offentligheden

b) om der foreligger passende prisstillerordninger, eller om administrationsselskabet for ordningen sørger for hensigtsmæssige alternative ordninger for investorer, der ønsker at indløse deres andele

c) om andelenes værdi gøres tilstrækkelig gennemsigtig for investorerne gennem regelmæssig offentliggørelse af den indre værdi.

4. Ved vurdering af, hvorvidt andele i et institut for kollektiv investering af den lukkede type kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måde i overensstemmelse med artikel 40, stk. 1, i direktiv 2004/39/EF, tager det regulerede marked højde for følgende:

a) spredningen af disse andele i offentligheden

b) om andelenes værdi er tilstrækkelig gennemsigtig for investorerne gennem enten offentliggørelse af oplysninger om instituttets investeringsstrategi eller gennem regelmæssig offentliggørelse af den indre værdi.

Artikel 37

(Artikel 40, stk. 1 og 2, i direktiv 2004/39/EF) Derivater

1. Ved optagelsen af et finansielt instrument af den type, der er anført i punkt 4-10 i afsnit C i bilag I til direktiv 2004/39/EF, til handel, kontrollerer regulerede markeder, at følgende betingelser er opfyldt:

a) Vilkårene for den kontrakt, der er grundlaget for det finansielle instrument, skal være klare og utvetydige og give mulighed for en sammenhæng mellem kursen på det finansielle instrument og kursen på eller en anden værdifastsættelse af det underliggende aktiv.

b) Kursen på eller en anden værdifastsættelse af det underliggende aktiv skal være pålidelig og offentligt tilgængelig.

c) Der skal være tilstrækkelig med offentligt tilgængelige oplysninger, der er af en sådan art, at derivatet kan vurderes.

d) Ordningerne til bestemmelse af afregningskursen for kontrakten skal være af en sådan art, at de sikrer, at denne kurs giver et passende billede af kursen på eller en anden værdifastsættelse af det underliggende aktiv.

e) Hvis der ved afregning af derivatet kræves eller gives mulighed for levering af et underliggende værdipapir eller aktiv i stedet for kontant afregning, skal der træffes passende foranstaltninger til at sikre, at markedsdeltagerne kan finde relevante oplysninger om det underliggende værdipapir eller aktiv samt passende afregnings- og leveringsprocedurer for det underliggende værdipapir eller aktiv.

2. Hvis det pågældende finansielle instrument er af den type, der er anført i punkt 5, 6, 7 eller 10 i afsnit C i bilag I til direktiv 2004/39/EF, finder stk. 1, litra b), ikke anvendelse, hvis følgende betingelser er opfyldt:

a) Den kontrakt, der er grundlaget for det finansielle instrument, skal forventes at muliggøre, at markedet enten får kendskab til eller kan vurdere kursen på eller en anden værdifastsættelse af det underliggende aktiv, hvis denne kurs eller værdifastsættelse i øvrigt ikke er offentlig tilgængelig.

b) Det regulerede marked skal sikre, at der findes passende tilsynsordninger, der muliggør overvågning af handel med og afregning af sådanne finansielle instrumenter.

c) Det regulerede marked skal sikre, at afregning og levering, uanset om der er tale om fysisk levering eller kontant afregning, kan ske i overensstemmelse med kontraktvilkårene og -betingelserne for disse finansielle instrumenter.

KAPITEL VI

AFLEDTE FINANSIELLE INSTRUMENTER

Artikel 38

(Artikel 4, stk. 1, nr. 2), i direktiv 2004/39/EF) Andre afledte finansielle instrumenters karakteristika

1. For så vidt angår punkt 7 i afsnit C i bilag I i direktiv 2004/39/EF gælder det, at en kontrakt, der ikke er en spotkontrakt i betydningen i stk. 2 i denne artikel, og som ikke er omfattet af stk. 4, anses for at have samme karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter og ikke et kommercielt formål, hvis den opfylder følgende betingelser:

a) Den opfylder et af følgende kriterier:

i) Den handles via en handelsfacilitet i et tredjeland, der udfører samme funktion som et reguleret marked eller en MHF.

ii) Det er udtrykkeligt anført, at den skal handles på eller er omfattet af reglerne for et reguleret marked, en MHF eller en tilsvarende handelsfacilitet i et tredjeland.

iii) Det er udtrykkeligt anført, at den svarer til en kontrakt, der handles på et reguleret marked, en MHF eller via en tilsvarende handelsfacilitet i et tredjeland.

b) Den cleares af et clearinghouse eller et andet foretagende, der udfører samme funktioner som en central modpart, eller der er ordninger for betaling eller indførelse af en margin i forhold til kontrakten.

c) den er standardiseret, således at pris, mængde, leveringsdato eller andre vilkår bestemmes hovedsagelig under henvisning til kurser, der offentliggøres jævnligt, standardmængder eller standardleveringsdatoer.

2. I stk. 1 forstås ved spotkontrakt en kontrakt om salg af en råvare, et aktiv eller en rettighed, hvorefter levering skal ske inden for det længste af følgende tidsrum:

a) to handelsdage

b) det tidsrum, der generelt accepteres på markedet for råvaren, aktivet eller rettigheden som standardleveringstidsrum.

En kontrakt er imidlertid ikke en spotkontrakt, hvis der, uanset hvad der udtrykkeligt er fastsat heri, består en aftale mellem kontraktens parter om, at leveringen af den underliggende råvare, det underliggende aktiv eller den underliggende rettighed skal udsættes og ikke udføres inden for det tidsrum, der er omhandlet i første afsnit.

3. Med henblik på punkt 10 i afsnit C i bilag I i direktiv 2004/39/EF anses en derivataftale vedrørende den underliggende råvare, det underliggende aktiv eller den underliggende rettighed, der er omhandlet i nævnte afsnit eller i artikel 39, for at have samme karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, hvis en af følgende betingelser er opfyldt:

a) Kontrakten afregnes kontant eller kan afregnes kontant efter en eller flere parters valg, på anden måde end i tilfælde af misligholdelse eller andet, der fører til kontraktens ophævelse.

b) Kontrakten handles på et reguleret marked eller en MHF.

c) De i stk. 1 nævnte betingelser er opfyldt i forhold til kontrakten.

4. En kontrakt anses med henblik på punkt 7 i afsnit C i bilag I til direktiv 2004/39/EF for at have et kommercielt formål og med henblik på punkt 7 og 10 i afsnit C i nævnte bilag for ikke at have de samme karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, hvis den indgås med eller af en operatør eller forvalter af et energitransmissionsnet, en energibalancemekanisme eller et rørledningsnet, og det er nødvendigt på et givet tidspunkt at sikre en udligning af udbuddet af og efterspørgslen efter energi.

Artikel 39

(Artikel 4, stk. 1, nr. 2), i direktiv 2004/39/EF) Derivater i punkt 10 i afsnit C i bilag I til direktiv 2004/39/EF

Ud over de derivataftaler, der er omhandlet i punkt 10 i afsnit C i bilag I til direktiv 2004/39/EF, falder derivataftaler vedrørende det i litra a)-g) nævnte inden for direktivets afsnit C, hvis de kriterier, der er fastsat i afsnittet og i artikel 38, stk. 3, er opfyldt:

- a) telekommunikationsbåndbredde
- b) råvarelagringskapacitet
- c) sende- eller transportkapacitet, pr. kabel eller rørledning eller ad anden vej
- d) en tildeling, et tilgodehavende, en tilladelse, en rettighed eller et lignende aktiv, der står i direkte forbindelse med levering, distribution eller forbrug af energi fra vedvarende energikilder
- e) en geologisk, miljømæssig eller anden fysisk størrelse
- f) et andet ombytteligt aktiv eller rettighed, bortset fra retten til at modtage en tjenesteydelse, der kan overføres
- g) et indeks eller en måleenhed, der står i forbindelse med prisen eller værdien af eller transaktionsmængden for et aktiv, en rettighed, en tjeneste eller en forpligtelse.

KAPITEL VII

AFSLUTTENDE BESTEMMELSER

Artikel 40

Revurdering

1. Efter høring af Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg foretager Kommissionen mindst hvert andet år en revurdering af definitionen af "transaktion" i denne forordning, tabellerne i bilag II og kriterierne for bestemmelse af likvide aktier i artikel 22.
2. Efter høring af Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg foretager Kommissionen en revurdering af bestemmelserne i artikel 38 og 39 vedrørende kriterierne for bestemmelse af, hvilke instrumenter der skal anses for at have samme karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter eller for at være til kommercielle formål, eller som falder ind under punkt 10 i afsnit C i bilag I til direktiv 2004/39/EF, hvis de øvrige kriterier, der er fastsat i det afsnit i forbindelse hermed, er opfyldt.

Kommissionen rapporterer til Europa-Parlamentet og Rådet samtidig med, at den udarbejder sine rapporter i medfør af artikel 65, stk. 3, litra a) og d), i direktiv 2004/39/EF.

3. Kommissionen foretager senest to år efter datoen for anvendelse af denne forordning og efter høring af Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg en fornyet vurdering af tabel 4 i bilag II og aflægger rapport om resultatet af denne fornyede vurdering til Europa-Parlamentet og Rådet.

Artikel 41

Ikrafttræden

Denne forordning træder i kraft på tyvendedagen efter offentliggørelsen i Den Europæiske Unions Tidende.

Denne forordning finder anvendelse fra den 1. november 2007 undtagen artikel 11 og artikel 34, stk. 5 og 6, som finder anvendelse fra den 1. juni 2007.

Denne forordning er bindende i alle enkeltheder og gælder umiddelbart i hver medlemsstat.

Udfærdiget i Bruxelles, den 10. august 2006.

På Kommissionens vegne

Charlie McCreevy

Medlem af Kommissionen

- [1] EUT L 145 af 30.4.2004, s. 1. Ændret ved direktiv 2006/31/EF (EUT L 114 af 27.4.2006, s. 60).
[2] EUT L 345 af 31.12.2003, s. 64.
[3] EFT L 375 af 31.12.1985, s. 3. Senest ændret ved Europa- Parlamentets og Rådets direktiv 2005/1/EF (EUT L 79 af 24.3.2005, s. 9).
[4] EFT L 191 af 13.7.2001, s. 43.
[5] EFT L 193 af 18.7.1983, s. 1.
[6] Se side 26 i denne EUT.
[7] EFT L 184 af 6.7.2001, s. 1. Senest ændret ved 2005/1/EF.
-

BILAG I

Tabel 1

Liste over rubrikker med henblik på indberetning

Rubriknavn | Beskrivelse |

1. Identificering af det rapporterende selskab | En entydig kode til identificering af det selskab, der udførte transaktionen |
2. Handelsdag | Den handelsdag, hvor transaktionen blev udført |
3. Handelstidspunkt | Tidspunktet for transaktionens udførelse. Det skal angives i lokal tid for den kompetente myndighed, hvortil transaktionen vil blive rapporteret, samt det grundlag, hvorpå transaktionen blev rapporteret, udtrykt i koordineret verdenstid (UTC) +/- timer |
4. Købs-/salgsindikator | Viser, om transaktionen var et køb eller salg fra det rapporterende investeringsselskabs side eller, i tilfælde af en rapport til en kunde, fra kundens side |
5. Handelskapacitet | Angiver, om selskabet udførte transaktionen: for egen regning (enten i eget navn eller på en kundes vegne) for en kundes regning eller på en kundes vegne |
6. Identificering af instrumentet | Dette består i følgende: en entydig kode (hvis der findes en sådan), der fastsættes af den kompetente myndighed, hvortil rapporten fremsendes, med henblik på at identificere det finansielle instrument, der er genstand for transaktionen. Hvis det pågældende finansielle instrument ikke har en entydig identifikationskode, skal rapporten indeholde instrumentets navn og, hvis der er tale om en derivataftale, aftalens karakteristika. |
7. Instrumentets kodetype | Den kodetype, der anvendes til at rapportere instrumentet |
8. Identificering af det underliggende instrument | Instrumentidentificering for det værdipapir, der er det underliggende aktiv i en derivataftale, og for værdipapirer, der er omfattet af artikel 4, stk. 1, nr. 18), litra c), i direktiv 2004/39/EF |
9. Kodetype for identificering af det underliggende instrument | Den kodetype, der anvendes til at rapportere det underliggende instrument |
10. Instrumenttype | Den harmoniserede klassificering af det finansielle instrument, der er genstand for transaktionen. Beskrivelsen skal mindst vise, om instrumentet tilhører en af topkategorierne i en ensartet, internationalt anerkendt standard for klassificering af finansielle instrumenter |
11. Forfaldsdag | En obligations eller et andet gælds-instruments forfaldsdato eller en derivataftales exercise date/forfaldsdato |

12.Derivattype | Den harmoniserede beskrivelse af derivattypen skal ske i henhold til en af topkategorierne i en ensartet, internationalt anerkendt standard for klassificering af finansielle instrumenter |

13.Put/call | Specificering af, om en option eller ethvert andet finansielt instrument er en put- eller call-option |

14.Aftalekurs (strike price) | En options eller et andet finansielt instruments aftalekurs. |

15.Prismultiplikator | Antal andele af det pågældende finansielle instrument, der indgår i en handelspost, f.eks. antal derivater eller værdipapirer, som indgår i en aftale |

16.Enhedspris | Pris pr. værdipapir eller derivataftale eksklusiv provision og (hvis relevant) påløbne renter. Når der er tale om et gældsinstrument, kan prisen enten udtrykkes i en valuta eller som en procentsats |

17.Prisnotering | Den valuta, i hvilken prisen er angivet. Hvis prisen er udtrykt som en procentsats, skal den procentsats også angives, når der er tale om en obligation eller en anden form for gældsinstrument |

18.Kvantitet | Antallet af andele i de finansielle instrumenter, obligationers nominelle værdi eller antallet af derivataftaler, der indgår i transaktionen. |

19.Kvantitetsnotering | En angivelse af, om kvantiteten er antallet af andele i finansielle instrumenter, obligationers nominelle værdi eller antallet af derivataftaler |

20.Modpart | Identificering af modparten i transaktionen. Identificeringen består i: hvis modparten er et investeringsselskab, en entydig kode for selskabet, der fastsættes af den kompetente myndighed (hvis der findes en sådan), hvortil transaktionen er rapporteret hvis modparten er et reguleret marked eller en MHF eller et foretagende, der handler som central modpart, den entydige harmoniserede identifikationskode for det marked, den MHF eller det foretagende, der handler som central modpart, som specificeret i den liste, der er offentliggjort af den kompetente myndighed i det pågældende foretagendes hjemland i overensstemmelse med artikel 13, stk. 2 hvis modparten ikke er et investeringsselskab, et reguleret marked, en MHF eller et foretagende, der handler som central modpart, en identifikation som "kunde" hos det investeringsselskab, der udførte transaktionen |

21.Identificering af handelssystem | Identificering af det handelssystem, hvor transaktionen blev udført. Identificeringen består i: hvis der er tale om et handelssystem: dets entydige harmoniserede identifikationskode eller koden "OTC" |

22.Transaktionens referencenummer | Et entydigt identifikationsnummer, der leveres af investeringsselskabet eller en tredjepart, som rapporterer på dets vegne |

23.Annulleringsangivelse | Viser, om transaktionen blev annulleret |

Tabel 2

Yderligere oplysninger til brug for de kompetente myndigheder

Rubriknavn | Beskrivelse |

1.Identificering af det rapporterende selskab | Hvis en entydig kode, jf. tabel 1 i bilag I, ikke er tilstrækkelig til at identificere modparten, bør de kompetente myndigheder træffe passende foranstaltninger til at sikre identificering af modparten |

6.Identificering af instrumentet | Den entydige kode for det pågældende finansielle instrument, som alle kompetente myndigheder er blevet enige om |

20.Modpart | Hvis en entydig kode eller en entydig harmoniseret identifikationskode, jf. tabel 1 i bilag I, ikke er tilstrækkelig til at identificere modparten, bør de kompetente myndigheder træffe passende foranstaltninger til at sikre identificering af modparten |

BILAG II

Tabel 1

Oplysninger, der skal offentliggøres i henhold til artikel 17

System | Beskrivelse af systemet | Oversigt over oplysninger, der skal offentliggøres i henhold til artikel 17 |

Løbende auktionsordrebogshandelssystem | Et system, hvor der uden menneskelig indgriben anvendes en ordrebog og en handelsalgoritme til konstant at matche købsordrer med tilsvarende salgsordrer på grundlag af bedste kurs | Det samlede antal ordrer og det samlede antal aktier, de repræsenterer, på hvert kursniveau, som minimum for de fem bedste bud- og udbudsniveauer |

Prisdrevet handelssystem | Et system, hvor transaktioner udføres på grundlag af fast prisstillelse, der løbende stilles til rådighed for deltagerne, således at prisstillerne er nødt til at have prisstillelser af en størrelse, der svarer til medlemmers og deltageres behov for at handle i kommercielt omfang, og som samtidig tager hensyn til de risici, prisstillerne selv udsættes for | Det bedste bud og udbud efter kurs fra hver prisstiller i denne andel sammen med den til kurserne knyttede mængde |

Periodisk auktionshandelssystem | Et system, hvor ordrer matches på grundlag af en periodisk auktion og en handelsalgoritme uden menneskelig indgriben | Den kurs, hvor systemet bedst opfylder handelsalgoritmen og den mængde, der potentielt kan handles til den pågældende kurs |

Handelssystem, der ikke falder ind under de tre første definitioner | Et hybridsystem, der falder ind under to eller flere af de tre første definitioner, eller et system, hvor kursfastsættelsesprocessen er af en anden art end den, der gælder for de typer systemer, der falder ind under de tre første typer | Passende oplysninger for så vidt angår niveauet for ordrer eller prisstillelser og handelsinteressen; især de fem bedste bud- og udbudsniveauer og/eller tovejspriser fra hver prisstiller i den pågældende aktie, hvis kursfastsættelsesmetodens karakteristika muliggør dette |

Tabel 2

Større ordrer sammenlignet med den normale markedsstørrelse

(EUR) |

Klasse i form af gennemsnitlig daglig omsætning (GDO) | $GDO < 500000$ | $500000 \leq GDO < 1 \text{ mio.}$ | $1 \text{ mio.} \leq GDO < 25 \text{ mio.}$ | $25 \text{ mio.} \leq GDO < 50 \text{ mio.}$ | $GDO \geq 50 \text{ mio.}$ |

Mindstestørrelse for ordrer, der betragtes som store sammenlignet med den normale markedsstørrelse | 50000 | 100000 | 250000 | 400000 | 500000 |

Tabel 3

Normal markedsstørrelse

(EUR) |

Klasse i form af den gennemsnitlige værdi af transaktioner (GVT) | $GVT < 10000$ | $10000 \leq GVT < 20000$ | $20000 \leq GVT < 30000$ | $30000 \leq GVT < 40000$ | $40000 \leq GVT < 50000$ | $50000 \leq GVT < 70000$ | $70000 \leq GVT < 90000$ | Osv. |

Normal markedsstørrelse | 7500 | 15000 | 25000 | 35000 | 45000 | 60000 | 80000 | osv. |

Tabel 4

Tærskler for forsinket offentliggørelse og frister

Nedenstående tabel viser for hver tilladt frist for forsinket offentliggørelse og for hver aktieklasse i form af den gennemsnitlige daglige omsætning den mindste krævede transaktionsstørrelse for aktier af den type (GDO) for den pågældende frist for forsinket offentliggørelse.

| Aktieklasse i form af gennemsnitlig daglig omsætning (GDO) |

GDO < 100000 EUR | 100000 EUR ≤ GDO < 1 mio. EUR | 1 mio. EUR ≤ GDO < 50 mio. EUR | GDO ≥ 50 mio. EUR |

Den mindste krævede transaktionsstørrelse for fristen for forsinket offentliggørelse |

Tilladt frist for forsinket offentliggørelse | 60 minutter | 10000 EUR | Højeste af 5 % af GDO eller 25000 EUR | Laveste af 10 % af GDO eller 3,5 mio. EUR | Laveste af 10 % af GDO eller 7,5 mio. EUR |

180 minutter | 25000 EUR | Højeste af 15 % af GDO eller 75000 EUR | Laveste af 15 % af GDO eller 5 mio. EUR | Laveste af 20 % af GDO eller 15 mio. EUR |

Til udgangen af handelsdagen (eller indtil den efterfølgende middag, hvis handelen gennemføres i handelsdagens sidste to timer) | 45000 EUR | Højeste af 25 % af GDO eller 100000 EUR | Laveste af 25 % af GDO eller 10 mio. EUR | Laveste af 30 % af GDO eller 30 mio. EUR |

Til udgangen af den næste handelsdag efter handelen | 60000 EUR | Højeste af 50 % af GDO eller 100000 EUR | Højeste af 50 % af GDO eller 1000000 EUR | 100 % af GDO |

Til udgangen af den anden handelsdag efter handelen | 80000 EUR | 100 % af GDO | 100 % af GDO | 250 % af GDO |

Til udgangen af den tredje handelsdag efter handelen | | 250 % af GDO | 250 % af GDO | |

Bilag 4 – Ændringslov nr. 108 af 7. februar 2007

Lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v., lov om finansiel virksomhed, lov om aktieselskaber, årsregnskabsloven, lov om forebyggende foranstaltninger mod hvidvask af udbytte og finansiering af terrorisme, lov om en garantifond for skadesforsikringsselskaber, lov om forsikringsformidling og forskellige andre love (Gennemførelse af direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID-direktivet) og gennemsigtighedsdirektivet, oplysningskrav ved pengeoverførsler, indbetaling af bidrag til skadesgarantifonden, forsikringsagenters registrering m.v.)

Lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v., lov om finansiel virksomhed, lov om aktieselskaber, årsregnskabsloven, lov om forebyggende foranstaltninger mod hvidvask af udbytte og finansiering af terrorisme, lov om en garantifond for skadesforsikringsselskaber, lov om forsikringsformidling og forskellige andre love ¹⁾

(Gennemførelse af direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID-direktivet) og gennemsigtighedsdirektivet, oplysningskrav ved pengeoverførsler, indbetaling af bidrag til skadesgarantifonden, forsikringsagenters registrering m.v.)

VI MARGRETHE DEN ANDEN, af Guds Nåde Danmarks Dronning, gør vitterligt: Folketinget har vedtaget og Vi ved Vort samtykke stadfæstet følgende lov:

§ 1

I lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 479 af 1. juni 2006, som ændret ved § 2 i lov nr. 527 af 7. juni 2006, foretages følgende ændringer:

1. I fodnoten til lovens titel udgår »dele af Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer, (EF-Tidende 1993 nr. L 141, s. 27) (investeringsservicedirektivet),«.
2. I fodnoten til lovens titel ændres »(EU-Tidende 2004 nr. L 162, s. 70), og« til: »(EU-Tidende 2004 nr. L 162, s. 70),«.
3. I fodnoten til lovens titel indsættes efter »(overtagelsesdirektivet)«: », dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF, (EU-Tidende 2004 nr. L 390, s. 38) (gennemsigtighedsdirektivet)«.
4. I fodnoten til lovens titel indsættes som sidste led: », dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF, (EU-Tidende 2004 nr. L 145, s. 1) (MiFID-direktivet), og dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/31/EF af 5. april 2006 om ændring af direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter, for så vidt angår visse frister, (EU-Tidende 2006 nr. L 114, s. 60) (udsættelsesdirektivet)«.

5. I § 1, stk. 3, ændres »børsvirksomhed« til: »drift af regulerede markeder, drift af multilaterale handelsfaciliteter«.

6. § 2 affattes således:

»§ 2. Denne lovs bestemmelser om værdipapirer finder anvendelse på følgende instrumenter:

1) Omsættelige værdipapirer (bortset fra betalingsinstrumenter), der kan handles på kapitalmarkedet, herunder

a) aktier i selskaber og andre værdipapirer, der kan sidestilles med aktier i selskaber, partnerskaber og andre foretagender, samt aktiebeviser,

b) obligationer og andre gældsinstrumenter, herunder beviser for sådanne værdipapirer, og

c) alle andre værdipapirer, hvormed værdipapirer nævnt under litra a eller b kan erhverves eller sælges, eller som afregnes kontant med et beløb, hvis størrelse fastsættes med værdipapirer, valutaer, rentesatser eller afkast, råvareindeks samt andre indeks og mål som reference,

2) pengemarkedsinstrumenter, herunder skatkammerbeviser, indlånsbeviser og commercial papers, dog ikke betalingsinstrumenter,

3) andele i kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og andele i andre institutter for kollektiv investering,

4) optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA'er) og enhver anden derivataftale vedrørende værdipapirer, valutaer, renter eller afkast eller andre derivater, finansielle indeks eller finansielle mål, som kan afvikles fysisk eller afregnes kontant,

5) optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA'er) og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, som skal afregnes kontant, eller som kan afregnes kontant, hvis en af parterne ønsker det (af anden grund end misligholdelse eller anden årsag til ophør),

6) optioner, futures, swaps og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, som kan afvikles fysisk, såfremt de handles på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet,

7) optioner, futures, swaps, terminskontrakter og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, der ikke er omfattet af nr. 6, og som kan afvikles fysisk og ikke har noget kommercielt formål, og som har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, idet der bl.a. tages hensyn til, om de cleares og afvikles via anerkendte clearinginstitutter eller er omfattet af regelmæssig fastsættelse af margin,

8) kreditderivater,

9) finansielle differencekontrakter (CFD'er),

10) optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA'er) og enhver anden derivataftale, som vedrører klimatiske variabler, fragtrater, emissionstilladelser eller inflationsrater eller andre officielle økonomiske statistikker, som skal afregnes kontant, eller som kan afregnes kontant, hvis en af parterne ønsker det (af anden grund end misligholdelse eller anden årsag til ophør), samt enhver anden derivataftale vedrørende aktiver, rettigheder, forpligtelser, indeks og mål, som ikke er omfattet af nr. 1-9, og som har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, idet der bl.a. tages hensyn til, om de handles på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, cleares og afvikles via anerkendte clearinginstitutter eller er omfattet af regelmæssig fastsættelse af margin, og

11) omsættelige pantebreve med pant i fast ejendom eller løsøre.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte regler om, at nærmere bestemte instrumenter, der ikke er nævnt i stk. 1, omfattes af alle eller dele af denne lovs regler om værdipapirer.«

7. To steder i § 2 a , i § 44, stk. 4, og i § 83 a, stk. 1, nr. 1, ændres »§ 23, stk. 8 og 9« til: »§ 23, stk. 7 og 8«.

8. § 4, stk. 2 , affattes således:

»Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte regler om, at lovens bestemmelser om en værdipapirhandlers pligter tillige finder anvendelse på udenlandske kreditinstitutter og investeringsselskaber, som ikke er omfattet af stk. 1, nr. 3 eller 4, og som i medfør af § 20, stk. 4, er tildelt medlemskab af et reguleret marked, eller som i medfør af § 64, stk. 3, har indgået en tilslutningsaftale med en værdipapircentral.«

9. § 7, stk. 1 , affattes således:

»I denne lov forstås ved

1) en operatør af et reguleret marked et aktieselskab, hvis virksomhed består i at drive et reguleret markeds forretninger,

2) en clearingcentral et aktieselskab, der driver værdipapirclearingvirksomhed, og

3) en værdipapircentral et aktieselskab, der driver registreringsvirksomhed.«

10. I § 7, stk. 5 og 6 , ændres »stk. 1« til: »stk. 4«.

11. I § 7 a indsættes som stk. 2 :

»Stk. 2. I denne lov forstås ved et selskab, der driver en alternativ markedsplads, et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet som en alternativ markedsplads, jf. § 9, stk. 10, i lov om finansiell virksomhed.«

12. I § 8, stk. 1 , to steder i § 10, stk. 1, i § 10, stk. 2, 6 og 7, og i § 10 a, stk. 1 , ændres »§ 7« til: »§ 7, stk. 1,«.

13. § 8, stk. 2 , affattes således:

»Stk. 2. Tilladelsen er betinget af,

- 1) at virksomheden drives i et aktieselskab, der er registreret i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen,
- 2) at selskabet har en aktiekapital, der for operatører af regulerede markeder mindst skal udgøre 8 mio. kr. og for clearingcentraler og værdipapircentraler mindst skal udgøre 40 mio. kr.,
- 3) at selskabet har fremsendt de fornødne oplysninger, herunder driftsplan, organisationsplan, forretningsgange og kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger,
- 4) at medlemmerne af ansøgerens bestyrelse og direktion opfylder kravene i § 9, og
- 5) at ejere af kvalificerede andele opfylder kravene i § 10.«

14. I § 8 indsættes som stk. 5:

»Stk. 5. Afslår Finanstilsynet en ansøgning om tilladelse, skal dette begrundes og meddeles ansøgeren senest 6 måneder efter ansøgningens modtagelse, eller, hvis ansøgningen er ufuldstændig, senest 6 måneder efter, at ansøgeren har fremsendt de oplysninger, der er nødvendige for at træffe afgørelsen. Der skal under alle omstændigheder træffes afgørelse senest 12 måneder efter ansøgningens modtagelse. Har Finanstilsynet ikke senest 6 måneder efter modtagelsen af en fuldstændig ansøgning om tilladelse truffet afgørelse, kan selskabet indbringe sagen for domstolene.«

15. § 9 affattes således:

»§ 9. Et medlem af bestyrelsen eller direktionen i et selskab omfattet af § 7, stk. 1, skal have fyldestgørende erfaring til at udøve hvervet eller stillingen.

Stk. 2. Et medlem af bestyrelsen eller direktionen kan ikke bestride hvervet eller stillingen som henholdsvis bestyrelsesmedlem og direktør i et selskab omfattet af § 7, stk. 1, hvis den pågældende

- 1) pålægges strafansvar eller er dømt for overtrædelse af straffeloven eller lov om værdipapirhandel m.v. og denne overtrædelse indebærer risiko for, at hvervet eller stillingen ikke varetages på betryggende vis,
- 2) har anmeldt betalingsstandsning, er under konkurs, har indgivet begæring om gældssanering eller der er indledt forhandlinger om tvangsakkord eller
- 3) har udvist en sådan adfærd, at der er grund til at antage, at den pågældende ikke vil varetage hvervet eller stillingen på forsvarlig måde.

Stk. 3. Medlemmerne af bestyrelsen eller direktionen har pligt til at give Finanstilsynet oplysninger om de i stk. 2 angivne forhold.

Stk. 4. Den eller de personer, der faktisk leder en allerede godkendt operatør af et reguleret markeds forretninger i overensstemmelse med reglerne i direktiv om markeder for finansielle instrumenter (MiFID-direktivet), anses for at opfylde kravene i stk. 1 i forbindelse med ansøgning om tilladelse til at drive et reguleret marked.«

16. I § 10 indsættes som stk. 8:

»*Stk. 8.* En operatør af et reguleret marked skal offentliggøre navne på samtlige direkte og indirekte ejere i selskabet. Endvidere skal navne på direkte og indirekte ejere af kvalificerede andele i selskabet og størrelsen af de pågældende andele offentliggøres.«

17. § 11 affattes således:

»§ 11. Et selskab omfattet af § 7, stk. 1, og et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, skal meddele Finanstilsynet, hvis selskabet bliver bekendt med eller har formodning om, at nogen har overtrådt denne lov, bekendtgørelser udstedt i henhold til denne lov eller groft eller gentagne gange har overtrådt regler fastsat af en operatør af et reguleret marked, af en clearingcentral, af en værdipapircentral eller af et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet.«

18. I § 12, stk. 1, § 12 a, stk. 1, § 12 b, stk. 1, § 12 c, § 12 d, stk. 1 og 2, § 14, stk. 1, § 84, stk. 3 og 4, og § 84 a, stk. 5, nr. 10, 14 og 15, ændres »aktieselskab omfattet af § 7« til: »selskab omfattet af § 7, stk. 1,«.

19. I § 12, stk. 2, § 13, stk. 2, § 14, stk. 2, og § 84 b, stk. 1, ændres »aktieselskaber omfattet af § 7« til: »selskaber omfattet af § 7, stk. 1«.

20. § 12, stk. 3, affattes således:

»*Stk. 3.* Et selskab omfattet af § 7, stk. 1, må ikke uden Finanstilsynets godkendelse indgå aftaler af vidtrækkende betydning med andre virksomheder vedrørende drift af et reguleret marked, værdipapirclearingvirksomhed og registreringsvirksomhed samt betalingsformidling.«

21. I § 12, stk. 4, og § 15, stk. 1, ændres »aktieselskab omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1, 2, 3, 6 og 7« til: »selskab omfattet af § 7, stk. 1«.

22. § 12 a, stk. 5, ophæves.

23. I § 12 b, stk. 1 og 3, og § 12 d, stk. 2 og 3, ændres »aktieselskabets« til: »selskabets«.

24. I § 12 b, stk. 7, § 12 d, stk. 1 og 2, tre steder i § 12 d, stk. 4, og i § 12 d, stk. 6, og § 84 a, stk. 4, ændres »aktieselskabet« til: »selskabet«.

25. I § 12 d, stk. 4, § 14, stk. 4, og § 84 a, stk. 5, nr. 8 og 13, ændres »aktieselskaber omfattet af § 7« til: »selskaber omfattet af § 7, stk. 1,«.

26. I § 12 d, stk. 6, ændres »Aktieselskabet« til: »Selskabet«.

27. Efter § 12 e indsættes:

»§ 12 f. Finanstilsynet kan påbyde et selskab omfattet af § 7, stk. 1, inden for en af tilsynet fastsat frist at afsætte en direktør i selskabet, hvis direktøren ikke opfylder kravene i § 9, stk. 2.

Stk. 2. Har selskabet ikke afsat direktøren inden for den fastsatte frist, kan Finanstilsynet inddrage selskabets tilladelse, jf. § 92, stk. 1.«

28. I § 13, stk. 1-3, ændres »aktieselskab omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1-6« til: »selskab omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1 og 2«.

29. I § 13, stk. 3, ændres »aktieselskaber omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1-6« til: »selskaber omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1 og 2«.

30. I § 14, stk. 4, nr. 1 og 2, ændres »aktieselskabet omfattet af § 7« til: »selskabet«.

31. I § 15, stk. 2, ændres »§ 7 omfattede aktieselskabers« til: »§ 7, stk. 1, omfattede selskabers«.

32. I § 15 indsættes som *stk. 3* :

»*Stk. 3.* Bestyrelsen og direktionen for selskaber omfattet af § 7, stk. 1, skal sikre, at selskabet har en tilstrækkelig ansvarlig kapital, jf. stk. 1, og at selskabet råder over interne procedurer til risikomåling og risikostyring til løbende vurdering og opretholdelse af en ansvarlig kapital af en størrelse, som er passende til at dække selskabets risici. Bestyrelsen og direktionen skal på baggrund af vurderingen i henhold til 1. pkt. opgøre selskabets kapitalbehov. Kapitalbehovet kan ikke være lavere end det, der fremgår af § 8, stk. 2, for den pågældende type af virksomhed. Finanstilsynet kan fastsætte et højere individuelt kapitalkrav end det, der fremgår af § 8, stk. 2.«

33. Kapitel 4 affattes således:

»Kapitel 4

Drift af et reguleret marked

§ 16. Ved et reguleret marked forstås et multilateralt system, hvor der inden for systemet og i overensstemmelse med dets ufravigelige regler sammenføres eller befordres sammenføring af en flerhed af tredjeparters interesser i køb og salg af værdipapirer på en sådan måde, at der indgås aftaler om handel med værdipapirer, der er optaget til handel efter dette markeds regler eller systemer.

Stk. 2. Operatører af regulerede markeder har eneret til at benytte betegnelserne reguleret marked og autoriseret markedsplads i deres navn og om det regulerede marked. De i 1. pkt. nævnte operatører af regulerede markeder, hvorpå der er optaget noterede værdipapirer til handel, har eneret til at benytte betegnelsen fondsbørs i deres navn og om det regulerede marked. Andre fysiske eller juridiske personer må ikke anvende navne eller betegnelser for deres virksomhed, som er egnet til at fremkalde det indtryk, at de driver et reguleret marked, herunder et reguleret marked, hvorpå der er optaget noterede værdipapirer til handel.

Stk. 3. Operatører af regulerede markeder, der har Finanstilsynets tilladelse til at drive regulerede markeder, skal benytte en betegnelse for det regulerede marked, som viser, at der er tale om et reguleret marked.

§ 17. En operatør af et reguleret marked kan drive anden virksomhed, der er accessorisk til driften af det regulerede marked, herunder som clearingcentral, værdipapircentral og drift af multilaterale handelsfaciliteter. Finanstilsynet kan beslutte, at den accessoriske virksomhed skal udøves i et andet selskab. Hvis operatøren af et reguleret marked driver en multilateral handelsfacilitet som accessorisk virksomhed, kan den multilaterale handelsfacilitet dog altid drives i samme selskab som det regulerede marked.

Stk. 2. Hvis en operatør af et reguleret marked driver en clearingcentral, en værdipapircentral eller en multilateral handelsfacilitet som accessorisk virksomhed, jf. stk. 1, finder kravene til tilladelse og drift af disse typer af virksomheder i denne lov anvendelse. Ved accessorisk drift af en multilateral handelsfacilitet finder kravene til tilladelse og drift af disse typer af virksomheder i lov om finansiel virksomhed endvidere anvendelse.

§ 18. En operatør af et reguleret marked er ansvarlig for, at markedet drives på en betryggende og hensigtsmæssig måde.

Stk. 2. Operatøren skal

- 1) kunne identificere og håndtere eventuelle interessekonflikter mellem på den ene side operatøren og operatørens ejerkreds og på den anden side den sunde funktion af det regulerede marked,
- 2) kunne styre de risici, som operatøren og det regulerede marked udsættes for, påvise alle væsentlige risici for markedets drift og indføre foranstaltninger til at mindske disse risici,
- 3) sikre en sund forvaltning af den tekniske funktion af markedets systemer, herunder etablere effektive nødsystemer,
- 4) have regler, der sikrer en redelig og korrekt handel, og opstille objektive kriterier for effektiv udførelse af ordrer,
- 5) sikre en effektiv og rettidig gennemførelse af de transaktioner, der gennemføres i markedets systemer,
- 6) råde over tilstrækkelige finansielle ressourcer til at sikre markedets velordnede funktion under hensyntagen til de transaktioner, der gennemføres på markedet, og til de risici, som markedet er udsat for,
- 7) overvåge, at udstedere af værdipapirer og medlemmer af markedet overholder reglerne for det regulerede marked,
- 8) registrere de transaktioner, der gennemføres af medlemmer af markedet under anvendelse af markedets systemer, med henblik på at kunne påvise overtrædelser af markedets regler, handelsvilkår i strid med reglerne for det regulerede marked eller adfærd, der kan indebære overtrædelse af kapitel 10,

9) kontrollere, at udstedere af værdipapirer, som er optaget til handel på det regulerede marked, opfylder deres oplysningsforpligtelser,

10) lette det regulerede markedes medlemmers adgang til offentliggjorte oplysninger og

11) regelmæssigt kontrollere, at de værdipapirer, der er optaget til handel, til stadighed opfylder optagelseskraevne.

§ 18 a. En operatør af et reguleret marked skal offentliggøre de aktuelle priser og markedsdybden ved disse priser på aktier, som er optaget til handel på det regulerede marked, og som udbydes i det regulerede markedes system. Disse oplysninger skal inden for det regulerede markedes normale åbningstid løbende gøres tilgængelige for offentligheden på rimelige forretningsmæssige vilkår.

Stk. 2. Hvis en operatør af et reguleret marked giver værdipapirhandlere, der er forpligtet til at offentliggøre priser på aktier i henhold til § 33 a, adgang til de ordninger, som operatøren anvender til at offentliggøre oplysninger omfattet af stk. 1, skal dette ske på rimelige forretningsmæssige vilkår og på et ikkediskriminerende grundlag.

Stk. 3. Finanstilsynet kan fritage en operatør af et reguleret marked for forpligtelsen i stk. 1 på baggrund af markedsmode, ordretype eller ordrestørrelse.

Stk. 4. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om pligten til offentliggørelse efter stk. 1 og om fritagelse efter stk. 3.

§ 18 b. En operatør af et reguleret marked skal offentliggøre pris, mængde og tidspunkt for transaktioner, der er gennemført med aktier, som er optaget til handel på markedet. Disse oplysninger skal gøres tilgængelige for offentligheden på rimelige forretningsmæssige vilkår og så tæt på realtid som muligt.

Stk. 2. Hvis en operatør af et reguleret marked giver værdipapirhandlere, der er forpligtet til at offentliggøre oplysninger om transaktioner med aktier i henhold til § 33 b, adgang til de ordninger, som operatøren anvender til at offentliggøre oplysninger omfattet af stk. 1, skal dette ske på rimelige forretningsmæssige vilkår og på et ikkediskriminerende grundlag.

Stk. 3. En operatør af et reguleret marked kan fastsætte regler om udsættelse af offentliggørelse på baggrund af transaktionernes størrelse eller type. Reglerne skal godkendes af Finanstilsynet. Operatøren skal offentliggøre de godkendte regler.

Stk. 4. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om pligten for en operatør af et reguleret marked til at offentliggøre pris, mængde og tidspunkt for transaktioner, der er gennemført med andre værdipapirer end aktier.

Stk. 5. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om pligten til offentliggørelse efter stk. 1. Finanstilsynet kan endvidere fastsætte nærmere regler om betingelserne for udsættelse af offentliggørelse efter stk. 3.

§ 19. En operatør af et reguleret marked skal fastsætte regler om medlemskab af markedet. Reglerne skal være gennemsigtige og ikkediskriminerende og baseret på objektive kriterier. Reglerne skal angive eventuelle forpligtelser for medlemmerne som følge af

- 1) etablering og drift af markedet,
- 2) regler for transaktioner på markedet,
- 3) faglige standarder, der pålægges ansatte hos værdipapirhandlere, der opererer på markedet,
- 4) betingelser, der fastsættes for andre medlemmer af markedet end værdipapirhandlere, og
- 5) regler og procedurer for clearing og afvikling af transaktioner gennemført på markedet.

Stk. 2. Reglerne for det regulerede marked om clearing og afvikling skal sikre, at medlemmer af det regulerede marked har ret til at benytte et andet afviklingssystem for transaktioner med finansielle instrumenter end det, der er valgt af operatøren af markedet, hvis

- 1) der består de nødvendige forbindelser og ordninger mellem det af medlemmet valgte afviklingssystem og ethvert andet relevant system eller enhver anden relevant facilitet til at sikre en effektiv og økonomisk afvikling af den pågældende transaktion og
- 2) Finanstilsynet finder, at de tekniske betingelser for afvikling af transaktioner på det regulerede marked gennem et andet afviklingssystem end det, der er valgt af operatøren af det regulerede marked, er egnede til at sikre de finansielle markeders effektive og ordnede funktion.«

34. Kapitel 5 affattes således:

»Kapitel 5

Adgang til regulerede markeder

§ 20. Værdipapirhandlere, bortset fra investeringsforvaltningsselskaber og administrationsselskaber, med tilladelse til at udføre kundeordrer eller til at handle for egen regning, og som er omfattet af § 4, stk. 1, nr. 1-3, Danmarks Nationalbank og andre centralbanker fra lande inden for Den Europæiske Union eller fra lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, har ret til at blive medlemmer af et reguleret marked, hvis de opfylder de for markedet fastsatte regler, jf. § 19. Tilsvarende ret har værdipapirhandlere, bortset fra investeringsforvaltningsselskaber og administrationsselskaber omfattet af § 4, stk. 1, nr. 3, der i hjemlandet har tilladelse til at udføre kundeordrer eller til at handle for egen regning, men som ikke udøver værdipapirhandel gennem en filial eller ved tjenesteydelser her i landet, jf. §§ 30 og 31 i lov om finansiell virksomhed.

Stk. 2. Værdipapirhandlere omfattet af stk. 1 og centralbanker fra lande inden for Den Europæiske Union eller fra lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, har ret til at blive fjernmedlemmer af et reguleret marked, medmindre fysisk tilstedeværelse efter det regulerede markeds handelsprocedurer og -systemer er nødvendig for at kunne gennemføre transaktioner på markedet.

Stk. 3. En operatør af et reguleret marked kan optage andre fysiske eller juridiske personer end de i stk. 1 nævnte som medlemmer af det regulerede marked, hvis personerne

- 1) er egnede og hæderlige,
- 2) har tilstrækkelig handelsevne og kompetence,
- 3) i fornødent omfang har passende administrative procedurer, og
- 4) har tilstrækkelige ressourcer til at varetage de funktioner, der følger af medlemskabet af det regulerede marked, og som skal sikre en passende afvikling af transaktioner.

Stk. 4. Uanset stk. 3 må en operatør af et reguleret marked alene optage personer, der er hjemmehørende i et land uden for Den Europæiske Union, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, hvis disse er kreditinstitutter, investeringsselskaber eller centralbanker. Hvis det pågældende kreditinstitut eller investeringsselskab ikke er omfattet af § 4, stk. 1, nr. 4, kræver optagelse tilladelse fra Finanstilsynet.

Stk. 5. En operatør af et reguleret marked skal løbende give Finanstilsynet meddelelse om ændringer i det regulerede markedes medlemskreds.

Stk. 6. En operatør af et reguleret marked, der har til hensigt at lade fysiske eller juridiske personer i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, blive fjernmedlemmer af det regulerede marked, skal give Finanstilsynet meddelelse herom. Finanstilsynet videregiver inden 1 måned denne meddelelse til tilsynsmyndighederne i det land, hvor fjernmedlemmerne er hjemmehørende.«

35. Overskriften til kapitel 6 affattes således:

»Kapitel 6

Optagelse af værdipapirer til handel på et reguleret marked, officiel notering og offentlige udbud af værdipapirer over 2.500.000 euro m.v.«

36. §§ 21 og 22 affattes således:

»**§ 21.** En operatør af et reguleret marked skal fastsætte klare og gennemsigtige regler for optagelse af værdipapirer til handel på det regulerede marked. Reglerne skal sikre, at værdipapirer, der optages til handel, kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måde, og at de, når det er værdipapirer omfattet af § 2, stk. 1, nr. 1, er frit omsættelige. For derivater skal reglerne særligt sikre, at derivatkontrakten udformes på en måde, der sikrer en korrekt prisdannelse og effektive afviklingsbetingelser.

Stk. 2. En operatør af et reguleret marked skal ved optagelse af værdipapirer til handel på det regulerede marked sikre sig, at reglerne fastsat i medfør af stk. 1 er overholdt, og at der foreligger et godkendt og offentliggjort prospekt, jf. § 23, stk. 2, og § 24, stk. 1.

Stk. 3. En operatør af et reguleret marked kan uden udstederens samtykke optage et værdipapir til handel på det regulerede marked, hvis værdipapiret med udstederens samtykke er optaget til handel på et andet reguleret marked her i landet eller i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område. Operatøren af det regulerede marked skal oplyse udstederen om, at udstederens værdipapirer er optaget til handel på det regulerede marked.

Stk. 4. Ved optagelse af et værdipapir til handel efter stk. 3 påhviler overholdelsen af denne lovs regler om oplysningsforpligtelser for udstedere og om prospekter den, der foranlediger optagelse af værdipapiret til handel.

Stk. 5. En operatør af et reguleret marked kan med Finanstilsynets forudgående godkendelse optage instrumenter, der ikke er omfattet af § 2, stk. 1, til handel på det regulerede marked.

§ 22. Finanstilsynet kan efter anmodning fra en udsteder af aktier, aktiecertifikater eller obligationer træffe beslutning om officiel notering af det pågældende værdipapir, hvis dette er optaget eller vil blive optaget til handel på et reguleret marked.

Stk. 2. Finanstilsynet fastsætter regler om betingelserne for officiel notering af værdipapirer, jf. stk. 1, og om suspension og sletning af værdipapirer fra notering.«

37. § 23, stk. 1, affattes således:

»En udsteder eller en person, der anmoder om optagelse af værdipapirer til handel på et reguleret marked, må ikke foranledige optagelse af værdipapirerne til handel, før der er offentliggjort et godkendt prospekt for de pågældende værdipapirer, jf. stk. 2 og § 24, stk. 1. Tilsvarende må en udbyder ikke foretage udbud af værdipapirer til offentligheden, før der er offentliggjort et godkendt prospekt for de pågældende værdipapirer, jf. stk. 2 og § 24, stk. 1.«

38. I § 23, stk. 3, § 23, stk. 6, der bliver stk. 5, og § 23 a, stk. 1-5, udgår »notering eller«.

39. § 23, stk. 4, ophæves.

Stk. 5-9 bliver herefter stk. 4-8.

40. I § 23, stk. 5, der bliver stk. 4, ændres »stk. 4« til: »stk. 1«.

41. I § 23, stk. 5, der bliver stk. 4, indsættes som nye numre:

»1) Pengemarkedsinstrumenter, jf. § 2, stk. 1, nr. 2, med en løbetid på mindre end 12 måneder.

2) Omsættelige pantebreve, jf. § 2, stk. 1, nr. 11.«

Nr. 1-8 bliver herefter nr. 3-10.

42. § 23, stk. 5, nr. 1, der bliver stk. 4, nr. 3, affattes således:

»3) Andele i kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.«

43. I § 23, stk. 5, nr. 2, der bliver stk. 4, nr. 4, ændres »Ikkekapitalandele« til: »Værdipapirer, der ikke er kapitalandele,«.

44. I § 23, stk. 6, der bliver stk. 5, ændres »stk. 5, nr. 2, 4, 7 og 8,« til: »stk. 4, nr. 4, 6, 9 og 10,«, og »stk. 8 og 9« ændres til: »stk. 7 og 8«.

45. I § 23, stk. 7, der bliver stk. 6, ændres »stk. 8« til: »stk. 7«.

46. I § 23, stk. 8, der bliver stk. 7, affattes 2. pkt. således:

»Derudover fastsætter Finanstilsynet regler for prospekters godkendelse i de tilfælde, hvor værdipapirer ønskes optaget til handel på flere regulerede markeder her i landet eller regulerede markeder i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.«

47. I § 23, stk. 9, der bliver stk. 8, indsættes efter »herunder«: »regler om, at nærmere bestemte værdipapirer undtages fra pligten, og«.

48. I § 24, stk. 1, indsættes efter »Udbud til offentligheden«: »af værdipapirer og optagelse af værdipapirer til handel på et reguleret marked«.

49. § 25 affattes således:

»§ 25. En operatør af et reguleret marked kan suspendere eller slette et værdipapir fra handelen på det regulerede marked, hvis værdipapiret ikke længere opfylder det regulerede markedes regler. Suspension eller sletning må dog ikke foretages, hvis der er sandsynlighed for, at dette vil være til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.

Stk. 2. En operatør, der efter stk. 1 træffer beslutning om suspension eller sletning af et værdipapir, skal hurtigst muligt offentliggøre denne beslutning og meddele Finanstilsynet de relevante oplysninger.

Stk. 3. Fremsætter en udsteder, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, anmodning om sletning fra handelen, 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 investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.

Stk. 4. En udsteder har ret til at få et værdipapir slettet fra handelen på et reguleret marked, hvis værdipapiret i forbindelse hermed optages til handel eller er optaget til handel på et andet reguleret marked.«

50. § 26 a affattes således:

»§ 26 a. De beføjelser, der er tillagt en operatør af et reguleret marked i § 21, udøves af Finanstilsynet, når en operatør af et reguleret marked her i landet eller i et andet land inden for Den

Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller et selskab, der driver en alternativ markedsplads, anmoder om optagelse af sine værdipapirer til handel på det regulerede marked. Finanstilsynet udøver ligeledes de beføjelser, der er tillagt en operatør af et reguleret marked i § 25, når værdipapirer omfattet af 1. pkt. er optaget til handel på det regulerede marked.«

51. I § 27, stk. 1 , ændres »notering eller handel på sådanne markeder« til: »handel på et sådant marked«.

52. § 27, stk. 3 , affattes således:

»Stk. 3. En udsteder er alene forpligtet til at offentliggøre intern viden i henhold til stk. 1 og 2 i forhold til det eller de regulerede markeder, hvor udstederen har anmodet om eller fået godkendt en optagelse af værdipapirer til handel.«

53. I § 27, stk. 4, udgår »til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked«.

54. § 27, stk. 7 og 8, ophæves, og i stedet indsættes:

»Stk. 7. En udsteder af omsættelige værdipapirer (bortset fra betalingsinstrumenter), der kan handles på kapitalmarkedet, og som er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, skal senest 8 dage før generalforsamlingen, dog senest 4 måneder efter regnskabsårets afslutning, offentliggøre den af bestyrelsen godkendte årsrapport. Udstederen skal ligeledes offentliggøre den af bestyrelsen godkendte halvårsrapport for regnskabsårets første 6 måneder. Offentliggørelsen af halvårsrapporten skal ske hurtigst muligt efter udløbet af halvårsperioden, dog senest 2 måneder efter. De offentliggjorte årsrapporter og halvårsrapporter for udstedere her fra landet og fra andre lande inden for Den Europæiske Union eller fra lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, skal være udarbejdet i overensstemmelse med regnskabslovgivningen i det land, hvor udstederen har sit registrerede hjemsted. Finanstilsynet fastsætter regler om, efter hvilke regler årsrapporter og halvårsrapporter fra udstedere fra andre lande skal være udarbejdet. Årsrapporten og halvårsrapporten skal være tilgængelige for offentligheden i mindst 5 år.

Stk. 8. En udsteder af aktier, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, skal offentliggøre en periodemeddelelse i løbet af både første og anden halvårsperiode af regnskabsåret. Meddelelsen skal offentliggøres tidligst 10 uger efter begyndelsen af den pågældende halvårsperiode og senest 6 uger inden udgangen af denne. En udsteder, der offentliggør kvartalsrapporter, er ikke forpligtet til at offentliggøre de i 1. pkt. nævnte periodemeddelelser.

Stk. 9. Bestemmelserne om halvårsrapporter i stk. 7 finder alene anvendelse på udstedere af aktier eller obligationer eller andre former for omsættelige gældsinstrumenter, bortset fra værdipapirer, der kan sidestilles med aktier i selskaber, eller værdipapirer, som, hvis de konverteres eller de dertil knyttede rettigheder udøves, giver ret til at erhverve aktier eller værdipapirer, der kan sidestilles med aktier.

Stk. 10. Stk. 7 finder ikke anvendelse på andele i kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

Stk. 11. Stk. 7 og 8 finder ikke anvendelse på følgende udstedere:

1) Lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller regionale eller kommunale myndigheder i disse lande.

2) Internationale offentlige organer, som et eller flere lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, er medlemmer af.

3) Den Europæiske Centralbank.

4) Centralbanker, der er hjemmehørende i lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

5) Udstedere, der kun udsteder gældsinstrumenter, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, og hvis pålydende værdi pr. enhed udgør mindst 50.000 euro, eller hvis pålydende værdi pr. enhed på udstedelsesdagen svarer til mindst 50.000 euro, når gældsinstrumenterne er udstedt i en anden valuta end euro.

Stk. 12. Stk. 7, 2. pkt., finder ikke anvendelse på udstedere, der den 20. januar 2004 udelukkende udstedte og fortsat udelukkende udsteder gældsinstrumenter optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, der er dækket af en ubetinget og uigenkaldelig garanti fra udstederens hjemland i Den Europæiske Union, eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller regionale eller kommunale myndigheder i dette land.«

55. § 27 a affattes således:

»§ 27 a. En udsteder af omsættelige værdipapirer (bortset fra betalingsinstrumenter), der kan handles på kapitalmarkedet, skal ved offentliggørelse af oplysninger i henhold til dette kapitel sikre, at offentliggørelsen sker på en sådan måde, at oplysningerne hurtigt bliver tilgængelige i hele Den Europæiske Union og lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

Stk. 2. En udsteder som nævnt i stk. 1 skal samtidig med offentliggørelsen indsende oplysningerne til Finanstilsynet.

Stk. 3. En udsteder som nævnt i stk. 1 skal indsende oplysninger, der er offentliggjort i henhold til stk. 1, til Finanstilsynet, som opbevarer oplysningerne. Finanstilsynet kan udpege andre myndigheder eller juridiske personer i og uden for landet til at varetage opgaven.

Stk. 4. Stk. 1-3 finder ikke anvendelse på andele i kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

Stk. 5. Stk. 1-3 finder ikke anvendelse på det dokument, som en udsteder er forpligtet til at offentliggøre efter § 27 b.

Stk. 6. Stk. 1-3 finder ikke anvendelse på de meddelelser om besiddelser af aktier i selskaber, der er optaget til handel på en alternativ markedsplads, som en udsteder er forpligtet til at offentliggøre efter § 29, stk. 1, 3. pkt.«

56. Efter § 27 a indsættes:

»§ 27 b. Udstedere, hvis værdipapirer er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, skal mindst én gang årligt udarbejde og offentliggøre et dokument, der indeholder eller henviser til alle de oplysninger, som udstederen gennem de seneste 12 måneder har offentliggjort eller stillet til rådighed for offentligheden i overensstemmelse med sine forpligtelser i henhold til denne lov, lov om aktieselskaber, årsregnskabsloven og Europa-Parlamentets og Rådets forordning om anvendelse af internationale regnskabsstandarder.

Stk. 2. Dokumentet indsendes til Finanstilsynet efter offentliggørelse af årsregnskabet. Såfremt dokumentet henviser til oplysninger, skal det anføres, hvor disse oplysninger kan indhentes.

Stk. 3. Forpligtelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på udstedere af værdipapirer, der ikke er kapitalandele, jf. § 2 a, stk. 2, og hvis pålydende pr. enhed udgør mindst 50.000 euro, og på udstedere af andele i kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.«

57. § 28 affattes således:

»§ 28. Et selskab, der har aktier optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, som erhverver eller afhænder egne aktier, skal hurtigst muligt offentliggøre andelen af egne aktier, hvis andelen når, overstiger eller falder under 5 pct. eller 10 pct. af stemmerettighederne.«

58. § 28 c ophæves.

59. § 29 affattes således:

»§ 29. Enhver, der besidder aktier i selskaber, hvor disse aktier er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked eller er optaget til handel på en alternativ markedsplads, skal i de i stk. 2 nævnte tilfælde hurtigst muligt give meddelelse til selskabet om besiddelser af aktier i dette. Samtidig med meddelelsen til selskabet skal den pågældende indsende oplysningerne om besiddelserne til Finanstilsynet. Efter modtagelsen af meddelelsen skal selskabet hurtigst muligt offentliggøre indholdet af meddelelsen.

Stk. 2. Meddelelse om aktiebesiddelse efter stk. 1 skal gives, når

1) aktiernes stemmeret udgør mindst 5 pct. af aktiekapitalens stemmerettigheder eller deres pålydende værdi udgør mindst 5 pct. af aktiekapitalen eller

2) ændring i et allerede meddelt besiddelsesforhold bevirker, at grænserne på 5, 10, 15, 20, 25, 50 eller 90 pct. og grænserne på 1/3 eller 2/3 af aktiekapitalens stemmerettigheder eller pålydende

værdi nås eller ikke længere er nået eller ændringen bevirker, at grænserne i nr. 1 ikke længere er nået.

Stk. 3. Finanstilsynet kan bestemme, at pligten til at give meddelelse i henhold til stk. 1 omfatter andre værdipapirer, der giver ret til at erhverve aktier.

Stk. 4. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om besiddelse, meddelelse om besiddelse af aktier efter stk. 1 og 2 og pligten til at give meddelelse om rettigheder til at udøve stemmerettigheder i andre tilfælde. Finanstilsynet kan endvidere fastsætte regler, som fraviger forpligtelsen i stk. 1.«

60. § 30 affattes således:

»§ 30. Finanstilsynet fastsætter regler om udsteders oplysningsforpligtelser, herunder om sprog, indhold, måden, hvorpå der skal ske offentliggørelse, registrering og opbevaring af oplysningerne, samt om indholdet af periodemeddelelser. Reglerne kan fravige lovens krav til udstedernes forpligtelser i § 27, stk. 7 og 8, og § 27 a, stk. 1-3. Finanstilsynet fastsætter endvidere regler om udsteders ligebehandling af og kommunikation med aktionærer og indehavere af obligationer eller andre former for omsættelige gældsinstrumenter.«

61. I § 31, stk. 1, og § 32, stk. 1, ændres »notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked« til: »handel på et reguleret marked«.

62. I § 32 indsættes efter stk. 2 som nyt stykke:

»Stk. 3. Beslutning om fremsættelse af tilbud skal straks offentliggøres.«

Stk. 3 bliver herefter stk. 4.

63. I § 32, stk. 3, der bliver stk. 4, ændres »til den kompetente myndighed, jf. § 28 c« til: »om fremsættelse af tilbud«.

64. Kapitel 9 affattes således:

»Kapitel 9

Værdipapirhandleres indberetning af transaktioner og offentliggørelse af priser og transaktioner

§ 33. Dette kapitel finder anvendelse på værdipapirhandlere bortset fra

1) investeringsforvaltningsselskaber omfattet af § 4, stk. 1, nr. 2,

2) administrationsselskaber omfattet af § 4, stk. 1, nr. 3, og

3) øvrige værdipapirhandlere omfattet af § 4, stk. 1, nr. 3, som udelukkende driver tjenesteydelsesvirksomhed her i landet omfattet af § 31 i lov om finansiel virksomhed.

Stk. 2. En værdipapirhandler, der gennemfører transaktioner med værdipapirer, som er optaget til handel på et reguleret marked her i landet, et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske

Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller på en alternativ markedsplads, skal hurtigst muligt og senest ved det pågældende markeds lukketid dagen efter transaktionens gennemførelse indberette oplysninger om transaktionen. Oplysningerne kan indberettes af værdipapirhandleren selv, en tredjemand på værdipapirhandlerens vegne eller et match- eller rapporteringssystem, der er godkendt af Finanstilsynet eller af det regulerede marked eller den multilaterale handelsfacilitet, gennem hvis systemer transaktionen er gennemført.

Stk. 3. Finanstilsynet kan bestemme, at indberetningspligten tillige påhviler andre. Finanstilsynet kan endvidere i særlige tilfælde bestemme, at indberetningspligten skal omfatte andre værdipapirer, der ikke er optaget til handel på et reguleret marked eller en alternativ markedsplads.

Stk. 4. En værdipapirhandler skal opbevare alle relevante oplysninger om samtlige transaktioner med finansielle instrumenter, som værdipapirhandleren har gennemført for egen eller for kunders regning, i mindst 5 år efter, at transaktionen er gennemført.

Stk. 5. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om indberetningspligten, herunder om omfang og indhold, samt hvortil der skal indberettes.

§ 33 a. Værdipapirhandlere, der systematisk internaliserer, hvorved forstås, at værdipapirhandleren på organiseret, hyppigt og systematisk grundlag handler for egen regning ved at udføre kundeordrer uden for et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, i aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked her i landet eller et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, skal offentliggøre bindende priser på de aktier, som systematisk internaliseres.

Stk. 2. *Stk. 1* finder kun anvendelse, hvis der findes et likvidt marked for den pågældende aktie. Hvis der ikke findes et likvidt marked for den pågældende aktie, skal værdipapirhandlere, der systematisk internaliserer, jf. *stk. 1*, efter anmodning meddele bindende priser til deres kunder.

Stk. 3. *Stk. 1* og *2* finder kun anvendelse for handler på op til normal markedsstørrelse.

Stk. 4. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om værdipapirhandleres pligt til at offentliggøre bindende priser, herunder om indhold, offentliggørelse, mulighed for at trække priser tilbage, pligt til at udføre ordrer til de stillede priser, udførelse af ordrer fra professionelle kunder, adgang til værdipapirhandlernes stillede priser, og om værdipapirhandlernes mulighed for at begrænse antallet af transaktioner.

§ 33 b. En værdipapirhandler, som for egen eller en kundes regning gennemfører en transaktion med aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked her i landet eller i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, og denne transaktion gennemføres uden for et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet her i landet eller i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, skal offentliggøre oplysninger om pris, mængde og tidspunkt for transaktionens gennemførelse. Disse oplysninger skal gøres tilgængelige for offentligheden på rimelige forretningsmæssige vilkår, så tæt på realtid som muligt og på en måde, som er let tilgængelig for andre markedsdeltagere.

Stk. 2. En værdipapirhandler kan udsætte offentliggørelsen efter stk. 1 på baggrund af transaktionernes størrelse og type.

Stk. 3. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om værdipapirhandlers pligt til at offentliggøre oplysninger om pris, mængde og tidspunkt for transaktioner, der er gennemført med andre værdipapirer end aktier.

Stk. 4. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om pligten til offentliggørelse efter stk. 1 og om udsættelse af offentliggørelse efter stk. 2.«

65. I § 34, stk. 1, nr. 1, og § 35, stk. 2, nr. 1, ændres »notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked« til: »handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende udenlandske markeder«.

66. I § 34, stk. 1, nr. 2, ændres »nr. 4« til: »nr. 3«.

67. § 34, stk. 2, 3. pkt., ophæves.

68. Kapitel 11 og 11 a ophæves.

69. Efter kapitel 11 a indsættes:

»Kapitel 11 b

Drift af en multilateral handelsfacilitet

§ 40. Et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, skal

- 1) have regler, der sikrer en redelig og korrekt handel og indeholder objektive kriterier for effektiv udførelse af ordrer,
- 2) have regler, der fastlægger kriterier til bestemmelse af, hvilke værdipapirer der kan handles via handelsfacilitetens systemer,
- 3) sikre sig, at brugerne har adgang til tilstrækkelige offentligt tilgængelige oplysninger til at kunne foretage en investeringsbedømmelse,
- 4) have regler, der fastlægger objektive kriterier, som opfylder kravene i § 42 a, for adgang til handelsfaciliteten,
- 5) informere brugerne af handelsfaciliteten om deres respektive ansvar for afvikling af transaktioner, der gennemføres i handelsfacilitetens systemer, og sikre en effektiv afvikling af disse transaktioner,
- 6) overvåge, at brugerne af handelsfaciliteten overholder reglerne for handelsfaciliteten, og

7) registrere de transaktioner, der gennemføres af handelsfacilitetens brugere under anvendelse af handelsfacilitetens systemer med henblik på at kunne påvise overtrædelser af handelsfacilitetens regler, handelsvilkår i strid med reglerne for handelsfaciliteten eller adfærd, der kan indebære overtrædelse af kapitel 10.

§ 41. Et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, skal offentliggøre de aktuelle priser og markedsdybden ved disse priser på aktier, der handles i handelsfacilitetens systemer, hvis aktierne samtidig er optaget til handel på et reguleret marked. Disse oplysninger skal inden for handelsfacilitetens normale åbningstid løbende gøres tilgængelige for offentligheden på rimelige forretningsmæssige vilkår.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fritage et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, for forpligtelsen i stk. 1 på baggrund af markedsmode, ordretype eller ordrestørrelse.

Stk. 3. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om pligten til offentliggørelse efter stk. 1 og om fritagelse efter stk. 2.

§ 42. Et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, skal offentliggøre pris, mængde og tidspunkt for transaktioner, der er gennemført i handelsfacilitetens systemer, med aktier, hvis aktierne samtidig er optaget til handel på et reguleret marked. Disse oplysninger skal gøres tilgængelige for offentligheden på rimelige forretningsmæssige vilkår og så tæt på realtid som muligt, medmindre oplysningerne om transaktionerne offentliggøres via et reguleret markeds systemer.

Stk. 2. Et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, kan fastsætte regler om udsættelse af offentliggørelse på baggrund af transaktionernes størrelse eller type. Reglerne skal godkendes af Finanstilsynet. Selskabet, der driver den multilaterale handelsfacilitet, skal offentliggøre de godkendte regler.

Stk. 3. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om pligt til at offentliggøre pris, mængde og tidspunkt for transaktioner, der er gennemført via en multilateral handelsfacilitets systemer med andre værdipapirer end aktier.

Stk. 4. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om pligten til offentliggørelse efter stk. 1 og om muligheden for udsættelse af offentliggørelse efter stk. 2, herunder om betingelserne herfor.

§ 42 a. Et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, må alene give adgang til handelsfaciliteten til følgende fysiske eller juridiske personer:

1) Værdipapirhandlere, jf. § 4.

2) Værdipapirhandlere som nævnt i § 4, stk. 1, nr. 3 og 4, som ikke udøver virksomhed gennem en filial eller yder tjenesteydelser her i landet, jf. §§ 30 og 31 i lov om finansiel virksomhed.

3) Andre fysiske eller juridiske personer, hvis personerne

a) er egnede og hæderlige,

b) har tilstrækkelig handelsevne og kompetence,

c) i fornødent omfang har passende administrative procedurer og

d) har tilstrækkelige ressourcer til at varetage de funktioner, der følger af deltagelsen i handelen i den multilaterale handelsfacilitet, og som skal sikre en passende afvikling af transaktioner.

§ 42 b. Et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, må ikke uden Finanstilsynets godkendelse indgå aftale med clearingcentraler eller andre virksomheder, der clearer eller afvikler transaktioner med penge eller værdipapirer.

Stk. 2. Hvis aftalen som nævnt i stk. 1 påtænkes indgået med en part, der er hjemmehørende i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, kan Finanstilsynet undlade at godkende en sådan aftale, hvis det kan godtgøres, at aftalen vil forhindre en hensigtsmæssig drift af den multilaterale handelsfacilitet, eller hvis Finanstilsynet finder, at clearing og afvikling i henhold til aftalen ikke kan gennemføres på en teknisk forsvarlig måde.

Særlige regler om drift af alternative markedspladser

§ 42 c. Selskaber, der driver en alternativ markedsplads, må alene optage værdipapirer til handel på den alternative markedsplads, hvis

1) udstederen af værdipapiret har anmodet herom og

2) værdipapiret ikke er optaget til handel på et reguleret marked her i landet eller tilsvarende markeder i andre lande.

Stk. 2. For værdipapirhandlere fra lande uden for Den Europæiske Union, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, omfattet af § 42 a, nr. 2, samt andre fysiske eller juridiske personer fra sådanne lande, bortset fra centralbanker, er adgangen til en alternativ markedsplads betinget af Finanstilsynets forudgående godkendelse.

Stk. 3. Et selskab, der driver en alternativ markedsplads, skal fastsætte regler om udstederes oplysningsforpligtelser.

§ 42 d . Selskaber, der driver en alternativ markedsplads, har eneret til at benytte betegnelsen alternativ markedsplads i deres navn. Andre fysiske eller juridiske personer må ikke anvende navne eller betegnelser for deres virksomhed, som er egnet til at fremkalde det indtryk, at de driver en alternativ markedsplads.

Stk. 2. Selskaber, der har Finanstilsynets tilladelse til at drive en alternativ markedsplads, skal benytte en betegnelse for den alternative markedsplads, der viser, at der er tale om en alternativ markedsplads.

§ 42 e. Et selskab, der driver en alternativ markedsplads, kan suspendere eller slette et værdipapir fra handelen på den alternative markedsplads. Suspension og sletning må dog ikke foretages, hvis

der er sandsynlighed for, at dette vil være til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.

Stk. 2. Fremsætter en udsteder, hvis værdipapirer er optaget til handel på en alternativ markedsplads, anmodning om sletning fra handelen, skal selskabet, der driver den alternative markedsplads, tage anmodningen til følge. Sletning må dog ikke foretages, hvis der er sandsynlighed for, at dette vil være til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.

Stk. 3. En udsteder har ret til at få et værdipapir slettet fra handelen på en alternativ markedsplads, hvis værdipapiret i forbindelse hermed optages til handel eller er optaget til handel på en anden alternativ markedsplads.

Stk. 4. Handelen med et værdipapir skal ophøre senest samtidig med, at værdipapiret optages til handel på et reguleret marked.

§ 42 f. De beføjelser, der i § 42 c er tillagt et selskab, der driver en alternativ markedsplads, udøves af Finanstilsynet, når en operatør af et reguleret marked her i landet eller i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller et selskab, der driver en alternativ markedsplads, anmoder om optagelse af sine værdipapirer til handel på den alternative markedsplads. Finanstilsynet udøver ligeledes de beføjelser, der i § 42 e er tillagt et selskab, der driver en alternativ markedsplads, når værdipapirer omfattet af 1. pkt. er optaget til handel på den alternative markedsplads.«

70. I overskriften til kapitel 12 udgår »første«.

71. § 43, stk. 1 og 2, affattes således:

»Dette kapitel finder anvendelse på udbud til offentligheden af værdipapirer, som ikke er optaget til handel på et reguleret marked, når udbuddet er mellem 100.000 euro og 2.500.000 euro.

Stk. 2. Dette kapitel finder anvendelse på værdipapirer som nævnt i § 2, stk. 1, nr. 1, bortset fra obligationer med en løbetid på mindre end 1 år.«

72. § 44, stk. 1, affattes således:

»En udbyder må ikke foretage udbud af værdipapirer til offentligheden, før der er offentliggjort et godkendt prospekt for disse værdipapirer, jf. stk. 2 og § 46, stk. 1.«

73. Kapitel 13 og 14 ophæves.

74. § 53, stk. 2-7, ophæves, og i stedet indsættes:

»*Stk. 2.* En clearingcentral kan drive anden virksomhed, der er accessorisk til virksomheden som clearingcentral, herunder drift af et reguleret marked eller som værdipapircentral. Hvis en clearingcentral driver et reguleret marked som accessorisk virksomhed, kan clearingcentralen tillige drive en multilateral handelsfacilitet. Finanstilsynet kan beslutte, at den accessoriske virksomhed skal udøves i et andet selskab. Hvis clearingcentralen driver et reguleret marked som accessorisk

virksomhed, kan en multilateral handelsfacilitet dog altid drives i samme selskab som det regulerede marked.

Stk. 3. Hvis en clearingcentral driver en værdipapircentral, et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet som accessorisk virksomhed, finder kravene til tilladelse og drift af disse typer af virksomheder i denne lov anvendelse. Ved accessorisk drift af en multilateral handelsfacilitet finder kravene til tilladelse og drift af denne type virksomhed i lov om finansiel virksomhed endvidere anvendelse.«

75. § 54, stk. 2, affattes således:

»*Stk. 2.* Værdipapirhandlere, kreditinstitutter og investeringsselskaber, der er meddelt tilladelse i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, og som ikke udøver værdipapirhandel gennem en filial eller yder tjenesteydelser her i landet, clearingcentraler, Økonomistyrelsen, Danmarks Nationalbank og centralbanker i et andet land inden for den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, kan klare og afvikle transaktioner på vegne af tredjemand.«

76. I § 54, stk. 3, ændres »Værdipapirhandlere« til: »Værdipapirhandlere, kreditinstitutter og investeringsselskaber, der er meddelt tilladelse i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område,«.

77. I § 55, stk. 6, ændres »stk. 1, 2 eller 3« til: »stk. 1-5«, og »jf. stk. 1-3« ændres til: »jf. stk. 1-5«.

78. I § 57, stk. 4, indsættes som 2. pkt. :

»Hvis aftalen vedrører et registreret betalingssystem omfattet af § 86, stk. 2, skal aftalen for at have retsvirkning over for boet og kreditorerne inden konkursen, anmeldelsen af betalingsstandsning eller åbningen af tvangsakkord være indsendt til Danmarks Nationalbank.«

79. I § 58 f, stk. 1, ændres »§ 2, stk. 1, nr. 1-5« til: »§ 2, stk. 1, nr. 1-3«.

80. I § 59, stk. 3, 2. pkt., ændres »Et enkelt fondsaktiv« til: »En enkelt fondskode«.

81. § 61 affattes således:

»§ 61. En værdipapircentral kan drive anden virksomhed, der er accessorisk til virksomheden som værdipapircentral, herunder drift af et reguleret marked eller som clearingcentral.

Stk. 2. Hvis en værdipapircentral driver et reguleret marked som accessorisk virksomhed, kan værdipapircentralen tillige drive en multilateral handelsfacilitet. Finanstilsynet kan beslutte, at den accessoriske virksomhed skal udøves i et andet selskab. Hvis værdipapircentralen driver et reguleret marked som accessorisk virksomhed, kan en multilateral handelsfacilitet dog altid drives i samme selskab som det regulerede marked.

Stk. 3. Hvis en værdipapircentral driver en clearingcentral, et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet som accessorisk virksomhed, finder kravene om tilladelse og drift af disse typer af

virksomheder i denne lov anvendelse. Ved accessorisk drift af en multilateral handelsfacilitet finder kravene om tilladelse og drift af denne type virksomhed i lov om finansiel virksomhed endvidere anvendelse.«

82. § 62, stk. 1, nr. 4 , affattes således:

»4) Danmarks Nationalbank og centralbanker i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område,«.

83. I § 62, stk. 1 , indsættes som nr. 8:

»8) Investeringselskaber og kreditinstitutter, der er meddelt tilladelse i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.«

84. I § 62, stk. 2, ændres »Kreditinstitutter, investeringselskaber og administrationselskaber« til: »Administrationsselskaber«.

85. I § 83, stk. 2, og § 84, stk. 3, ændres »notering eller handel på en fondsbørs, eller hvis værdipapirer handles på en autoriseret markedsplads« til: »handel på et reguleret marked«.

86. I § 83 indsættes efter stk. 2 som nye stykker:

»Stk. 3. Kontrollen efter stk. 2 omfatter også kontrol af reglerne for finansiel information i års- og delårsrapporter fra udstedere fra lande uden for Den Europæiske Union, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, som disse regler er fastlagt i den regnskabslovgivning, de pågældende udstedere er omfattet af, jf. § 27, stk. 7. Ved udførelsen af kontrollen kan Fondsrådet

1) yde vejledning,

2) påtale overtrædelser,

3) påbyde, at fejl skal rettes, og at overtrædelser skal bringes til ophør, og

4) give påbud om ændring af et forhold, herunder påbud om offentliggørelse af ændrede eller supplerende oplysninger.

Stk. 4. Såfremt det skønnes hensigtsmæssigt, kan Fondsrådet selv offentliggøre de pågældende oplysninger, offentliggøre påbuddet eller suspendere eller slette de berørte værdipapirer fra notering på en fondsbørs eller fra optagelse til handel på en autoriseret markedsplads.«

Stk. 3-8 bliver herefter stk. 5-10.

87. I § 83, stk. 3 og 4, der bliver stk. 5 og 6, ændres »stk. 2« til: »stk. 2-4«.

88. § 83, stk. 6, der bliver stk. 7, affattes således:

»Stk. 7. Finanstilsynet udarbejder årligt en liste over regulerede markeder, dvs. fondsbørser og autoriserede markedspladser, til opfyldelse af artikel 16 i Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer.«

89. I § 83, stk. 8, der bliver stk. 10, ændres »§ 19, stk. 1 og 2, § 33, stk. 4, § 41, stk. 3, § 42, stk. 5, § 52, stk. 1 og 2, og § 54, stk. 4« til: »§ 18, stk. 2, nr. 4, § 19, stk. 1, § 21, stk. 1, § 33, stk. 5, § 40, stk. 1, nr. 1, 2 og 4, § 52, stk. 1 og 2, § 54, stk. 4, og § 71, stk. 1«.

90. I § 83 a, stk. 1, nr. 1, ændres »§ 29, stk. 3« til: »§ 29, stk. 4«, og »§ 32, stk. 3« ændres til: »§ 32, stk. 4«.

91. I § 83 a, stk. 1, nr. 1 og 4, ændres »en fondsbørs, en autoriseret markedsplads henholdsvis en alternativ markedsplads« til: »en operatør af et reguleret marked henholdsvis det selskab, der driver en alternativ markedsplads«.

92. § 83 a, stk. 1, nr. 2, affattes således:

»2) § 22, stk. 1, og regler udstedt i medfør af § 22, stk. 2, kan udøves på tilsynets vegne af en operatør af et reguleret marked på nærmere fastsatte vilkår,«

93. I § 83 a, stk. 1, nr. 3, ændres »§ 27 a, stk. 2, § 28 a, stk. 5, og § 30, og regler udstedt i medfør af § 33, stk. 4, 1. pkt.« til: »§ 27 a, stk. 1-3, § 27 b, stk. 2, § 28 a, stk. 5, og § 30 og regler udstedt i medfør af § 33, stk. 5«.

94. I § 83 a, stk. 1, nr. 4, ændres »§ 28 c, § 29, stk. 1 og 2, § 31, stk. 1, og § 32, stk. 1« til: »§ 29, stk. 1 og 2, § 31, stk. 1, og § 32, stk. 1 og 3«.

95. I § 83 a, stk. 1, nr. 3 og 5, ændres »en fondsbørs henholdsvis en autoriseret markedsplads« til: »en operatør af et reguleret marked«.

96. I § 83 a, stk. 2 og 3, ændres »En fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads« til: »En operatør af et reguleret marked eller et selskab, som driver en alternativ markedsplads«.

97. I § 83 a, stk. 4 og 5, ændres »fondsbørser, autoriserede markedspladser henholdsvis alternative markedspladser« til: »operatører af regulerede markeder henholdsvis selskaber, som driver alternative markedspladser«.

98. To steder i § 83 b, stk. 1, i stk. 5 og 6, i § 84, stk. 3, § 84 a, stk. 5, nr. 16, to steder i § 84 b, stk. 4, og i § 88, stk. 1, ændres »§ 83, stk. 2« til: »§ 83, stk. 2 og 3«.

99. I § 84 a, stk. 5, nr. 11, ændres »Danmarks Nationalbank og udenlandske centralbanker« til: »Danmarks Nationalbank, udenlandske centralbanker, Det Europæiske Centralbanksystem og Den Europæiske Centralbank«.

100. I § 84 a, stk. 5, nr. 16, indsættes efter »§ 83 b«: »eller oplysninger i sager om Finanstilsynets godkendelse af prospekter i medfør af § 23 og i sager om Finanstilsynets kontrol med

oplysningsforpligtelsen i § 27, når disse oplysninger har betydning for Erhvervs- og Selskabsstyrelsens regnskabskontrol på vegne af Fondsrådet, jf. § 83, stk. 2«.

101. § 84 a, stk. 6, affattes således:

»Stk. 6. Bestemmelsen i stk. 1 er ikke til hinder for, at fortrolige oplysninger videregives til en operatør af et reguleret marked, som har fået tilladelse efter § 8, eller et selskab, der driver en alternativ markedsplads, jf. § 7 a, stk. 2, når

1) det sker for at imødegå eller undersøge, om der er misbrugt intern viden eller udøvet kursmanipulation efter bestemmelserne i kapitel 10 eller

2) det i øvrigt sker for at imødegå eller undersøge, om handelen og prisdannelsen på det regulerede marked eller den alternative markedsplads foregår på en redelig og gennemskuelig måde.«

102. § 84 b, stk. 2, nr. 1 og 2, affattes således:

»1) Et selskab, som søger om tilladelse til drift af et reguleret marked, værdipapirclearingvirksomhed og registreringsvirksomhed, jf. § 8, stk. 1.

2) Et medlem af en bestyrelse eller en direktion, som Finanstilsynet modtager oplysninger om i forbindelse med godkendelse i medfør af § 9, stk. 1 og 2.«

103. § 84 b, stk. 2, nr. 4, affattes således:

»4) Den, der overtræder lovens forbud mod at benytte betegnelser omfattet af § 16, stk. 2, og § 42 d, stk. 1.«

104. I § 84 b, stk. 2, nr. 6, ændres »en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, en alternativ markedsplads« til: »en operatør af et reguleret marked, et selskab, der driver en alternativ markedsplads«.

105. To steder i § 84 c, stk. 1, indsættes efter »virksomhed«: »eller en fysisk person«.

106. To steder i § 84 c, stk. 1 og 3 og i stk. 4 og 5, indsættes efter »virksomheden«: »eller den fysiske person«.

107. § 84 c, stk. 2, affattes således:

» Stk. 2. Offentliggørelse kan ske i sager om overtrædelse af

1) reglerne om offentliggørelse af intern viden, jf. § 27, stk. 1, 2, 4 og 5,

2) reglerne om offentliggørelse af års- og halvårsrapporter, jf. § 27, stk. 7,

3) reglerne om offentliggørelse af periodemeddelelser, jf. § 27, stk. 8, og af bestemmelser herom udstedt i medfør af § 30,

- 4) reglerne om meddelelse af besiddelse af egne aktier, jf. § 28,
- 5) reglerne om meddelelse, indberetning og offentliggørelse af ledende medarbejderes transaktioner, jf. § 28 a, stk. 1, 3, 5 og 7, og af bestemmelser herom udstedt i medfør af § 28 a, stk. 8,
- 6) reglerne om udarbejdelse og udbredelse af anbefalinger vedrørende værdipapirer, jf. § 28 b, stk. 1, og af bestemmelser herom udstedt i medfør af § 28 b, stk. 2,
- 7) reglerne om meddelelse af større besiddelse af aktier, jf. § 29, stk. 1, og af bestemmelser herom udstedt i medfør af § 29, stk. 4,
- 8) regler om udsteders oplysningsforpligtelser og ligebehandling af og kommunikation med aktionærer og indehavere af obligationer eller andre former for omsættelige gældsinstrumenter udstedt i medfør af § 30,
- 9) forbuddene mod insiderhandel, videregivelse af intern viden og kursmanipulation, jf. § 35, stk. 1, § 36 og § 39, stk. 1,
- 10) bestemmelserne om udstedelse af interne regler, jf. § 37, stk. 1-3,
- 11) reglerne om udarbejdelse af insiderlister, jf. § 37, stk. 4, og af bestemmelser herom udstedt i medfør af § 37, stk. 10, og
- 12) reglerne om underretning om mistænkelige transaktioner, jf. § 37, stk. 6, 1. pkt., og af bestemmelser herom udstedt i medfør af § 37, stk. 10.«

108. I § 84 c, stk. 3 og 4, indsættes efter »den virksomhed«: »eller den fysiske person«.

109. I § 84 c indsættes som stk. 7:

»Stk. 7. Hvis en udsteder af værdipapirer undlader at efterkomme et påbud om offentliggørelse af oplysninger, der er meddelt i henhold til § 93, stk. 2, kan Finanstilsynet offentliggøre sådanne oplysninger. Offentliggørelse efter 1. pkt. kan ske i sager omfattet af § 27, stk. 1, 7 og 8, § 28 og § 29, stk. 1, og sager omfattet af bestemmelser udstedt i medfør af § 30.«

110. § 86, stk. 1, affattes således:

»Finanstilsynet fører tilsyn med, at værdipapirhandlere, operatører af regulerede markeder, registrerede betalingssystemer, clearingcentraler, værdipapircentraler og kontoførende institutters virksomhed, herunder at deres regler, organisationsplaner, forretningsgange og kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger, herunder på it-området, er betryggende og i overensstemmelse med denne lov og bestemmelser fastsat i medfør heraf. Tilsvarende fører Finanstilsynet tilsyn med, at selskaber, der driver multilaterale handelsfaciliteter, overholder deres pligter efter denne lov. Tilsyn føres dog ikke med registrerede betalingssystemer, der er omfattet af Danmarks Nationalbanks overvågning efter stk. 2.«

111. I § 87, stk. 1, ændres »fondsbørser, clearingcentraler, værdipapircentraler, kontoførende institutter, autoriserede markedspladser, alternative markedspladser, pengemarkedsmæglere, værdipapirmæglere« til: »operatører af regulerede markeder, clearingcentraler, værdipapircentraler, kontoførende institutter, selskaber, der driver multilaterale handelsfaciliteter«.

112. I § 87, stk. 5, ændres »en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, en alternativ markedsplads, en clearingcentral, en værdipapircentral, et kontoførende institut, en autoriseret markedsplads, et registreret betalingssystem, en pengemarkedsmægler samt en værdipapirmægler« til: »en operatør af et reguleret marked, et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, en clearingcentral, en værdipapircentral, et kontoførende institut og et registreret betalingssystem«.

113. § 88, stk. 3, affattes således:

»Stk. 3. Afgørelser truffet af operatører af regulerede markeder, selskaber, der driver multilaterale handelsfaciliteter, clearingcentraler eller værdipapircentraler i henhold til denne lov eller regler udstedt i medfør af loven samt de nævnte virksomheders afgørelser i sager af vidtrækkende eller principiel betydning truffet i henhold til egne regelsæt kan indbringes for Finanstilsynet senest 4 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende. Indbringelsen kan tillægges opsættende virkning.«

114. I § 89, stk. 1, ændres »fondsbørser, clearingcentraler, værdipapircentraler, kontoførende institutter, autoriserede markedspladser, alternative markedspladser, registrerede betalingssystemer, pengemarkedsmæglere og værdipapirmæglere« til: »operatører af regulerede markeder, clearingcentraler, værdipapircentraler, kontoførende institutter, selskaber, der driver multilaterale handelsfaciliteter, og registrerede betalingssystemer«.

115. § 92 affattes således:

»§ 92. Finanstilsynet kan inddrage tilladelsen efter § 8 for en operatør af et reguleret marked, en clearingcentral og en værdipapircentral, hvis

- 1) virksomheden ikke påbegyndes inden 12 måneder efter, at tilladelsen er givet,
- 2) virksomheden ikke udøves i en periode på over 6 måneder,
- 3) selskabet udtrykkeligt giver afkald på at gøre brug af tilladelsen,
- 4) selskabet groft eller gentagne gange tilsidesætter sine pligter efter denne lov eller påbud i henhold til § 93, stk. 2, eller bestemmelser udstedt i medfør af loven,
- 5) et medlem af selskabets bestyrelse eller direktion ikke opfylder de i § 9, stk. 1 og 2, nævnte krav eller
- 6) selskabet i øvrigt ikke længere opfylder de betingelser, hvorpå tilladelsen blev meddelt.

Stk. 2. Finder Finanstilsynet, at et kontoførende institut, der omfattes af § 62, stk. 1, nr. 2-8, eller stk. 2-4, groft tilsidesætter sine forpligtelser eller påbud meddelt efter denne lov, kan Finanstilsynet fratage det pågældende institut retten til at virke i henhold til § 62 og § 76, stk. 2.

Stk. 3. Opfylder en operatør af et reguleret marked, en clearingcentral eller en værdipapircentral ansvarlige kapital ikke kapitalkravet i henhold til § 8, stk. 2, nr. 2, kan Finanstilsynet enten fastsætte en frist til at bringe den ansvarlige kapital op på dette minimum eller straks inddrage tilladelsen. 1. pkt. finder tilsvarende anvendelse i de tilfælde, hvor en værdipapircentral samlede kapitalberedskab ikke opfylder kravet i § 82, stk. 1.«

116. § 93, stk. 1, affattes således:

»Overtrædelse af § 8, stk. 1, § 10, stk. 1 og 5-7, § 11, § 12 a, § 12 b, stk. 1, stk. 2, 1. pkt., stk. 3-6 og 10, § 12 c, § 12 d, § 14, stk. 1, 1. pkt., § 16, stk. 3 og 4, § 19, stk. 1, § 20, stk. 6, § 23, stk. 1 og 3, § 24, stk. 1, § 27, stk. 1, stk. 2, 1. og 2. pkt., og stk. 7 og 8, § 27 a, stk. 1-3, § 27 b, stk. 1 og stk. 2, 1. pkt., § 28, § 28 a, stk. 1, stk. 3, 4. pkt., stk. 5, 1. pkt., og stk. 7, § 28 b, stk. 1, § 29, stk. 1 og 2, § 31, stk. 1, § 32, stk. 1-3, § 33, stk. 1 og 3, § 37, stk. 1-5, stk. 6, 1. pkt., stk. 7, 1. pkt., og stk. 8 og 9, § 40, stk. 3, § 42, stk. 4 og 5, § 42 b, stk. 3, § 44, stk. 1 og 3, § 45, stk. 1, § 46, stk. 1, § 48, stk. 2, § 51, stk. 1, § 52, stk. 1, 2. pkt., § 60, stk. 1, 2. pkt., § 75, stk. 2, 2. pkt., og § 76, stk. 2, straffes med bøde. På samme måde straffes grov eller gentagen overtrædelse af § 18, stk. 1 og 2, § 23, stk. 6, § 41, stk. 1-3, § 49, § 52, stk. 1, 1. pkt., og § 60, stk. 1, 1. pkt. Med bøde straffes en finansiel virksomhed eller en finansiel holdingvirksomhed, der ikke efterkommer et påbud, der er givet i medfør af § 3, stk. 1, 2. pkt.«

117. § 93, stk. 2, affattes således:

»*Stk. 2.* Hvis en fysisk eller juridisk person ikke opfylder sine forpligtelser efter denne lov eller bestemmelser fastsat i medfør heraf, kan Finanstilsynet give den pågældende påbud om ændring af forholdet. Påbud kan ligeledes gives til sammenslutninger af juridiske personer. Beføjelser efter 1. og 2. pkt. udøves af Danmarks Nationalbank, når der er tale om et registreret betalingssystem omfattet af § 57 a, stk. 7. Hvis det skønnes hensigtsmæssigt, kan Finanstilsynet suspendere eller slette de berørte værdipapirer fra handel på det regulerede marked eller den multilaterale handelsfacilitet. Tilsvarende kan Finanstilsynet suspendere eller slette de berørte værdipapirer fra handel, hvis det pågældende værdipapir slettes eller suspenderes på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område. Den, der ikke efterlever et påbud fra Finanstilsynet henholdsvis Danmarks Nationalbank eller afgiver urigtige eller vildledende oplysninger til Finanstilsynet henholdsvis Danmarks Nationalbank, straffes med bøde, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter anden lovgivning.«

118. I § 93 indsættes efter stk. 3 som nyt stykke:

»*Stk. 4.* Finanstilsynet kan fastsætte regler om straf af bøde ved overtrædelse af bestemmelser indeholdt i Det Europæiske Fællesskabs forordninger for de områder af loven, som Finanstilsynet fører tilsyn med.«

Stk. 4 og 5 bliver herefter stk. 5 og 6.

119. I § 94, stk. 2, ændres »stk. 4« til: »stk. 5«.

120. § 95, stk. 1, affattes således:

»Undlader en direktion, bestyrelse eller revisor hos en værdipapirhandler, en operatør af et reguleret marked, en clearingcentral, en værdipapircentral, et kontoførende institut, et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, et registreret betalingssystem eller en udsteder at efterkomme de pligter, der efter loven eller efter bestemmelser udstedt i medfør heraf påhviler dem eller pålægges dem af Finanstilsynet, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen eller, når der er tale om et registreret betalingssystem omfattet af § 57 a, stk. 7, Danmarks Nationalbank, kan Finanstilsynet, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen eller Danmarks Nationalbank som tvangsmiddel pålægge de pågældende daglige eller ugentlige bøder.«

121. § 96 affattes således:

»§ 96. Bestyrelsesmedlemmer, direktører, revisorer og deres suppleanter og ansatte hos en operatør af et reguleret marked, en clearingcentral, en værdipapircentral, et registreret betalingssystem, et kontoførende institut eller et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, som uberettiget videregiver eller udnytter fortrolige oplysninger, som de under udøvelsen af deres hverv har fået kendskab til, straffes med bøde, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter anden lovgivning.

Stk. 2. Giver personer, der er knyttet til en operatør af et reguleret marked, et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, en clearingcentral, en værdipapircentral, et registreret betalingssystem eller et kontoførende institut urigtige eller vildledende oplysninger om forhold vedrørende operatøren af det regulerede marked, selskabet, der driver en multilateral handelsfacilitet, clearingcentralen, værdipapircentralen, det registrerede betalingssystem eller det kontoførende institut til Finanstilsynet, Danmarks Nationalbank, Fondsrådet eller andre offentlige myndigheder, straffes den pågældende med bøde eller fængsel i indtil 4 måneder, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter anden lovgivning.«

§ 2

I lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 479 af 1. juni 2006, som ændret ved § 2 i lov nr. 527 af 7. juni 2006, og som ændres ved § 1 i nærværende lovforslag, foretages følgende ændringer:

1. I § 27, stk. 1, 7 og 8, stk. 11, nr. 5, og stk. 12, § 27 b, stk. 1, og § 28 ændres »notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked« til: »handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område«.

2. I § 27, stk. 7, ændres »(bortset fra betalingsinstrumenter), der kan handles på kapitalmarkedet,« til: »omfattet af § 2, stk. 1, nr. 1,«.

3. I § 27 a, stk. 1, ændres »(bortset fra betalingsinstrumenter), der kan handles på kapitalmarkedet,« til: »omfattet af § 2, stk. 1, nr. 1,«.

4. I § 29, stk. 1, ændres »notering eller handel på en fondsbørs eller optaget til handel på en autoriseret markedsplads« til: »er optaget til handel på et reguleret marked her i landet eller i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område,«.

5. I § 83, stk. 4, ændres »notering på en fondsbørs eller fra optagelse til handel på en autoriseret markedsplads« til: »handel på et reguleret marked«.

6. § 83, stk. 7, affattes således:

»Stk. 7. Finanstilsynet udarbejder årligt en liste over regulerede markeder til opfyldelse af artikel 47 i direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID-direktivet).«

7. § 93, stk. 1, affattes således:

»Overtrædelse af § 8, stk. 1, § 10, stk. 1 og 5-8, § 11, § 12 a, § 12 b, stk. 1, stk. 2, 1. pkt., stk. 3-6 og 10, § 12 c, § 12 d, stk. 1, § 14, stk. 1, 1. pkt., § 15, stk. 3, § 16, stk. 2, 3. pkt., og stk. 3, § 18, § 18 a, stk. 1 og 2, § 18 b, stk. 1 og 2 og stk. 3, 2. og 3. pkt., § 19, § 20, stk. 4, 2. pkt., stk. 5 og stk. 6, 1. pkt., § 21, stk. 1 og 2 og stk. 3, 2. pkt., § 23, stk. 1 og 3, § 24, stk. 1, § 25, stk. 1, 2. pkt., og stk. 2, § 27, stk. 1, stk. 2, 1. pkt., og stk. 7 og 8, § 27 a, stk. 1-3, § 27 b, stk. 1 og stk. 2, 1. pkt., § 28, § 28 a, stk. 1, stk. 3, 4. pkt., stk. 5, 1. pkt., og stk. 7, § 28 b, stk. 1, § 29, stk. 1 og 2, § 31, stk. 1, § 32, stk. 1-3, § 33, stk. 2 og 4, § 33 a, stk. 1 og stk. 2, 2. pkt., § 33 b, stk. 1 og 2, § 37, stk. 1-5, stk. 6, 1. pkt., stk. 7, 1. pkt., og stk. 8 og 9, § 40, § 41, stk. 1, 2. pkt., § 42, stk. 1 og stk. 2, 2. og 3. pkt., § 42 a, § 42 b, stk. 1, § 42 c, § 42 d, stk. 1, 2. pkt., og stk. 2, § 42 e, stk. 1, 2. pkt., og stk. 2, 2. pkt., § 44, stk. 1 og 3, § 45, stk. 1, § 46, stk. 1, § 51, § 52, stk. 1, 2. pkt., § 60, stk. 1, 2. pkt., § 75, stk. 2, 2. pkt., og § 76, stk. 2, straffes med bøde. På samme måde straffes grov eller gentagen overtrædelse af § 23, stk. 6, § 52, stk. 1, 1. pkt., og § 60, stk. 1, 1. pkt. Med bøde straffes en finansiel virksomhed eller en finansiel holdingvirksomhed, der ikke efterkommer et påbud, der er givet i medfør af § 3, stk. 1, 2. pkt. Med bøde straffes endvidere et selskab omfattet af § 7, stk. 1, der ikke efterkommer et påbud, der er givet i medfør af § 12 f, stk. 1.«

§ 3

I lov om finansiel virksomhed, jf. lovbekendtgørelse nr. 286 af 4. april 2006, som ændret ved § 1 i lov nr. 527 af 7. juni 2006, foretages følgende ændringer:

1. I fodnoten til lovens titel udgår »Rådets direktiv 93/6/EØF af 15. marts 1993, EF-Tidende nr. L 141, s. 1 (kapitalkravsdirektivet),« og »direktiverne 73/183, 77/780, 89/299, 89/646, 89/647, 92/30, 92/121 og dele af 95/26 og 98/33, der nu er sammenskrevet i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF af 20. marts 2000, EF-Tidende nr. L 126, s. 1 (kreditinstitutdirektivet),«.

2. I *fodnoten* til lovens titel udgår »Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993, EF-Tidende 1993 nr. L 141, s. 27 (investeringsservicedirektivet),«.

3. I fodnoten til lovens titel indsættes efter »(direktiv om forsikringsformidling)«: », dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2005/14/EF af 11. maj 2005, (EU-Tidende 2005 nr. L 149, s. 14) (5. motorkøretøjsforsikringsdirektiv), dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/48/EF af 14. juni 2006 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut (omarbejdning), (EU-Tidende 2006 nr. L 177, s. 1) (kreditinstitutdirektivet), dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/49/EF af 14. juni 2006 om kravene til investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag (omarbejdning), (EU-Tidende 2006 nr. L 177, s. 201) (kapitalkravsdirektivet)«.

4. I *fodnoten* til lovens titel indsættes som sidste led: », dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF, (EU-Tidende 2004 nr. L 145, s. 1) (MiFID-direktivet), dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/31/EF af 5. april 2006 om ændring af direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter, for så vidt angår visse frister, (EU-Tidende 2006 nr. L 114, s. 60) (udsættelsesdirektivet)«.

5. I § 1, stk. 2, ændres »§ 361, stk. 1, nr. 8« til: »§ 361, stk. 1, nr. 6«.

6. I § 1, stk. 4, udgår »investeringsselskaber, «.

7. I § 1, stk. 4, indsættes som 3. pkt.:

»For filialer her i landet af kreditinstitutter og investeringsselskaber, der er meddelt tilladelse til at yde investeringsservice i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, og som udfører sådan aktivitet her i landet, finder §§ 30, 32 og 43, § 72, stk. 2, nr. 5, § 344, § 345, § 347, stk. 1, 2, 4 og 5, § 348 og § 354 a, stk. 1, stk. 2, nr. 2 og 7, og stk. 3-5, anvendelse.«

8. I § 1, stk. 5, udgår »investeringsselskaber,«.

9. I § 1, stk. 5, indsættes som 2. pkt.:

»For tjenesteydelser her i landet ydet af kreditinstitutter og investeringsselskaber, der er meddelt tilladelse til at yde investeringsservice i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, finder § 31, § 347, stk. 1, og § 348, stk. 1, anvendelse.«

10. I § 1 indsættes efter stk. 11 som nyt stykke:

»Stk. 12. Kapitel 20 a finder anvendelse på investeringsrådgivere.«

Stk. 12 og 13 bliver herefter stk. 13 og 14.

11. I § 1, stk. 12, der bliver stk. 13, ændres »§ 327, stk. 3, og § 358, stk. 2,« til: »og § 327, stk. 3,«.

12. I § 1 indsættes som stk. 15:

»Stk. 15. For operatører af regulerede markeder hjemmehørende her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, der har tilladelse efter denne lov til at drive multilaterale handelsfaciliteter, jf. § 5, stk. 1, nr. 20, finder § 9, stk. 9, § 14, stk. 1, nr. 1, 3-6 og 8, og stk. 2-5, § 39, stk. 6, kapitel 7, §§ 70-72, kapitel 9, § 125, stk. 1 og 4-6, §§ 127-129, § 131, stk. 1, 3, 4 og 6, § 132, § 135, stk. 1 og 2, § 136, § 139, § 142, stk. 1, § 143, § 204, stk. 1, § 223, § 224, stk. 5, § 226, stk. 5, §§ 344-352, § 355, § 361, stk. 1, nr. 19, §§ 368-371, § 372, stk. 1, § 373 og bilag 4, afsnit A, nr. 8, anvendelse, med de afvigelser som forholdet nødvendiggør. For operatører af regulerede markeder hjemmehørende i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med

på det finansielle område, der driver multilaterale handelsfaciliteter fra dette land, finder § 31, stk. 11, og § 32 anvendelse. For operatører af regulerede markeder hjemmehørende i et land uden for Den Europæiske Union, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, der driver multilaterale handelsfaciliteter fra dette land, finder § 32 anvendelse.«

13. § 5, stk. 1, nr. 4 , affattes således:

»4) *Investeringservice*:

De i bilag 4, afsnit A, nr. 1-8, anførte aktiviteter i forbindelse med de i bilag 5, nr. 1-10, anførte instrumenter.«

14. I § 5, stk. 1, indsættes som nr. 20:

»20) *Multilateral handelsfacilitet*:

Et multilateralt handelssystem (med undtagelse af regulerede markeder) der inden for systemet og efter dets ufravigelige regler sætter forskellige tredjeparters interesse i køb og salg af de i bilag 5, nr. 1-10, nævnte instrumenter i forbindelse med hinanden på en sådan måde, at der indgås en aftale om overdragelse.«

15. I § 7, stk. 2 , ændres »1 og 3« til: »1 og 4«.

16. I § 8, stk. 2, indsættes efter »nr. 1«: »og 2«.

17. I § 9, stk. 6 og 8, § 10, stk. 5, og § 125, stk. 2, nr. 2 og 3, ændres »en fondsbørs« til: »et reguleret marked«.

18. I § 9, stk. 8, ændres »2, 4 og 5« til: »3, 6, 8 og 9«.

19. I § 9 indsættes efter stk. 8 som nye stykker:

»Stk. 9. Operatører af regulerede markeder her i landet, i andre lande inden for Den Europæiske Union eller i lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, kan få tilladelse til at drive multilaterale handelsfaciliteter. Operatører af regulerede markeder, der driver multilaterale handelsfaciliteter, skal have en aktiekapital på 1 mio. euro.

Stk. 10. Værdipapirhandlere og operatører af regulerede markeder, der ønsker at drive en multilateral handelsfacilitet som en alternativ markedsplads, skal give meddelelse herom til Finanstilsynet inden påbegyndelsen af driften af den alternative markedsplads. Multilaterale handelsfaciliteter, der har været i drift inden en sådan meddelelse, kan ikke efterfølgende drives som alternative markedspladser.«

Stk. 9 bliver herefter stk. 11.

20. § 10, stk. 2 , affattes således:

»Stk. 2. Investeringsforvaltningsselskaber kan få tilladelse efter § 9, stk. 1, til at udføre de i bilag 4, afsnit A, nr. 4, 5 og 9, nævnte aktiviteter og de i afsnit B, nr. 4, nævnte aktiviteter. De i bilag 4, afsnit A, nr. 4 og 5, nævnte aktiviteter kan udføres med de i bilag 5, nr. 1-3, nævnte instrumenter og med finansielle futures og tilsvarende instrumenter, der afregnes kontant, fremtidige renteaftaler (FRA-kontrakter), rente- og valutaswaps og swaps på aktier og aktieindeks, optioner på at erhverve eller afhænde et instrument, der er nævnt i dette stykke, og optioner på aktie- og obligationsindeks samt valuta- og renteoptioner. Den i bilag 4, afsnit A, nr. 9, omhandlede aktivitet kan alene udføres med de i bilag 5, nr. 3, nævnte instrumenter. Tilladelse til at udføre aktiviteter som nævnt i bilag 4, afsnit A, nr. 5 og 9, kan kun meddeles i tilknytning til tilladelse til den i bilag 4, afsnit A, nr. 4, omhandlede aktivitet. Tilladelsen skal angive de aktiviteter i bilag 4, som tilladelsen omfatter.«

21. I § 10, stk. 5, ændres »nr. 4« til: »nr. 3«.

22. § 14, stk. 3, affattes således:

»Stk. 3. Afslår Finanstilsynet en ansøgning om tilladelse, skal dette begrundes og meddeles ansøgeren senest 6 måneder efter ansøgningens modtagelse, eller, hvis ansøgningen er ufuldstændig, senest 6 måneder efter, at ansøgeren har fremsendt de oplysninger, der er nødvendige for at træffe afgørelsen. Der skal under alle omstændigheder træffes afgørelse senest 12 måneder efter ansøgningens modtagelse. Har Finanstilsynet ikke senest 6 måneder efter modtagelsen af en fuldstændig ansøgning om tilladelse truffet afgørelse, kan selskabet indbringe sagen for domstolene.«

23. I § 14 indsættes som stk. 6:

» Stk. 6. For finansielle virksomheder omfattet af §§ 7-9 og § 10, stk. 2, er tilladelse endvidere betinget af, at virksomheden tilsluttes Garantifonden for indskydere og investorer.«

24. I § 19 indsættes som stk. 3 :

»Stk. 3. Finanstilsynet kan give tilladelse til, at et skadesforsikringsselskab, der gennem en filial driver virksomhed i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, kan udøve forsikringsformer, der er i overensstemmelse med retsanvendelsen i det pågældende land, uanset at dette ikke er tilladt i Danmark.«

25. I § 30, stk. 3, nr. 2, og § 31, stk. 3, nr. 2, ændres »nr. 3 og 5, og afsnit B, nr. 5« til: »nr. 4, 5 og 9«.

26. I § 30 indsættes som stk. 11:

»Stk. 11. Filialer her i landet af kreditinstitutter og investeringsselskaber, der er meddelt tilladelse til at yde investeringsservice i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, og som udfører sådan aktivitet her i landet, kan anvende tilknyttede agenter.«

27. § 31, stk. 9, affattes således:

»Stk. 9. Udnævnelsen af repræsentanten betragtes ikke i sig selv som oprettelse af et etableret forretningssted, jf. § 34.«

28. I § 31 indsættes som stk. 11:

»Stk. 11. En operatør af et reguleret marked, der har tilladelse til at drive multilaterale handelsfaciliteter i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, kan lade fjernbrugere eller fjerndeltagere her i landet få adgang til at deltage i og anvende de multilaterale handelsfaciliteters systemer.«

29. I § 39 indsættes som stk. 6:

»Stk. 6. Operatører af regulerede markeder, der har tilladelse til at drive multilaterale handelsfaciliteter her i landet, jf. § 9, stk. 9, og som ønsker, at fjernbrugere eller fjerndeltagere i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, får adgang til at deltage i og anvende de multilaterale handelsfaciliteters systemer, skal følge den i stk. 1 nævnte procedure.«

30. § 57 a, stk. 1, affattes således:

»Et forsikringsselskab må kun benytte en erhvervsvirksomhed til formidling af forsikringsselskabets produkter, hvis den erhvervsdrivende er registreret i et offentligt register over forsikringsformidlere, jf. § 10, stk. 1, eller § 27, stk. 1, i lov om forsikringsformidling.«

31. § 72 affattes således:

»§ 72. En finansiel virksomhed, der har tilladelse til at drive virksomhed som værdipapirhandler, skal opfylde kravene i § 71, stk. 1, og træffe de nødvendige forholdsregler for at sikre sammenhæng og regelmæssighed i sin virksomhed som værdipapirhandler og anvende ressourcer, systemer og procedurer, der er hensigtsmæssige hertil.

Stk. 2. En finansiel virksomhed, der har tilladelse til at drive virksomhed som værdipapirhandler, skal

1) have passende regler og procedurer for transaktioner med de i bilag 5 nævnte instrumenter, som omfatter virksomhedens ledelse og ansatte,

2) kunne påvise interessekonflikter, som kan skade kundernes interesser, både mellem værdipapirhandlerens kunder indbyrdes og mellem kunderne og værdipapirhandleren og begrænse disse interessekonflikter mest muligt, samt, hvor der er risiko for, at kundernes interesse skades, i det konkrete tilfælde informere kunden om interessekonflikternes generelle indhold, inden der indgås aftale med kunden,

3) sikre kundernes ejendomsret til deres midler og de i bilag 5 nævnte instrumenter,

4) beskytte kundernes rettigheder og må ikke uden udtrykkeligt samtykke disponere over deres midler og instrumenter og

5) føre og opbevare fyldestgørende lister over alle udførte tjenesteydelser og transaktioner i mindst 5 år efter, at tjenesteydelsen er udført, henholdsvis transaktionen er gennemført.

Stk. 3. En finansiel virksomhed, der har tilladelse til at drive virksomhed som værdipapirhandler, kan opbevare kunders instrumenter, jf. bilag 5, i samme depot (samledepot), hvis den finansielle virksomhed har informeret den enkelte kunde om retsvirkningerne heraf og kunden har givet samtykke hertil. Finanstilsynet kan i særlige tilfælde give tilladelse til, at kunders og en finansiel virksomheds egne instrumenter opbevares i samme depot. En finansiel virksomhed skal føre et register, hvoraf de enkelte kunders ejerforhold til de registrerede instrumenter klart fremgår. Finanstilsynet kan fratage en finansiel virksomhed, der har tilladelse til at drive virksomhed som værdipapirhandler, retten til at føre et samledepot.

Stk. 4. Stk. 2, nr. 2-4, finder tilsvarende anvendelse på Danmarks Nationalbank og Økonomistyrelsen med de fornødne tilpasninger.

Stk. 5. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om de i stk. 1-3 nævnte forhold.

Stk. 6. I tilfælde af en finansiel virksomheds konkurs, betalingsstandsning eller lign. kan den enkelte kunde på grundlag af det i stk. 3, 3. pkt., anførte register udtage sine instrumenter af et samledepot, hvis der ikke forinden er tvist om kundens ejendomsret.«

32. I § 80, stk. 5, ændres »fondsbørser, autoriserede markedspladser« til: »regulerede markeder«.

33. § 97 ophæves.

34. § 108, stk. 4, affattes således:

»*Stk. 4.* Den ansvarshavende aktuar skal påse, at selskabet overholder sit tekniske grundlag m.v. Aktuaren skal i denne forbindelse gennemgå det aktuarmæssige indhold i selskabets aktiviteter og materiale og påse, at det tekniske grundlag m.v., jf. § 20, til enhver tid er i overensstemmelse med de i § 21, stk. 1-5, nævnte krav.«

35. § 110 affattes således:

»**§ 110.** Aktieselskabslovens § 48 a finder ikke anvendelse på et forsikringsselskabs anskaffelse af egne aktier.«

36. I § 114, stk. 1, ændres »stk. 4« til: »stk. 3«.

37. I § 114, stk. 3, ændres »§ 73, stk. 6« til: »§ 73, stk. 7«.

38. I § 125, stk. 2, nr. 2, ændres »nr. 2, 4 og 5« til: »nr. 3, 6, 8 og 9«.

39. I § 125, stk. 2, nr. 3, ændres »nr. 4« til: »nr. 3«.

40. I § 126, stk. 1, nr. 5 a, ændres »50« til: »53,1«.

41. I § 126, stk. 1, nr. 5 b, ændres »35« til: »37,2«.

42. I § 126, stk. 1, nr. 6 og 8, ændres »3« til: »3,2«.

43. I § 126, stk. 1, nr. 7, ændres »2« til: »2,2«.

44. I § 134, stk. 1, nr. 7, og § 138, stk. 1, nr. 8, ændres »børsnoterede selskaber« til: »selskaber, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked«.

45. I § 153, stk. 1, nr. 4, ændres »Børsnoterede obligationer« til: »Obligationer optaget til handel på et reguleret marked«.

46. I § 157, stk. 1, ændres »nr. 2« til: »nr. 3« og »noteret på en fondsbørs eller optaget til handel på et andet reguleret marked« til: »optaget til handel på et reguleret marked«.

47. § 162, stk. 1, nr. 2, affattes således:

»2) Obligationer optaget til handel på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende markeder i andre lande, og som er udstedt af internationale organisationer, der som medlem har mindst ét af medlemslandene i Den Europæiske Union.«

48. § 162, stk. 1, nr. 9-13, affattes således:

»9) Andre obligationer og lån optaget til handel på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende markeder i andre lande omfattet af zone A.

10) Kapitalandele optaget til handel på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende markeder i andre lande omfattet af zone A.

11) Ejendomme, der ikke er omfattet af nr. 5, og lån sikret ved tinglyst panteret i ejendomme, der ikke er omfattet af nr. 6.

12) Kapitalandele og andre værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende markeder i andre lande uden for zone A.

13) Andre lån og værdipapirer, som ikke omfattes af nr. 1-12.«

49. § 163, stk. 1, nr. 2, ophæves.

Nr. 3-5 bliver herefter nr. 2-4.

50. § 163, stk. 2, affattes således:

»Stk. 2. Andre lån og værdipapirer omfattet af § 162, stk. 1, nr. 13, må højst udgøre 10 pct. af de forsikringsmæssige hensættelser.«

51. I § 164, stk. 6, ændres »§ 163, stk. 1, nr. 1, 2 og 4,« til: »§ 163, stk. 1, nr. 1 og 3,«.

52. I § 166, stk. 4, og § 168 ændres »§ 163, stk. 1, nr. 5« til: »§ 163, stk. 1, nr. 4«.

53. § 183, stk. 4, affattes således:

»Stk. 4. Finansielle virksomheder og finansielle holdingvirksomheder, hvis værdipapirer ikke er optaget til handel på et reguleret marked, kan uanset stk. 2 vælge at udarbejde årsrapport efter de i stk. 3 nævnte standarder. Finansielle virksomheder og finansielle holdingvirksomheder, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, kan uanset stk. 2 vælge at anvende de i stk. 3 nævnte standarder på de dele af deres årsrapport, der ikke omfattes af den nævnte forordnings artikel 4.«

54. § 185, stk. 1, affattes således:

»Når årsrapporten er udarbejdet, skal alle medlemmer af bestyrelsen og direktionen underskrive den og datere underskriften. De skal give deres underskrift i tilknytning til en ledelsespåtegning, hvor hver enkelt medlems navn og funktion i forhold til selskabet er tydeligt angivet, og hvori de erklærer, hvorvidt

1) årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lovgivningens krav og eventuelle krav i vedtægter eller aftale,

2) årsrapporten giver et retvisende billede af virksomhedens og, hvis der er udarbejdet koncernregnskab, koncernens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet og

3) ledelsesberetningen indeholder en retvisende gennemgang af udviklingen i virksomhedens og, hvis der er udarbejdet koncernregnskab, koncernens aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som virksomheden henholdsvis koncernen kan påvirkes af.«

55. I § 224, stk. 1, nr. 1, indsættes efter »denne lov«: », lov om værdipapirhandel m.v.«

56. I § 224 indsættes som stk. 5:

»Stk. 5. Har en operatør af et reguleret marked tilladelse til at drive multilaterale handelsfaciliteter i medfør af § 9, stk. 9, kan tilladelsen hertil inddrages, hvis betingelserne i stk. 1, nr. 1, 3 eller 4, eller kapitalkravene i § 9, stk. 9, og § 125, stk. 1 og 4-6, ikke er opfyldt.«

57. I § 226 indsættes som stk. 5:

»Stk. 5. Når Finanstilsynet inddrager en operatør af et reguleret markeds tilladelse til at drive multilaterale handelsfaciliteter i henhold til § 224, stk. 5, skal de multilaterale handelsfaciliteter afvikles på en måde og inden for en frist fastsat af Finanstilsynet. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler for afviklingen.«

58. § 293, stk. 2, 3. pkt., ophæves.

59. Efter afsnit X indsættes som afsnit X a:

»**Afsnit X a**

Investeringsrådgivere

Kapitel 20 a

Investeringsrådgivere

Anvendelsesområde

§ 343 a. Virksomheder, der udøver investeringsrådgivning, jf. § 343 b, skal have tilladelse som investeringsrådgiver.

Stk. 2. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på følgende:

- 1) Finansielle virksomheder, jf. § 5, stk. 1, nr. 1.
- 2) Kollektive investeringsordninger reguleret af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og investeringsinstitutter og pensionskasser, hvad enten de er koordineret på fællesskabsplan eller ej, samt depositarer og ledere af sådanne institutter.
- 3) Rådgivning, der ydes til en modervirksomhed, dattervirksomhed eller et af moderselskabets datterselskaber (datterselskab).
- 4) Rådgivning, der kun ydes lejlighedsvis i forbindelse med erhvervsmæssig virksomhed, hvis denne anden virksomhed er reguleret ved lov eller andre fagetiske bestemmelser og disse bestemmelser ikke udelukker, at der ydes rådgivning.
- 5) Rådgivning, der alene vedrører medarbejderordninger.
- 6) Rådgivning, der ikke honoreres særskilt.
- 7) Det administrerende selskab i et forsikringsadministrationsfællesskab.

Stk. 3. Investeringsrådgivning efter stk. 1 kan udøves af aktieselskaber, partnerselskaber, anpartsselskaber, kommanditselskaber, interessentselskaber og enkeltmandsvirksomheder.

§ 343 b. Ved investeringsrådgivning forstås personlige anbefalinger til en kunde enten på anmodning eller på investeringsrådgiverens eget initiativ af en eller flere transaktioner i tilknytning til finansielle instrumenter, jf. bilag 4, afsnit A, nr. 5.

Tilladelse

§ 343 c. Finanstilsynet skal give tilladelse til udøvelse af investeringsrådgivning, når

- 1) medlemmer af virksomhedens bestyrelse og direktion opfylder kravene i § 64,

2) virksomheden har tegnet en ansvarsforsikring, der dækker hele Fællesskabet, eller anden tilsvarende garanti mod erstatningskrav som følge af pligtforsømmelse med en dækning på mindst 1 mio. euro for hvert erstatningskrav, dog mindst 1,5 mio. euro i alt om året for alle krav,

3) virksomhedens forretningsgange og administrative forhold er forsvarlige,

4) virksomheden har hovedkontor og hjemsted i Danmark,

5) ejerne af kvalificerede andele opfylder kravene i §§ 61 og 62 og

6) betingelserne i § 14, stk. 1, nr. 4 og 5, er opfyldt.

Stk. 2. En ansøgning om tilladelse efter stk. 1 skal indeholde

1) alle oplysninger, der er nødvendige for Finanstilsynets vurdering af, om betingelserne i stk. 1 er opfyldt,

2) oplysninger om, i hvilke medlemsstater inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, der ønskes udøvet aktivitet, og

3) oplysninger om størrelsen af de kvalificerede andele og virksomhedens organisation.

Stk. 3. § 14, stk. 3, finder tilsvarende anvendelse.

Stk. 4. Når Finanstilsynet har meddelt tilladelse efter stk. 1, foretager Erhvervs- og Selskabsstyrelsen de nødvendige registreringer.

Stk. 5. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om den i stk. 1, nr. 2, nævnte ansvarsforsikring.

§ 343 d. Investeringsrådgivere kan udøve investeringsrådgivning og virksomhed, der er accessorisk hertil, jf. bilag 4, afsnit B, nr. 3, 1. led.

Udenlandske investeringsrådgivere

§ 343 e. § 30, stk. 1, 4 og 10, og § 31, stk. 1, finder tilsvarende anvendelse for investeringsrådgivere fra et andet land inden for Den Europæiske Union eller fra et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

Danske investeringsrådgivere i udlandet

§ 343 f. § 38, stk. 1, nr. 1-4, stk. 2, 4, 5 og 6, og § 39, stk. 1 og 2, finder tilsvarende anvendelse for investeringsrådgivere her i landet, der ønsker at udøve investeringsrådgivning i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

Stk. 2. Samtidig med fremsendelse af oplysninger i medfør af § 38, stk. 2, oplyser Finanstilsynet, at investeringsrådgiveren ikke er dækket af en garantiordning her i landet og baggrunden herfor.

Stk. 3. En investeringsrådgiver er forpligtet til at meddele Finanstilsynet og værtslandet enhver ændring af de i § 39, stk. 1 og 2, nævnte forhold, senest 1 måned før ændringen foretages. Hvis det ikke er muligt at meddele Finanstilsynet ændringen, senest 1 måned før ændringen foretages, skal meddelelse ske snarest muligt.

God skik

§ 343 g. § 43, stk. 1 og 2, finder tilsvarende anvendelse for investeringsrådgivere.

Ledelse og ejerforhold

§ 343 h. § 61, stk. 1-4 og 6-8, § 62 og § 63 finder tilsvarende anvendelse for investeringsrådgivere.

§ 343 i. § 64, stk. 1-3, finder tilsvarende anvendelse for investeringsrådgivere.

Stk. 2. Stk. 1 finder tilsvarende anvendelse, når investeringsrådgivning ikke drives i selskabsform.

§ 343 j. En investeringsrådgiver skal organisere og indrette virksomheden på en måde, der sikrer, at risikoen for interessekonflikter mellem rådgiveren og kunden begrænses mest muligt.

Inddragelse af tilladelse

§ 343 k. § 223 og § 224, stk. 1, nr. 1, 3 og 4, finder tilsvarende anvendelse for investeringsrådgivere.

Stk. 2. Finanstilsynet skal inddrage tilladelsen, hvis der ikke længere er tegnet en ansvarsforsikring, jf. § 343 c, stk. 1, nr. 2.

§ 343 l. En investeringsrådgivers tilladelse bortfalder, når investeringsrådgiveren erklæres konkurs eller investeringsvirksomheden ophører på anden måde.

Stk. 2. Drives investeringsrådgivning i enkeltmandsvirksomhed, bortfalder tilladelsen, når investeringsrådgiveren dør.

Tilsyn

§ 343 m. § 344, stk. 1, § 345, § 346, § 348, stk. 2, og §§ 351, 352 og 354-356 finder tilsvarende anvendelse for investeringsrådgivere.

Stk. 2. Det Finansielle Virksomhedsråd indgår i tilsynet efter stk. 1 med den kompetence, som rådet er tillagt i medfør af § 345, stk. 2.

§ 343 n. Virksomheder, der yder investeringsrådgivning, skal en gang om året indsende erklæring om, at virksomheden opfylder betingelserne for at få tilladelse efter § 343 c.

Stk. 2. Den i stk. 1 omhandlede erklæring skal være underskrevet af selskabets bestyrelse og direktion. Hvis virksomheden ikke drives i selskabsform, skal erklæringen underskrives af den daglige ledelse.«

60. I § 344, stk. 1 , § 345, stk. 2, nr. 1, og § 374, stk. 5 , ændres »notering eller handel på en fondsbørs, eller hvis værdipapirer handles på en autoriseret markedsplads« til: »handel på et reguleret marked«.

61. § 346, stk. 3, 2. pkt., ophæves.

62. § 353, stk. 1, ophæves.

Stk. 2 bliver herefter stk. 1.

63. I § 354, stk. 5, nr. 12 , indsættes efter »centralbanker«: », Det Europæiske Centralbanksystem«.

64. I § 354 a, stk. 2, nr. 1 , ændres »og 334« til: », 334 og 343 a«.

65. I § 354 a , stk. 2, indsættes efter nr. 8 som nyt nummer:

»9) overtrædelse af § 72,«.

Nr. 9 og 10 bliver herefter nr. 10 og 11.

66. I § 354 a, stk. 4, ændres »2-10« til: »2-11«.

67. I § 355 , stk. 2, nr. 13, ændres »9« til: »11«.

68. § 358, stk. 2, ophæves.

69. I § 360 indsættes som stk. 2:

»Stk. 2. Finanstilsynets bevilling som opgjort efter stk. 1 dækkes endvidere af afgifter fra de almennyttige organisationer, som i medfør af § 16, stk. 4, i lov om forebyggende foranstaltninger mod hvidvask af udbytte og finansiering af terrorisme har anmodet om registrering hos Finanstilsynet, jf. § 361, stk. 1, nr. 21.«

70. § 361, stk. 1, nr. 3, affattes således:

»3) Operatører af regulerede markeder og alternative markedspladser betaler et grundbeløb på 12.000 kr. pr. selskab, hvis værdipapirer er optaget til handel ultimo det foregående år.«

71. § 361, stk. 1, nr. 6 og 7, ophæves.

Nr. 8-18 bliver herefter nr. 6-16.

72. § 361, stk. 1, nr. 14 , som bliver nr. 12, affattes således:

»12) Finansielle virksomheder, som har udstedt værdipapirer, der er optaget til handel på et reguleret marked, og hvis markedsværdi af de handlede værdipapirer er på 1 mia. kr. og derover ultimo året, betaler 40.000 kr. årligt. Tilsvarende finansielle virksomheder med en markedsværdi af de handlede værdipapirer på 250 mio. kr. og derover, men under 1 mia. kr. ultimo året, betaler

20.000 kr. årligt, og finansielle virksomheder med en markedsværdi af de handlede værdipapirer på under 250 mio. kr. ultimo året betaler 10.000 kr. årligt. Afdelinger af investeringsforeninger og specialforeninger, som har udstedt værdipapirer, der er optaget til handel på et reguleret marked, betaler 5.000 kr. årligt.«

73. I § 361, stk. 1, nr. 17, som bliver nr. 15, ændres »§ 23, stk. 9« til: »§ 23, stk. 8«.

74. I § 361, stk. 1, indsættes som nr. 17:

»17) Udstedere, som er forpligtet til at sende oplysninger til Finanstilsynet efter § 27 a, stk. 2 og 3, i lov om værdipapirhandel m.v., betaler 8.250 kr. årligt.«

75. I § 361, stk. 1, indsættes som nr. 18-20:

»18) Udstedere, som anmoder om Finanstilsynets officielle notering af aktier, aktiecertifikater eller obligationer, betaler 15.000 kr. i afgift pr. anmodning. De pågældende udstedere betaler herefter 2.000 kr. årligt, så længe værdipapiret er officielt noteret.

19) Hver operatør af et reguleret marked, der har tilladelse til at drive multilaterale handelsfaciliteter, betaler 15.000 kr. årligt.

20) Investeringsrådgivere betaler 10.000 kr. årligt.«

76. I § 361, stk. 1, indsættes som nr. 21:

»21) Organisationer med et almennyttigt formål, som anmoder om optagelse i et register for almennyttige organisationer, som kan modtage pengeoverførsler på op til 150 euro uden oplysningskrav i forbindelse med pengeoverførsler, jf. lov om forebyggende foranstaltninger mod hvidvask af udbytte og finansiering af terrorisme § 16, stk. 4, betaler 900 kr. pr. anmodning.«

77. I § 363, stk. 1, ændres »nr. 9« til: »nr. 7«.

78. I § 373, stk. 1, ændres »§ 39, stk. 1, 3 og 4« til: »§ 39, stk. 1, 3, 4 og 6«.

79. I § 373, stk. 1, ændres »§ 226, stk. 1 og 2« til: »§ 226, stk. 1, 2 og 5«.

80. I § 373, stk. 1, indsættes efter »§ 334, stk. 1 og 2 « : », § 343 a, stk. 1, § 343 f, stk. 3, § 343 j«.

81. I § 373, stk. 2, ændres »§ 57 a,« til: »§ 57 a, stk. 1,«.

82. I § 373, stk. 2, indsættes efter »§ 71, stk. 1,«: »§ 72, stk. 1 og 2 og stk. 3, 3. pkt.,«.

83. I § 373, stk. 2, ændres »§ 199, stk. 2 og 5, § 346, stk. 3, 2. pkt., og § 358, stk. 2,« til: »og § 199, stk. 2 og 5,«.

84. I § 374, stk. 5, ændres »notering på en fondsbørs eller fra optagelse til handel på en autoriseret markedsplads« til: »handel på et reguleret marked«.

85. I § 416 ændres »§ 163, stk. 1, nr. 5,« til: »§ 163, stk. 1, nr. 4,«.

86. I bilag 4, afsnit B, indsættes som nr. 7:

»7) Formidling og rådgivning om lån og kreditter til gearede investeringer.«

87. Bilag 4 affattes således:

»Investeringsservice

AFSNIT A

- 1) a) Modtagelse og formidling for investorers regning af ordrer vedrørende et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter.

b) Formidling af kontakter mellem en finansiel virksomhed med tilladelse som værdipapirhandler og en fysisk eller juridisk person, der ønsker at købe eller sælge, herunder at få udført skønsmæssig porteføljepleje med et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter.
- 2) Udførelse af ordrer med et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter for investorers regning.
- 3) Forretninger for egen regning med ethvert af de i bilag 5 nævnte instrumenter.
- 4) Skønsmæssig porteføljepleje af de enkelte investorers værdipapirbeholdninger efter instruks fra investorerne, såfremt beholdningerne omfatter et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter.
- 5) Investeringsrådgivning.
- 6) Afsætningsgaranti i forbindelse med emissioner af et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter eller placering af sådanne instrumenter på grundlag af en fast forpligtelse.
- 7) Placering af finansielle instrumenter uden fast forpligtelse.
- 8) Drift af multilaterale handelsfaciliteter.
- 9) Opbevaring og forvaltning for investorers regning i forbindelse med et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter, herunder depotvirksomhed og tjenesteydelser knyttet til en eller flere af de i nr. 1-8 nævnte aktiviteter.

AFSNIT B

- 1) Boksudlejning.
- 2) Kredit- eller långivning til en investor, således at denne kan udføre en transaktion med et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter, såfremt den virksomhed, der yder kreditten eller lånet, deltager i transaktionen.

- 3) Rådgivning til virksomheder vedrørende kapitalstrukturer, industristrategi og dermed beslægtede spørgsmål samt rådgivning og tjenesteydelser vedrørende fusioner og opkøb af virksomheder.
- 4) Valutatransaktioner, når de pågældende transaktioner er et led i ydelsen af investeringservice.
- 5) Investeringsanalyser og finansielle analyser eller andre former for generelle anbefalinger vedrørende et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter.
- 6) Tjenesteydelser i forbindelse med afsætningsgaranti.
- 7) Investeringservice og investeringsaktiviteter samt accessoriske tjenesteydelser af den type, der er omhandlet i dette bilag vedrørende det underliggende instrument for derivaterne omfattet af bilag 5, nr. 5-7 og 10, når disse er knyttet til investeringserviceydelsen eller accessoriske tjenesteydelser.
- 8) Formidling og rådgivning om lån og kreditter til gearede investeringer.«

88. Bilag 5 affattes således:

»Instrumenter

- 1) Omsættelige værdipapirer (bortset fra betalingsinstrumenter), der kan handles på kapitalmarkedet, herunder
 - a) aktier i selskaber og andre værdipapirer, der kan sidestilles med aktier i selskaber, partnerskaber og andre foretagender, samt aktiebeviser,
 - b) obligationer og andre gældsinstrumenter, herunder beviser for sådanne værdipapirer, og
 - c) alle andre værdipapirer, hvormed værdipapirer nævnt under litra a eller b kan erhverves eller sælges, eller som afregnes kontant med et beløb, hvis størrelse fastsættes med værdipapirer, valutaer, rentesatser eller afkast, råvareindeks samt andre indeks og mål som reference,
- 2) pengemarkedsinstrumenter, herunder skatkammerbeviser, indlånsbeviser og commercial papers, dog ikke betalingsinstrumenter,
- 3) andele i kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og andele i andre institutter for kollektiv investering,
- 4) optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA'er) og enhver anden derivataftale vedrørende værdipapirer, valutaer, renter eller afkast eller andre derivater, finansielle indeks eller finansielle mål, som kan afvikles fysisk eller afregnes kontant,
- 5) optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA'er) og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, som skal afregnes kontant, eller som kan afregnes kontant, hvis en af parterne ønsker det (af anden grund end misligholdelse eller anden årsag til ophør),

6) optioner, futures, swaps og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, som kan afvikles fysisk, såfremt de handles på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet,

7) optioner, futures, swaps, terminskontrakter og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, der ikke er omfattet af nr. 6, og som kan afvikles fysisk og ikke har noget kommercielt formål, som har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, idet der bl.a. tages hensyn til, om de cleares og afvikles via anerkendte clearinginstitutter eller er omfattet af regelmæssig fastsættelse af margin,

8) kreditderivater,

9) finansielle differencekontrakter (CFD'er),

10) optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA'er) og enhver anden derivataftale, som vedrører klimatiske variabler, fragtrater, emissionstilladelser eller inflationsrater eller andre officielle økonomiske statistikker, som skal afregnes kontant, eller som kan afregnes kontant, hvis en af parterne ønsker det (af anden grund end misligholdelse eller anden årsag til ophør), samt enhver anden derivataftale vedrørende aktiver, rettigheder, forpligtelser, indeks og mål, som ikke er omfattet af de øvrige numre, og som har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, idet der bl.a. tages hensyn til, om de handles på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, cleares og afvikles via anerkendte clearinginstitutter eller er omfattet af regelmæssig fastsættelse af margin, og

11) valutaspotforretninger i investeringsøjemed med henblik på at opnå fortjeneste ved kursændringer på valuta.«

§ 4

I lov om aktieselskaber, jf. lovbekendtgørelse nr. 649 af 15. juni 2006, foretages følgende ændringer:

1. I fodnoten til lovens titel ændres »(EF-Tidende 1989 nr. L 395, side 40), og« til: »(EF-Tidende 1989 nr. L 395, side 40),«

2. I fodnoten til lovens titel indsættes efter »(EU-Tidende 2004 nr. L 142, side 12)«: », dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF, (EU-Tidende 2004 nr. L 390, side 38) (gennemsigtighedsdirektivet)«.

3. I § 6 c, stk. 4, og § 29, stk. 2, ændres »§ 73, stk. 6« til: »§ 73, stk. 7«.

4. § 28 a, stk. 1, nr. 2, affattes således:

»2) ændring i et allerede meddelt besiddelsesforhold bevirker, at grænserne på 5, 10, 15, 20, 25, 50, 90 eller 100 pct. og grænserne på 1/3 eller 2/3 af aktiekapitalens stemmerettigheder eller pålydende værdi nås eller ikke længere er nået eller ændringen bevirker, at grænserne i nr. 1 ikke længere er nået.«

5. I § 28 a indsættes som stk. 3:

»Stk. 3. Økonomi- og erhvervsministeren kan fastsætte nærmere regler om besiddelse og om meddelelse om besiddelse af aktier efter stk. 1 og 2. Ministeren kan endvidere fastsætte regler, som fraviger forpligtelsen i stk. 1, for så vidt angår aktier i selskaber, hvis aktier er optaget til notering eller handel på et reguleret marked eller optaget til handel på en alternativ markedsplads.«

6. I § 65 b indsættes som stk. 6 :

»Stk. 6. Selskabet skal i den i stk. 1 og 4 nævnte situation anmode navnenoterede aktionærer om en elektronisk adresse, hvortil meddelelser m.v. kan sendes. Det er aktionærernes ansvar at sikre, at selskabet er i besiddelse af den korrekte elektroniske adresse. Selskabet afholder selskabets egne udgifter ved elektronisk kommunikation.«

7. § 73, stk. 3-6 , ophæves, og i stedet indsættes:

»Stk. 3. I indkaldelsen skal angives tid og sted for generalforsamlingen samt dagsorden, hvoraf fremgår, hvilke anliggender der skal behandles på generalforsamlingen. Såfremt forslag til vedtægtsændringer skal behandles på generalforsamlingen, skal forslagets væsentligste indhold angives i indkaldelsen.

Stk. 4. I statslige aktieselskaber skal indkaldelsen indeholde samtlige forslag, der skal behandles på generalforsamlingen, og i forbindelse med ekstraordinære generalforsamlinger tillige årsagen hertil. Indkaldelsen skal indsendes til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen senest samtidig med, at den bekendtgøres for aktionærerne.

Stk. 5. I selskaber, som har aktier optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, jf. lov om værdipapirhandel m.v., skal indkaldelsen indeholde en beskrivelse af aktiekapitalens størrelse og aktionærernes stemmeret. Af indkaldelsen skal fremgå, hvilket pengeinstitut der er udpeget af selskabet, og hvorigennem aktionærerne kan udøve deres finansielle rettigheder. Selskabet skal desuden stille en skriftlig eller elektronisk fuldmagtsblanket til rådighed for enhver aktionær, der er berettiget til at stemme på generalforsamlingen.

Stk. 6. Indkaldelse til generalforsamlingen, hvor der skal træffes beslutning efter § 65 a, stk. 2, § 65 b, stk. 1 eller 5, eller § 79, stk. 1 eller 2, skal indeholde den fulde ordlyd af forslaget til vedtægtsændringer og skal sendes til enhver noteret aktionær.

Stk. 7. Senest 8 dage før generalforsamlingen skal dagsordenen og de fuldstændige forslag samt for den ordinære generalforsamlings vedkommende tillige revideret årsrapport fremlægges til eftersyn for aktionærerne på selskabets kontor og samtidig tilstilles enhver noteret aktionær, som har fremsat anmodning herom.«

§ 5

I lov om erhvervsdrivende virksomheders aflæggelse af årsregnskab (årsregnskabsloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 647 af 15. juni 2006, foretages følgende ændringer:

1. I fodnoten til lovens titel ændres »(EF-Tidende 1989 nr. L 395, side 40), og« til: »(EF-Tidende 1989 nr. L 395, side 40),«.

2. I fodnoten til lovens titel indsættes efter »(EU-Tidende 2004 nr. L 142, side 12)«: », dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF, (EU-Tidende 2004 nr. L 390, side 38) (gennemsigtighedsdirektivet)«.

3. I § 18, stk. 1, indsættes efter »ledelsespåtegning«: », jf. dog stk. 2«.

4. I § 18 indsættes som stk. 2 :

»Stk. 2. § 102, stk. 3 og 4, gælder tilsvarende for børsnoterede virksomheder, der frivilligt aflægger årsrapporter, som ikke udelukkende er til virksomhedens eget brug.«

5. I § 102, stk. 1, indsættes efter »ledelsespåtegning«: », jf. stk. 3«.

6. I § 102 indsættes som stk. 3 og 4 :

» S tk. 3. I ledelsespåtegningen skal der oplyses om, hvorvidt ledelsesberetningen giver et retvisende billede af udviklingen i virksomhedens og, hvis der er udarbejdet koncernregnskab, koncernens aktiviteter og økonomiske forhold, årets resultat og af virksomhedens og de af koncernregnskabet omfattede virksomheders finansielle stilling som helhed og en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som de står over for. I ledelsespåtegningen for disse virksomheder skal navn og funktion i forhold til virksomheden for de enkelte medlemmer af de ansvarlige ledelsesorganer endvidere anføres.

Stk. 4. Bestemmelsen i stk. 3 gælder ikke for virksomheder, der alene udsteder gældsinstrumenter, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked i et EU/EØS-land, og hvis pålydende værdi pr. enhed udgør mindst 50.000 euro, eller hvis pålydende værdi pr. enhed på udstedelsesdagen svarer til mindst 50.000 euro, når gældsinstrumenterne er udstedt i en anden valuta end euro.«

7. § 134 a, stk. 2, affattes således :

»Stk. 2. Der kan endvidere fastsættes bestemmelser om delårsrapporter, som udarbejdes af børsnoterede virksomheder omfattet af regnskabsklasse A.«

8. I § 134 a indsættes som stk. 3 :

»Stk. 3. Bestemmelserne i stk. 1 og 2 gælder ikke for virksomheder, der alene udsteder gældsinstrumenter, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller tilsvarende regulerede markeder i et EU/EØS-land, og hvis pålydende værdi pr. enhed er på mindst 50.000 euro, eller hvis pålydende værdi pr. enhed på udstedelsesdagen svarer til mindst 50.000 euro, når gældsinstrumenterne er udstedt i en anden valuta end euro.«

9. I § 157 indsættes som stk. 2-5 :

»Stk. 2. Virksomheder, hvis kapitalandele, gældsinstrumenter eller andre værdipapirer er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads både her i landet og på et reguleret marked i mindst ét andet EU/EØS-land, skal endvidere indsende årsrapporten enten på et sprog, der accepteres af den kompetente myndighed i det eller de andre lande, hvor virksomheden er optaget til notering eller handel, eller på et sprog, der sædvanligvis anvendes i internationale finans kredse. Tilsvarende gælder for andre dokumenter, som skal indsendes til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen i henhold til denne lov.

Stk. 3. Virksomheder, hvis kapitalandele, gældsinstrumenter eller andre værdipapirer alene er optaget til notering eller handel på et reguleret marked i et andet EU/EØS-land, skal indsende årsrapporten til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen på et sprog, der accepteres af den kompetente myndighed i det land, hvor virksomhedens kapitalandele, gældsinstrumenter eller andre værdipapirer er optaget til notering eller handel, eller på et sprog, der sædvanligvis anvendes i internationale finans kredse. Tilsvarende gælder for andre dokumenter, som skal indsendes til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen i henhold til denne lov. Hvis årsrapporten eller de øvrige dokumenter indsendes på et sprog, der ikke sædvanligvis anvendes i internationale finans kredse, skal årsrapporten eller dokumenterne endvidere indsendes på dansk eller et sprog, der sædvanligvis anvendes i internationale finans kredse.

Stk. 4. Bestemmelserne i stk. 2 og 3 gælder ikke for virksomheder, der alene udsteder gældsinstrumenter, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked i et EU/EØS-land, og hvis pålydende værdi pr. enhed udgør mindst 50.000 euro, eller hvis pålydende værdi pr. enhed på udstedelsesdagen svarer til mindst 50.000 euro, når gældsinstrumenterne er udstedt i en anden valuta end euro.

Stk. 5. Hvis et søgsmål angående indholdet af en årsrapport eller andre dokumenter, som skal indsendes til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen i henhold til denne lov, indbringes for en domstol her i landet, afgøres ansvaret for at afholde omkostninger til oversættelse af årsrapporten eller andre dokumenter med henblik på retssagen i overensstemmelse med dansk lovgivning.«

10. I § 159 a, stk. 1, indsættes efter »§ 83, stk. 2«: »og 3«.

§ 6

I lov nr. 117 af 27. februar 2006 om forebyggende foranstaltninger mod hvidvask af udbytte og finansiering af terrorisme, som ændret ved § 8 i lov nr. 542 af 8. juni 2006, foretages følgende ændringer:

1. Overskriften til § 16 affattes således:

»Pengeoverførsler«.

2. § 16 affattes således:

»§ 16. Reglerne for, hvilke oplysninger der skal ledsage en pengeoverførsel, reguleres i Rådets forordning om oplysninger om indbetalinger ved pengeoverførsler, jf. dog stk. 2 og 3.

Stk. 2. Forordningen finder ikke anvendelse på indenlandske pengeoverførsler i forbindelse med køb af varer og tjenesteydelser, når

1) beløbet ikke overstiger 1.000 euro,

2) modtagerens betalingsformidler er omfattet af denne lov og

3) modtagerens betalingsformidler ved hjælp af et entydigt referencenummer kan finde frem til den juridiske eller fysiske person, som betalingsmodtageren har aftale med om levering af varer eller tjenesteydelser.

Stk. 3. Kravene til, hvilke oplysninger der skal ledsage en pengeoverførsel, jf. artikel 5 i forordningen, finder ikke anvendelse på pengeoverførsler til organisationer med et almennyttigt formål, der ikke overstiger et beløb på 150 euro, når overførslen gennemføres inden for landets grænser og organisationen er underlagt krav om regnskabsaflæggelse samt enten er undergivet ekstern revision, der er foretaget af en statsautoriseret eller en registreret revisor, eller er undergivet offentligt tilsyn.

Stk. 4. Undtagelse efter stk. 3 er betinget af, at organisationen lader sig registrere hos Finanstilsynet og dokumenterer, at kravet om regnskabsaflæggelse og enten ekstern revision eller offentligt tilsyn er opfyldt. Organisationens øverste ledelse eller i øvrigt udøver kontrol over selskabet. Ændringer i de i 1. og 2. pkt. nævnte forhold skal indberettes til Finanstilsynet.«

3. I § 32, stk. 1, indsættes som 2. pkt.:

»Erhvervs- og Selskabsstyrelsen påser endvidere, at virksomheder og personer omfattet af § 1, stk. 1, nr. 11, overholder forordning om oplysninger om indbetaler ved pengeoverførsler.«

4. I § 32, stk. 3, indsættes efter »i medfør heraf«: »samt overholdelse af forordning om oplysninger om indbetaler ved pengeoverførsler«.

5. I § 34, stk. 1, indsættes som 2. pkt.:

»Finanstilsynet påser endvidere, at virksomheder og personer omfattet af § 1, stk. 1, nr. 1-10 og 12, overholder forordning om oplysninger om indbetaler ved pengeoverførsler, såfremt disse virksomheder og personer udfører pengeoverførsler.«

6. I § 34, stk. 3, indsættes efter »i medfør heraf«: »samt overholdelse af forordning om oplysninger om indbetaler ved pengeoverførsler«.

7. I § 36 indsættes efter »i medfør af loven«: »samt i henhold til forordning om oplysninger om indbetaler ved pengeoverførsler«.

8. I § 37, stk. 1 og 2, udgår »§ 16, stk. 1,«.

9. § 37, stk. 3, affattes således:

»Stk. 3. I regler udstedt i medfør af loven kan der fastsættes straf af bøde for overtrædelse af bestemmelserne i reglerne.«

10. I § 37 indsættes efter stk. 5 som nyt stykke:

»Stk. 6. Forsætlig eller groft uagtsom overtrædelse af artikel 5 og artikel 6, stk. 2, artikel 7, stk. 1, artiklerne 8, 9, 11 og 12, og artikel 13, stk. 4, i Rådets forordning om oplysninger om indbetalinger ved pengeoverførsler straffes med bøde. Ved særlig grove eller omfattende forsætlige overtrædelser kan straffen stige til fængsel i indtil 6 måneder.«

Stk. 6 bliver herefter stk. 7.

§ 7

I lov om en garantifond for skadesforsikringsselskaber, jf. lovbekendtgørelse nr. 172 af 17. marts 2005, foretages følgende ændringer:

1. I § 2 indsættes efter »har indgået aftale med«: », jf. dog § 5, stk. 4«.

2. I § 3 indsættes som *stk. 8* :

»Stk. 8. Finanstilsynet kan fritage et forsikringsselskabs virksomhed via filial eller grænseoverskridende tjenesteydelsesvirksomhed i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, for pligten til at betale bidrag efter stk. 3, hvis den udenlandske filial eller den grænseoverskridende tjenesteydelsesvirksomhed er omfattet af en garantiordning i det land, hvor aktiviteten udøves.«

3. I § 5 indsættes efter stk. 3 som nyt stykke:

»Stk. 4. Fonden dækker ikke erstatningskrav efter stk. 1 og 2 eller præmier efter stk. 3 for et forsikringsselskabs udenlandske filial eller grænseoverskridende tjenesteydelsesvirksomhed, som efter § 3, stk. 8, er fritaget for pligten til at betale bidrag.«

Stk. 4 bliver herefter stk. 5.

4. I § 14 indsættes som *stk. 4* :

»Stk. 4. Uanset stk. 3 kan forsikringsselskabet, hvis det årlige bidrag til garantifonden ikke overstiger 50.000 kr., alene indsende en erklæring fra selskabets ansvarlige ledelse til fonden om, at de indbetalte bidrag er korrekt beregnet.«

§ 8

I lov om Arbejdsmarkedets Tillægspension, jf. lovbekendtgørelse nr. 848 af 21. juli 2006, foretages følgende ændringer:

1. I § 17 m, stk. 5, ændres »nr. 5« til: »nr. 4«.

2. § 26 b, stk. 1, nr. 2, affattes således:

»2) Obligationer optaget til handel på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende markeder i andre lande, og som er udstedt af internationale organisationer, der som medlem har mindst ét af medlemslandene i Den Europæiske Union.«

3. I § 26 b, stk. 1, nr. 7, ændres »jf. lov om investeringsforeninger og specialforeninger og andre kollektive investeringsforeninger m.v.« til: »jf. lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.«.

4. § 26 b, stk. 1, nr. 8-12, affattes således:

»8) Andre obligationer og lån optaget til handel på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende markeder i andre lande omfattet af zone A.

9) Kapitalandele optaget til handel på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende markeder i andre lande omfattet af zone A.

10) Ejendomme, der ikke er omfattet af nr. 5, og lån sikret ved tinglyst panteret i ejendomme, der ikke er omfattet af nr. 6.

11) Kapitalandele og andre værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende markeder i andre lande uden for zone A.

12) Andre lån og værdipapirer, som ikke omfattes af nr. 1-11.«

5. § 26 d, stk. 1, nr. 2, ophæves.

Nr. 3-5 bliver herefter nr. 2-4.

6. § 26 d, stk. 2, affattes således:

»Stk. 2. Andre lån og værdipapirer omfattet af § 26 b, stk. 1, nr. 12, må højst udgøre 10 pct. af Arbejdsmarkedets Tillægspensions aktiver.«

7. I § 26 e, stk. 5, 2. pkt., ændres »§ 26 d, stk. 1, nr. 1, 2 og 4« til: »§ 26 d, stk. 1, nr. 1 og 3«.

8. § 27 a, stk. 3, 2. pkt., ophæves.

9. I § 32 a, stk. 1, 2. pkt., ændres »§ 25 p, stk. 2 og 5, og § 27 a, stk. 3, 2. pkt.« til: »og § 25 p, stk. 2 og 5«.

§ 9

I lov om Lønmodtagernes Dyrtidsfond, jf. lovbekendtgørelse nr. 939 af 15. september 2004, som ændret ved § 9 i lov nr. 1383 af 20. december 2004, § 5 i lov nr. 411 af 1. juni 2005 og § 4 i lov nr. 116 af 27. februar 2006, foretages følgende ændringer:

1. § 6 b, stk. 1, nr. 2, affattes således:

»2) Obligationer optaget til handel på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende markeder i andre lande, og som er udstedt af internationale organisationer, der som medlem har mindst ét af medlemslandene i Den Europæiske Union.«

2. § 6 b, stk. 1, nr. 8-12, affattes således:

»8) Andre obligationer og lån optaget til handel på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende markeder i andre lande omfattet af zone A.

9) Kapitalandele optaget til handel på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende markeder i andre lande omfattet af zone A.

10) Ejendomme, der ikke er omfattet af nr. 5, og lån sikret ved tinglyst panteret i ejendomme, der ikke er omfattet af nr. 6.

11) Kapitalandele og andre værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende markeder i andre lande uden for zone A.

12) Andre lån og værdipapirer, som ikke omfattes af nr. 1-11.«

3. § 6 d, stk. 1, nr. 2, ophæves.

Nr. 3-5 bliver herefter nr. 2-4.

4. § 6 d, stk. 2, affattes således:

»Stk. 2. Andre lån og værdipapirer omfattet af § 6 b, stk. 1, nr. 12, må højst udgøre 10 pct. af Lønmodtagernes Dyrtidsfonds aktiver.«

5. I § 6 e, stk. 5, ændres »§ 6 d, stk. 1, nr. 1, 2 og 4« til: »§ 6 d, stk. 1, nr. 1 og 3«.

6. § 10 a, stk. 3, 2. pkt., ophæves.

7. I § 14 a, stk. 1, ændres »§ 9, stk. 2 og 5, og § 10 a, stk. 3, 2. pkt.« til: »og § 9, stk. 2 og 5«.

§ 10

I lov om arbejdsskadesikring, jf. lovbekendtgørelse nr. 154 af 7. marts 2006, som ændret ved § 4 i lov nr. 404 af 8. maj 2006, foretages følgende ændringer:

1. § 69, stk. 1, nr. 2, affattes således:

»2) Obligationer optaget til handel på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende markeder i andre lande, og som er udstedt af internationale organisationer, der som medlem har mindst ét af medlemslandene i Den Europæiske Union.«

2. § 69, stk. 1, nr. 8-12, affattes således:

»8) Andre obligationer og lån optaget til handel på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende markeder i andre lande omfattet af zone A.

9) Kapitalandele optaget til handel på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende markeder i andre lande omfattet af zone A.

10) Ejendomme, der ikke er omfattet af nr. 5, og lån sikret ved tinglyst panteret i ejendomme, der ikke er omfattet af nr. 6.

11) Kapitalandele og andre værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende markeder i andre lande uden for zone A.

12) Andre lån og værdipapirer, som ikke omfattes af nr. 1-11.«

3. § 70, stk. 1, nr. 2, ophæves.

Nr. 3-5 bliver herefter nr. 2-4.

4. § 70, stk. 2, affattes således:

»Stk. 2. Andre lån og værdipapirer omfattet af § 69, stk. 1, nr. 12, må højst udgøre 10 pct. af Arbejdsmarkedets Erhvervssygdomsforsikrings aktiver.«

5. I § 70 a, stk. 5, ændres »§ 70, stk. 1, nr. 1, 2 og 4,« til: »§ 70, stk. 1, nr. 1 og 3,«.

6. § 72, stk. 3, 2. pkt., ophæves.

§ 11

I lov om tilsyn med firmapensionskasser, jf. lovbekendtgørelse nr. 1017 af 24. oktober 2005, foretages følgende ændring:

1. § 69 ophæves.

§ 12

I lov om forsikringsformidling, jf. lovbekendtgørelse nr. 817 af 14. juli 2006, foretages følgende ændringer:

1. I § 3, stk. 3, indsættes efter »§ 34«: »og § 35«.

2. § 27 affattes således:

»§ 27. Virksomheder og administrationsselskaber, der udøver forsikringsagentvirksomhed, skal registreres, jf. stk. 2 og 3.

Stk. 2. Har virksomheden eller administrationsselskabet indgået aftale om formidling af forsikringsprodukter for et dansk forsikringsselskab, for en filial af et forsikringsselskab, der er meddelt tilladelse i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller for et forsikringsselskab, der har fået tilladelse af Finanstilsynet, påhviler pligten til at registrere virksomheden eller administrationsselskabet forsikringsselskabet eller filialen. Forsikringsselskabet eller filialen skal offentliggøre registreringen i sit register over forsikringsagenter.

Stk. 3. I andre tilfælde end de i stk. 2 nævnte påhviler pligten til at registrere Finanstilsynet. Finanstilsynet skal offentliggøre registreringen i sit register over forsikringsformidlere.

Stk. 4. Pligten til registrering omfatter

1) forsikringsagentvirksomheden og den eller de for forsikringsformidlingen ansvarlige personer i virksomheden eller

2) et administrationsselskab, der handler på vegne af flere forsikringsagentvirksomheder, og den eller de for forsikringsformidlingen ansvarlige personer i administrationsselskabet.

Stk. 5. Forsikringsagentvirksomheden eller administrationsselskabet må ikke formidle forsikringsselskabets produkter, før forsikringsagentvirksomheden eller administrationsselskabet er registreret.

Stk. 6. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om forsikringsselskabets eller filialens pligter som registerfører efter stk. 2.«

3. § 28, stk. 1, affattes således:

»Til brug for Finanstilsynets registrering efter § 27, stk. 3, skal forsikringsagentvirksomheden eller administrationsselskabet indsende erklæring om, at

1) forsikringsagentvirksomheden eller administrationsselskabet er dækket af en forsikring eller en garanti til sikring mod ethvert økonomisk krav, der måtte følge af forsikringsformidlingen,

2) der findes en eller flere for forsikringsformidlingen ansvarlige personer i forsikringsagentvirksomheden eller i administrationsselskabet, der besidder den fornødne generelle viden om forsikringsformidling,

3) de personer, der som ansatte i forsikringsagentvirksomheden er direkte beskæftiget med forsikringsformidlingen, besidder en passende viden om de forsikringsprodukter, der formidles, og

4) de personer, der er omfattet af nr. 2 og 3, ikke er under konkurs og over for arbejdsgiveren har fremvist en straffeattest uden indførsel om ubetingede frihedsstraffe i 4 måneder eller derover for overtrædelse af straffelovens § 171 om dokumentfalsk eller §§ 276-290 om formueforbrydelser.«

4. I § 28 indsættes efter stk. 1 som nyt stykke:

»Stk. 2. Til brug for forsikringsselskabets eller filialens registrering efter § 27, stk. 2, skal forsikringsagentvirksomheden eller administrationsselskabet indsende de i stk. 1, nr. 2-4, nævnte erklæringer.«

Stk. 2 og 3 bliver herefter stk. 3 og 4.

5. I § 28, stk. 3, der bliver stk. 4, ændres »stk. 1« til: »stk. 1 og 2«.

6. I § 28 indsættes som stk. 5:

»Stk. 5. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om ansvarsforsikringens omfang og tidsmæssige udstrækning, jf. § 20, stk. 5.«

7. § 29 affattes således:

»§ 29. Når forsikringsformidlingsaftalen ophører, skal forsikringsselskabet eller filialen, der har registreret forsikringsagentvirksomheden eller administrationsselskabet i medfør af § 27, stk. 2, slette forsikringsagentvirksomheden eller administrationsselskabet af sit register over forsikringsagenter.

Stk. 2. Når forsikringsformidlingsaftalen ophører, skal forsikringsagentvirksomheden eller administrationsselskabet underrette Finanstilsynet, når Finanstilsynet har registreret forsikringsagentvirksomheden eller administrationsselskabet i medfør af § 27, stk. 3. Finanstilsynet sletter herefter forsikringsagentvirksomheden eller administrationsselskabet af sit register over forsikringsformidlere.«

8. I § 30 ændres »§ 28, stk. 1« til: »§ 28, stk. 2«.

9. I § 31 ændres »§ 28, stk. 1, nr. 1 og 2« til: »§ 28, stk. 1, nr. 2 og 3«.

10. I § 44, stk. 4, indsættes efter »forsikringsselskab«: »eller en filial«, og »§ 27, stk. 3« ændres til: »§ 27, stk. 2, og § 29, stk. 1«.

11. I § 50, stk. 1, ændres »§ 27, stk. 2, § 28, stk. 2« til: »§ 27, stk. 4, § 28, stk. 3«.

12. § 51 ophæves.

13. § 54, stk. 1, 1. pkt., affattes således:

»Overtrædelse af bestemmelserne i § 4, § 11, stk. 1 og 2, § 13, § 14, § 14 a, stk. 1, 5. pkt., stk. 2 og stk. 4, 2. pkt., § 15, § 17, § 18, § 20, stk. 1-3, § 27, stk. 2 og 5, § 28, stk. 1, 2 og 4, § 29, stk. 2, 1. pkt., § 33, § 34, § 36, § 37, stk. 1, 2, 4 og 5, § 40 og § 41 straffes med bøde, medmindre højere straf er forskyldt efter den øvrige lovgivning.«

14. I § 54, stk. 1, nr. 2, indsættes efter »forsikringsselskab«: »eller en filial«.

15. § 54, stk. 2, affattes således:

»Stk. 2. I regler udstedt i medfør af loven kan der fastsættes bødestraf for overtrædelse af bestemmelser i reglerne.«

§ 13

I lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 55 af 31. januar 2006, foretages følgende ændringer:

1. § 118, stk. 3, 2. pkt., ophæves.

2. § 125, stk. 1, ophæves.

Stk. 2 bliver herefter stk. 1.

3. I § 132, stk. 1, ændres », § 115, stk. 2-4 og 7, og § 118, stk. 3, 2. pkt.,« til: »og § 115, stk. 2-4 og 7,«.

§ 14

I lov nr. 321 af 16. maj 1990 om gevinstopsparing, som ændret ved § 3 i lov nr. 527 af 7. juni 2006, foretages følgende ændring:

1. § 8, stk. 1, 2. pkt., ophæves.

§ 15

I lov nr. 349 af 17. maj 2000 om stormflod og stormfald, som ændret ved lov nr. 505 af 7. juni 2001, § 4 i lov nr. 601 af 24. juni 2005 og § 43 i lov nr. 538 af 8. juni 2006, foretages følgende ændring:

1. I § 25, stk. 1, indsættes efter »måned«: »eller hvert kvartal«.

§ 16

I lov nr. 302 af 30. april 2003 om statsautoriserede og registrerede revisorer, som ændret ved § 3 i lov nr. 364 af 19. maj 2004, § 3 i lov nr. 245 af 27. marts 2006 og § 29 i lov nr. 538 af 8. juni 2006, foretages følgende ændring:

1. I § 10, stk. 4, indsættes som 4. pkt.:

»1. pkt. er ikke til hinder for, at revisor afgiver en revisionspåtegning sammen med rigsrevisor, hvis revisionen er omfattet af lov om revision af statens regnskaber m.m. eller af særlovgivning, hvorefter rigsrevisor udfører revision sammen med en statsautoriseret eller registreret revisor.«

§ 17

I retsplejeloven, jf. lovbekendtgørelse nr. 1001 af 5. oktober 2006, som ændret senest ved § 3 i lov nr. 539 af 8. juni 2006, foretages følgende ændringer:

1. § 538 a, stk. 1, 2. og 3. pkt., ophæves, og i stedet indsættes:

»Værdipapirer, jf. § 2 i lov om værdipapirhandel m.v., som har kurs på et dansk eller udenlandsk reguleret marked, sælges dog gennem en værdipapirhandler, jf. § 4 i lov om værdipapirhandel m.v.«

2. § 557 affattes således:

»§ 557. Er udlæg foretaget i værdipapirer, jf. § 2 i lov om værdipapirhandel m.v., som har kurs på et dansk eller udenlandsk reguleret marked, bortsælges disse ikke ved tvangsauktion. De nævnte værdipapirer sælges efter anmodning fra udlægshaveren af fogedretten gennem en værdipapirhandler, jf. § 4 i lov om værdipapirhandel m.v.«

§ 18

I lov om skifte af fællesbo m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 725 af 23. oktober 1986, som ændret senest ved § 2 i lov nr. 483 af 7. juni 2006, foretages følgende ændring:

1. § 28, stk. 1, affattes således:

»Værdipapirer, jf. § 2 i lov om værdipapirhandel m.v., som har kurs på et dansk eller udenlandsk reguleret marked, sælges gennem en værdipapirhandler, jf. § 4 i lov om værdipapirhandel m.v.«

§ 19

I lov om tinglysning, jf. lovbekendtgørelse nr. 158 af 9. marts 2006, som ændret ved § 6 i lov nr. 538 af 8. juni 2006 og § 1 i lov nr. 539 af 8. juni 2006, foretages følgende ændring:

1. I § 41, stk. 2, ændres »en dansk fondsbørs« til: »et reguleret marked«.

§ 20

I lov om lens, stamhuses og fideikommissgodrsers samt de herhen hørende fideikommiskapitalers overgang til fri ejendom, jf. lovbekendtgørelse nr. 638 af 16. september 1986, som ændret senest ved § 67, stk. 2, nr. 2, i lov nr. 453 af 9. juni 2004, foretages følgende ændring:

1. I § 2, stk. 1, ændres »noteres på børsen« til: »optages til handel på et reguleret marked«.

§ 21

Stk. 1. Loven træder i kraft den 1. november 2007, jf. dog stk. 3-7.

Stk. 2. Samtidig ophæves bekendtgørelse nr. 1140 af 14. december 2000 om adgang til medlemskab af en fondsbørs for andre end værdipapirhandlere og Danmarks Nationalbank og bekendtgørelse nr. 986 af 4. oktober 2004 om værdipapirhandlere, der driver et alternativt handelssystem.

Stk. 3. § 1, nr. 88, § 3, nr. 1, 3, 11, 24, 27, 30, 40-43, 58, 61, 62, 68, 69, 76, 81, 83, 85 og 86, § 6, nr. 1-9, § 7, § 8, nr. 3, 8 og 9, § 9, nr. 6 og 7, § 10, nr. 6, og §§ 11-15 træder i kraft den 15. februar 2007.

Stk. 4. § 1, nr. 2, 3, 54-60, 62, 63, 90, 93, 94, 105-109, 116, 118 og 119, § 3, nr. 74, og § 4 træder i kraft den 1. juni 2007.

Stk. 5. § 6, nr. 10, træder i kraft den 15. december 2007.

Stk. 6. § 1, nr. 88, § 3, nr. 62, § 11, nr. 1, § 12, nr. 12, og § 13, nr. 2, har virkning fra den 1. januar 2006.

Stk. 7. § 5 træder i kraft for regnskabsår, der starter den 1. juni 2007 eller senere.

§ 22

Stk. 1. § 16 træder i kraft dagen efter bekendtgørelsen i Lovtidende.

Stk. 2. Uanset reglerne i denne lovs § 1 kan selskaber med tilladelse efter § 8, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. til at drive virksomhed som fondsbørs eller autoriseret markedsplads uden ny tilladelse fortsat drive denne virksomhed under overholdelse af reglerne for operatører af regulerede markeder.

Stk. 3. Uanset reglerne i denne lovs § 1 kan selskaber med tilladelse efter § 8, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. til at drive virksomhed som alternativ markedsplads uden ny tilladelse fortsat drive denne virksomhed under overholdelse af reglerne for selskaber, der driver multilaterale handelsfaciliteter, herunder alternative markedspladser.

Stk. 4. Uanset reglerne i denne lovs § 1 betragtes aktier, aktiecertifikater og obligationer, der er optaget til notering af en fondsbørs efter § 22 i lov om værdipapirhandel m.v. fortsat som noterede.

Stk. 5. Finansielle virksomheder, som den 1. november 2007 har tilladelse til at udføre aktiviteter i medfør af § 9, stk. 1, jf. § 7, stk. 2, § 8, stk. 2, § 9, stk. 2, § 10, stk. 2, eller § 403 i lov om finansiel virksomhed, kan fortsætte disse aktiviteter som hidtil.

Stk. 6. Selskaber, der den 1. november 2007 har tilladelse efter § 8, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., til pengemarkedsmæglervirksomhed, kan fortsætte disse aktiviteter, hvis de inden den 1. februar 2008 anmelder aktiviteterne til Finanstilsynet. Finanstilsynet meddeler i henhold til § 9, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed tilladelse til de anmeldte aktiviteter og tilladelse til formidling af ind- og udlån mellem deltagere på pengemarkedet. Selskaberne kan i perioden efter anmeldelsen og frem til, at Finanstilsynet har meddelt tilladelse i medfør af § 9, stk. 1, fortsætte med at udføre de anmeldte aktiviteter, herunder formidling af ind- og udlån mellem deltagere på pengemarkedet.

Stk. 7. En virksomhed eller person, der den 1. november 2007 driver virksomhed som investeringsrådgiver, jf. § 343 a i lov om finansiel virksomhed, jf. denne lovs § 3, nr. 59, og som senest den 1. februar 2008 indsender ansøgning om tilladelse i medfør af § 343 c i lov om finansiel virksomhed, jf. denne lovs § 3, nr. 59, kan fortsætte med at yde investeringsrådgivning, indtil Finanstilsynet har behandlet ansøgningen om tilladelse. En ansøgning anses for modtaget i Finanstilsynet, når oplysninger om samtlige de forhold, der er nævnt i § 343 c, er fremsendt til Finanstilsynet.

§ 23 *Stk. 1.* Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, jf. dog stk. 2 og 3.

Stk. 2. §§ 1-6, 13 og 14 kan ved kongelig anordning helt eller delvis sættes i kraft for Færøerne og Grønland med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger.

Stk. 3. §§ 7, 10-12 og 16 kan ved kongelig anordning helt eller delvis sættes i kraft for Grønland med de afvigelser, som de særlige grønlandske forhold tilsiger.

Stk. 4. § 18 kan ved kongelig anordning helt eller delvis sættes i kraft for Færøerne med de afvigelser, som de særlige færøske forhold tilsiger.

Givet på Christiansborg Slot, den 7. februar 2007

Under Vor Kongelige Hånd og Segl

Margrethe R. /Bendt Bendtsen

Officielle noter

¹⁾ Loven indeholder bestemmelser, der gennemfører dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF, (EU-Tidende 2004 nr. L 390, s. 38) (gennemsigtighedsdirektivet), dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF, (EU-Tidende 2004 nr. L 145, s. 1) (MiFID-direktivet), dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2005/14/EF af 11. maj 2005, (EU-Tidende 2005 nr. L 149, s. 14) (5. motorkøretøjsforsikringsdirektiv) og dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/31/EF af 5. april 2006 om ændring af direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter, for så vidt angår visse frister, (EU-Tidende 2006 nr. L 114, s. 60) (udsættelsesdirektivet).

Bilag 5 – Uddrag af bekendtgørelse nr. 897 af 4. september 2008 af Lov om finansiell virksomhed

Bekendtgørelse af lov om finansiell virksomhed ¹⁾

Hermed bekendtgøres lov om finansiell virksomhed, jf. lovbekendtgørelse nr. 376 af 22. maj 2008, med de ændringer, der følger af § 2 i lov nr. 515 af 17. juni 2008, og § 1 i lov nr. 517 af 17. juni 2008.

Afsnit I

Generelle bestemmelser

Kapitel 1

Anvendelsesområde

Generelle regler om anvendelsesområde

§ 1. Denne lov finder anvendelse på finansielle virksomheder, jf. § 5, stk. 1, nr. 1, samt virksomhed omfattet af stk. 2-11.

Stk. 2. For finansielle holdingvirksomheder finder § 43, stk. 1, kapitel 7, § 64, stk. 4, § 117, § 124, stk. 2, nr. 1, § 125, stk. 2, nr. 1, kapitel 13, §§ 344-348 og 357, § 361, stk. 1, nr. 6, og stk. 2, § 368, stk. 2, og 3, stk. 4, nr. 1, og stk. 5, og §§ 369 og 370 anvendelse.

Stk. 3. Loven finder anvendelse på filialer her i landet af kreditinstitutter, investeringsselskaber, administrationsselskaber og forsikringsselskaber, der er meddelt tilladelse i et land uden for Den Europæiske Union, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, med de afvigelser, som filialforholdet nødvendiggør, eller som er fastsat i eller i henhold til international aftale. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler herom. Aktieselskabslovens bestemmelser om filialer af udenlandske aktieselskaber finder anvendelse på de i 1. pkt. nævnte filialer.

Stk. 4. For filialer her i landet af kreditinstitutter, administrationsselskaber og forsikringsselskaber, der er meddelt tilladelse i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, finder §§ 30, 32, 34-36, 43, 44, 47, 48, 50-60, 344 og 345, § 347, stk. 1, 2, 4 og 5, § 348, § 354 a, § 373 og § 374, anvendelse. For filialer her i landet af kreditinstitutter finder § 152 a, stk. 2, 2. pkt., § 360, § 362, stk. 4, og §§ 368-370 endvidere anvendelse. For filialer her i landet af kreditinstitutter og investeringsselskaber, der er meddelt tilladelse til at yde investeringsservice i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, og som udfører sådan aktivitet her i landet, finder §§ 30, 32 og 43, § 72, stk. 2, nr. 5, § 344, § 345, § 347, stk. 1, 2, 4 og 5, § 348 og § 354 a, anvendelse.

Stk. 5. For tjenesteydelser her i landet ydet af kreditinstitutter, administrationsselskaber og forsikringsselskaber, der er meddelt tilladelse i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, finder §§ 31, 36, 43, 44 og 46-60, § 347, stk. 1, og § 348, stk. 1, anvendelse. For tjenesteydelser her i landet ydet af kreditinstitutter og investeringsselskaber, der er meddelt tilladelse til at yde investeringsservice i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, finder § 31, § 347, stk. 1, og § 348, stk. 1, anvendelse.

Stk. 6. For tjenesteydelser med værdipapirhandel ydet her i landet af kreditinstitutter og investeringsselskaber, der er meddelt tilladelse i et land uden for Den Europæiske Union, som

Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, finder §§ 33 og 43, § 347, stk. 1, og § 348 anvendelse.

Stk. 7. For tjenesteydelser ydet her i landet af forsikringsselskaber, der er meddelt tilladelse i et land uden for Den Europæiske Union, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, finder § 37 anvendelse.

Stk. 8. Andelskasser, der er medlemmer af Sammenslutningen af Danske Andelskasser, kan i fællesskab opfylde lovens krav. Sammenslutningen anses for ét pengeinstitut i relation til bestemmelserne i denne lov.

Stk. 9. For tilsluttede andelskasser finder §§ 5 og 6, § 7, stk. 1-6, § 12, § 15, stk. 2 og 4, §§ 16, 17, 24-26, 43, 45-48, 50-52, 64-67, 69, 73, 74, 76-80, 85-88 og 92, § 151, stk. 2, §§ 176 og 177, § 178, stk. 1, §§ 183-198, § 199, stk. 2-4, 8 og 11, §§ 203 og 204, § 231, stk. 1, og §§ 232, 235 og 241-244, 344-357 og 372, jf. §§ 373 og 374, anvendelse.

Stk. 10. Kapitel 19 finder anvendelse på udstedere af elektroniske penge. Virksomheder med tilladelse efter § 7, stk. 1, er bortset fra § 311 ikke omfattet af kapitel 19.

Stk. 11. Kapitel 20 finder anvendelse på sparevirksomheder.

Stk. 12. Kapitel 20 a finder anvendelse på investeringsrådgivere.

Stk. 13. Bestemmelser om bestyrelsen eller medlemmer heraf i § 5, stk. 1, nr. 7, litra b, § 76, § 77, stk. 1 og 3, § 78, stk. 1, § 90, stk. 2, § 98, § 108, stk. 2 og 3, § 115, § 144, stk. 1, § 199, stk. 9 og 10, §§ 203, 209, 247 og 296, og § 327, stk. 3, skal i SE-selskaber med et tostrengt ledelsessystem alene finde anvendelse på tilsynsorganet eller medlemmer heraf med de fornødne tilpasninger.

Stk. 14. Bestemmelser om bestyrelsen eller medlemmer heraf samt bestemmelser om ledelsen i § 14, stk. 1, 2. pkt., §§ 64, 65, 73-75, 80, 83, 87, 94, 110 og 117, § 179, nr. 2, § 180, nr. 2, §§ 184 og 185, § 233, § 289, stk. 1, § 299, § 317, stk. 3, § 346, stk. 2 og 3, § 349, stk. 2, nr. 2, § 355, stk. 2, nr. 9, og stk. 3, og §§ 356, 373 og 374 skal i SE-selskaber med et tostrengt ledelsessystem ud over ledelsesorganet og medlemmerne heraf, jf. § 8, stk. 1, i lov om det europæiske selskab (SE-loven), også finde anvendelse på tilsynsorganet eller medlemmer heraf med de fornødne tilpasninger.

Stk. 15. For operatører af regulerede markeder hjemmehørende her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, der har tilladelse efter denne lov til at drive multilaterale handelsfaciliteter, jf. § 5, stk. 1, nr. 20, finder § 9, stk. 9, § 14, stk. 1, nr. 1, 3-6 og 8, og stk. 2-5, § 39, stk. 6, kapitel 7, §§ 70-72, kapitel 9, § 125, stk. 1 og 4-6, §§ 127-129, § 131, stk. 1, 3, 4 og 6, § 132, § 135, stk. 1 og 2, § 136, § 139, § 142, stk. 1, § 143, § 204, stk. 1, § 223, § 224, stk. 6, § 226, stk. 5, §§ 344-352, § 355, § 361, stk. 1, nr. 19, §§ 368-371, § 372, stk. 1, § 373 og bilag 4, afsnit A, nr. 8, anvendelse, med de afvigelser som forholdet nødvendiggør. For operatører af regulerede markeder hjemmehørende i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, der driver multilaterale handelsfaciliteter fra dette land, finder § 31, stk. 11, og § 32 anvendelse. For operatører af regulerede markeder hjemmehørende i et land uden for Den Europæiske Union, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, der driver multilaterale handelsfaciliteter fra dette land, finder § 32 anvendelse.

Særlige regler om anvendelsesområde for investeringsforvaltningsselskaber

§ 1 a. §§ 38 og 39 finder ikke anvendelse på investeringsforvaltningsselskaber, der alene har tilladelse til at udøve de i bilag 6, nr. 2-6, nævnte aktiviteter.

Særlige regler om anvendelsesområde for forsikringsselskaber

§ 2. §§ 61, 62 og 170-178 finder ikke anvendelse på tværgående pensionskasser og de af loven omfattede gensidige forsikringsselskaber.

§ 3. For genforsikringsvirksomhed og coassurancevirksomhed kan Finanstilsynet fastsætte særlige regler eller afvigelser.

§ 4. Denne lovs regler om koncerner finder anvendelse, når modervirksomheden er et forsikringsselskab.

Stk. 2. Finanstilsynet kan bestemme, at denne lovs eller aktieselskabslovens regler om koncerner, bortset fra aktieselskabslovens § 49, stk. 3, ligeledes finder helt eller delvis anvendelse på grupper af forsikringsselskaber, der ikke udgør en koncern i henhold til § 5, stk. 1, nr. 9, men som dog har en sådan indbyrdes tilknytning, at anvendelse af de nævnte regler må anses for påkrævet. De pågældende selskaber udpeger et af § 12, 3. pkt., omfattet og her i landet hjemmehørende selskab, der skal anses som modervirksomhed. Sker dette ikke, udpeger Finanstilsynet selskabet.

Kapitel 2

Definitioner

§ 5. I denne lov forstås ved:

1) *Finansielle virksomheder*:

- a) Pengeinstitutter.
- b) Realkreditinstitutter.
- c) Fondsmæglerselskaber.
- d) Investeringsforvaltningsselskaber.
- e) Forsikringsselskaber.

2) *Kreditinstitut*: En virksomhed, hvis virksomhed består i at modtage indlån eller andre midler fra offentligheden, der skal tilbagebetales, samt i at yde lån for egen regning.

3) *Investeringselskab*: En juridisk eller fysisk person, hvis virksomhed består i at yde investeringsservice.

4) *Investeringsservice*: De i bilag 4, afsnit A, nr. 1-8, anførte aktiviteter i forbindelse med de i bilag 5, nr. 1-10, anførte instrumenter.

5) *Administrationsselskab*: Et selskab, hvis virksomhed består i administration af institutter for kollektiv investering i værdipapirer (UCITS).

6) *Finansieringsinstitut*: En virksomhed, der ikke er et kreditinstitut, og hvis hovedvirksomhed består i at erhverve kapitalandele eller i at udøve en eller flere af de i bilag 2, nr. 2-12, angivne aktiviteter.

7) *Modervirksomhed*: En virksomhed, som

- a) besidder flertallet af stemmerettighederne i en virksomhed,
- b) er aktionær eller anpartshaver eller ejer andre andele af en virksomheds egenkapital (virksomhedsdeltager) og har ret til at udnævne eller afsætte et flertal i virksomhedens bestyrelse, direktion eller tilsvarende ledelsesorgan,
- c) er virksomhedsdeltager og har ret til at udøve en bestemmende indflydelse over virksomheden på grundlag af vedtægter eller aftale med denne i øvrigt,
- d) er virksomhedsdeltager og i medfør af aftale med andre aktionærer, anpartshavere eller ejere af andele af egenkapitalen råder over flertallet af stemmerettighederne i virksomheden eller
- e) besidder kapitalandele i en virksomhed og udøver en bestemmende indflydelse over denne.

8) *Dattervirksomhed*: En virksomhed, med hvilken en modervirksomhed direkte eller indirekte har en af de i nr. 7 nævnte forbindelser.

9) *Koncern*: En modervirksomhed og dens dattervirksomheder.

10) *Finansiel holdingvirksomhed*:

- a) En modervirksomhed, der ikke er en finansiel virksomhed, i en koncern, hvor mindst én af dattervirksomhederne i koncernen er en finansiel virksomhed, og hvor mindst 40 pct. af den samlede balancesum for koncernen og modervirksomhedens associerede virksomheder vedrører den finansielle sektor, jf. dog stk. 8, eller
- b) en modervirksomhed, hvis virksomhed udelukkende eller hovedsagelig består i at eje kapitalandele i dattervirksomheder, der er finansielle virksomheder eller finansieringsinstitutter, og hvor mindst én dattervirksomhed er en finansiel virksomhed.
- 11) Pengeinstituttholdingvirksomhed: En modervirksomhed, hvis virksomhed udelukkende eller hovedsagelig består i at eje kapitalandele i dattervirksomheder, der er kreditinstitutter eller finansieringsinstitutter, og hvor koncernens hovedvirksomhed er at drive pengeinstitutvirksomhed.
- 12) Realkreditholdingvirksomhed: En modervirksomhed, hvis virksomhed udelukkende eller hovedsagelig består i at eje kapitalandele i dattervirksomheder, der er kreditinstitutter eller finansieringsinstitutter, og hvor koncernens hovedvirksomhed er at drive realkreditinstitutvirksomhed.
- 13) Fondsmæglerholdingvirksomhed: En modervirksomhed, hvis virksomhed udelukkende eller hovedsagelig består i at eje kapitalandele i dattervirksomheder, der er kreditinstitutter eller finansieringsinstitutter, og hvor koncernens hovedvirksomhed er at drive fondsmæglervirksomhed.
- 14) Investeringsforvaltningsholdingvirksomhed: En modervirksomhed, hvis virksomhed udelukkende eller hovedsagelig består i at eje kapitalandele i dattervirksomheder, der er kreditinstitutter eller finansieringsinstitutter, og hvor koncernens hovedvirksomhed er at drive investeringsforvaltningsvirksomhed.
- 15) Associeret virksomhed: En virksomhed, i hvilken en finansiel virksomhed og dennes dattervirksomheder besidder kapitalandele og udøver en betydelig indflydelse på dens driftsmæssige og finansielle ledelse, men som ikke er en dattervirksomhed af den finansielle virksomhed. En finansiel virksomhed og dennes dattervirksomheder formodes at udøve betydelig indflydelse, hvis de tilsammen besidder 20 pct. eller mere af stemmerettighederne.
- 16) Engagement: Summen af de mellemværender, der indebærer en kreditrisiko for virksomheden.
- 17) *Snævre forbindelser*:
- a) direkte eller indirekte forbindelser af den i nr. 9 angivne art,
- b) kapitalinteresser, hvorved forstås en virksomheds direkte eller indirekte besiddelse af 20 pct. eller mere af stemmerettighederne eller kapitalen i en virksomhed, eller
- c) flere virksomheders eller personers fælles forbindelse, jf. litra a, med en virksomhed.
- 18) Zone A-lande: Medlemslandene i EU, andre lande, der er fulde medlemmer af Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udvikling (OECD), samt andre lande, som har indgået særlige låneoverenskomster med Den Internationale Valutafond (IMF) og er tilknyttet Den Almindelige Låneoverenskomst. Et land, der som følge af manglende betalingsevne omlægges sin udenlandske statsgæld, udelukkes fra zone A i en periode på 5 år.
- 19) Filial: En afdeling, som retligt udgør en ikkeselvstændig del af et kreditinstitut, investeringsselskab, administrationsselskab eller forsikringsselskab, og som udøver virksomhed af den art, som virksomheden har tilladelse til.
- 20) *Multilateral handelsfacilitet*: Et multilateralt handelssystem (med undtagelse af regulerede markeder) der inden for systemet og efter dettes ufravigelige regler sætter forskellige tredjeparters interesse i køb og salg af de i bilag 5, nr. 1-10, nævnte instrumenter i forbindelse med hinanden på en sådan måde, at der indgås en aftale om overdragelse.

21) Captivegenforsikringsselskab: Et forsikringsselskab, hvis virksomhed er begrænset til at genforsikre forsikringsrisici i den koncern, som selskabet er en del af, når koncernen ikke indeholder andre forsikringsselskaber.

Stk. 2. Ved kapitalinteresser forstås en virksomheds direkte eller indirekte besiddelse af 20 pct. eller mere af stemmerettighederne eller kapitalen i en virksomhed.

Stk. 3. Ved kvalificeret andel forstås direkte eller indirekte besiddelse af mindst 10 pct. af kapitalen eller stemmerettighederne eller en andel, som giver mulighed for at udøve en betydelig indflydelse på ledelsen af den finansielle virksomhed eller den finansielle holdingvirksomhed.

Stk. 4. Ved kapitalandele forstås andele i aktieselskaber (aktier), i anpartsselskaber (anparter) samt i andre virksomheders egenkapital.

Stk. 5. Ved opgørelsen af stemmerettigheder og rettigheder til at udnævne eller afsætte medlemmer af ledelsesorganer medregnes rettigheder, der besiddes af såvel modervirksomheden som dennes dattervirksomheder.

Stk. 6. Ved opgørelsen af stemmerettigheder i en dattervirksomhed ses der bort fra stemmerettigheder, som knytter sig til kapitalandele, der besiddes af virksomheden selv eller dennes dattervirksomheder.

Stk. 7. I denne lov forstås:

- 1) Solvenskrav, minimumskapitalkrav og solvensbehov i overensstemmelse med §§ 124 og 125.
- 2) Kapitalkrav i overensstemmelse med § 127.
- 3) Basiskapital i overensstemmelse med § 128.
- 4) Kernekapital i overensstemmelse med §§ 129-131.
- 5) Supplerende kapital i overensstemmelse med § 135.
- 6) Hybrid kernekapital i overensstemmelse med § 132.
- 7) Ansvarlig lånekapital i overensstemmelse med § 136.
- 8) Særlige bonus hensættelser i overensstemmelse med §§ 134 og 138.
- 9) Medlemskonti i overensstemmelse med § 133.
- 10) Risikovægtede poster i overensstemmelse med § 142.

Stk. 8. En modervirksomhed, der har været omfattet af stk. 1, nr. 10, litra a, anses fortsat som en finansiell holdingvirksomhed, hvis mindst 35 pct. af den samlede balancesum for koncernen og modervirksomhedens associerede virksomheder vedrører den finansielle sektor. 1. pkt. finder dog ikke anvendelse, hvis den samlede balancesum nævnt i 1. pkt. har været under 40 pct. 3 år i træk.

§ 6. Økonomi- og erhvervsministeren fastsætter nærmere regler om anvendelse af digital kommunikation, herunder elektronisk signatur, ved udveksling af information efter denne lov mellem borgere og virksomheder på den ene side og den offentlige forvaltning på den anden side samt om opbevaring af information.

Kapitel 3

Tilladelse, eneret m.v.

Tilladelse til pengeinstitutter, realkreditinstitutter, fondsmæglerselskaber, investeringsforvaltningsselskaber og forsikringsselskaber

§ 7. Virksomheder, der udøver virksomhed, som består i fra offentligheden at modtage indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales samt i at yde lån for egen regning, dog ikke på grundlag af udstedelse af realkreditobligationer, jf. § 8, stk. 3, skal have tilladelse som pengeinstitut. Pengeinstitutter må kun udøve virksomhed som nævnt i bilag 1 samt virksomhed efter §§ 24-26.

Stk. 2. Pengeinstitutter kan få tilladelse efter § 9, stk. 1, til at udføre de i bilag 4, afsnit A, nr. 1, 2, 4 og 8, nævnte aktiviteter.

Stk. 3. Pengeinstitutter, staten, Danmarks Nationalbank, udenlandske kreditinstitutter, der opfylder betingelserne i § 1, stk. 3, og §§ 30 eller 31, udstedere af elektroniske penge samt sparevirksomheder har eneret til fra offentligheden at modtage indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales. Realkreditinstitutter, Danmarks Skibskreditfond og KommuneKredit kan dog modtage andre midler, der skal tilbagebetales. Virksomheder, der ikke modtager indlån fra offentligheden, kan modtage andre midler, der skal tilbagebetales, såfremt denne virksomhed eller udlånsvirksomhed ikke er en væsentlig del af virksomhedens drift.

Stk. 4. Pengeinstitutter, staten og udenlandske kreditinstitutter, der opfylder betingelserne i § 1, stk. 3, og §§ 30 eller 31, har eneret til ved henvendelse til offentligheden at tilbyde sig som modtagere af indlån.

Stk. 5. Pengeinstitutter har eneret til at benytte henholdsvis betegnelsen »bank«, »sparekasse« eller »andelskasse« i deres navn. Andre virksomheder, bortset fra banker, der er oprettet ved lov, må ikke anvende navne eller betegnelser for deres virksomhed, som er egnet til at fremkalde det indtryk, at de er pengeinstitutter. Et pengeinstitut må ikke betegne sin virksomhed på en måde, der er egnet at fremkalde det indtryk, at det er landets nationalbank.

Stk. 6. Pengeinstitutter skal benytte henholdsvis betegnelsen »bank«, »sparekasse« eller »andelskasse« i deres navn, jf. dog stk. 7. Aktieselskabslovens § 153, stk. 2-6, finder tilsvarende anvendelse på sparekasser og andelskasser.

Stk. 7. Et aktieselskab, som i medfør af reglerne i §§ 207-213 overtager en andelskasse, en sammenslutning af andelskasser eller en sparekasse, er berettiget til at betegne sig som andelskasse henholdsvis sparekasse, idet dog ordet »aktieselskab« eller deraf dannede forkortelser skal tilføjes navnet.

Stk. 8. En virksomhed, der søger om tilladelse efter stk. 1, skal have en aktiekapital, der mindst udgør et beløb svarende til 8 mio. euro.

§ 9. Virksomheder, der for tredjemand udøver aktiviteter som nævnt i bilag 4, afsnit A, er værdipapirhandlere og skal have tilladelse som værdipapirhandlere, jf. dog § 7, stk. 1, og § 8, stk. 1. Værdipapirhandlere kan desuden udøve en eller flere af de i bilag 4, afsnit B, nævnte aktiviteter. Tilladelse til at udøve en eller flere af de i bilag 4, afsnit B, nævnte aktiviteter kan kun meddeles i tilknytning til tilladelse til de i bilag 4, afsnit A, nævnte aktiviteter. Tilladelsen skal angive de aktiviteter i bilag 4, som tilladelsen omfatter.

Stk. 2. Værdipapirhandlere, som ikke har tilladelse efter § 7, stk. 1, § 8, stk. 1, eller § 10, stk. 1, er fondsmæglerselskaber. Fondsmæglerselskaber må kun udføre aktiviteter som nævnt i bilag 4.

Stk. 3. Værdipapirhandlere, Danmarks Nationalbank, Økonomistyrelsen samt udenlandske kreditinstitutter og investeringsselskaber, der opfylder betingelserne i § 1, stk. 3, og §§ 30, 31 eller 33, har eneret til at udføre de i bilag 4, afsnit A, nævnte aktiviteter med de i bilag 5 nævnte instrumenter (værdipapirer) og med de i lov om værdipapirhandel m.v. § 2, nr. 12, nævnte værdipapirer på erhvervsmæssigt grundlag for tredjemand, jf. dog § 7, stk. 1, og § 8, stk. 1. Værdipapirhandlere samt udenlandske kreditinstitutter og investeringsselskaber, der er omfattet af § 1, stk. 3, og opfylder betingelserne i §§ 30, 31 eller 33, har endvidere eneret til at formidle og udføre valutaspotforretninger i investeringsøjemed med henblik på, at investorerne opnår fortjeneste ved kursændring på valuta på erhvervsmæssigt grundlag for tredjemand.

Stk. 4. Bestemmelsen i stk. 3 finder ikke anvendelse på en virksomheds udførelse af handler med og formidling af værdipapirer, som virksomheden selv udsteder.

Stk. 5. Værdipapirhandlere, som ikke har tilladelse efter § 7, stk. 1, § 8, stk. 1, eller § 10, stk. 1, har eneret til at benytte betegnelsen »fondsmæglerselskab« i deres navn. Andre virksomheder må ikke anvende navne eller betegnelser for deres virksomhed, som er egnet til at fremkalde det indtryk, at de er fondsmæglerselskaber.

Stk. 6. Fondsmæglerselskaber, der er medlemmer af et reguleret marked, har eneret til at benytte betegnelsen »børsmæglerselskab« og kan i deres navn anvende denne betegnelse i stedet for »fondsmæglerselskab«. Andre virksomheder må ikke anvende navne eller betegnelser for deres virksomhed, der er egnet til at fremkalde det indtryk, at de er børsmæglerselskaber.

Stk. 7. Fondsmæglerselskaber skal benytte betegnelsen »fondsmæglerselskab« eller »børsmæglerselskab« i deres navn.

Stk. 8. Et selskab, der søger om tilladelse efter stk. 1, og som ikke har tilladelse efter § 7, stk. 1, § 8, stk. 1, eller § 10, stk. 1, skal have en aktiekapital, der mindst udgør et beløb svarende til 1 mio. euro, såfremt fondsmæglerselskabet ønsker at blive medlem af et reguleret marked, en værdipapircentral eller en clearingscentral, hvor selskabet deltager i clearing og afvikling, eller ønsker at udføre en eller flere af de i bilag 4, afsnit A, nr. 3, 6, 8 og 9, og afsnit B, nr. 2, nævnte tjenesteydelser. Andre selskaber, der søger om tilladelse efter stk. 1, skal have en aktiekapital, der mindst udgør et beløb svarende til 0,3 mio. euro.

Stk. 9. Operatører af regulerede markeder her i landet, i andre lande inden for Den Europæiske Union eller i lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, kan få tilladelse til at drive multilaterale handelsfaciliteter. Operatører af regulerede markeder, der driver multilaterale handelsfaciliteter, skal have en aktiekapital på 1 mio. euro.

Stk. 10. Værdipapirhandlere og operatører af regulerede markeder, der ønsker at drive en multilateral handelsfacilitet som en alternativ markedsplads, skal give meddelelse herom til Finanstilsynet inden påbegyndelsen af driften af den alternative markedsplads. Multilaterale handelsfaciliteter, der har været i drift inden en sådan meddelelse, kan ikke efterfølgende drives som alternative markedspladser.

Stk. 11. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om, hvilke fysiske og juridiske personer udover de af stk. 2 og 3 omfattede der kan tilbyde tjenesteydelser omfattet af bilag 4.

Afsnit III

God skik m.v.

Kapitel 6

God skik, prisoplysning og kontraktforhold

Generelle regler om god skik, prisoplysning og kontraktforhold

§ 43. Finansielle virksomheder og finansielle holdingvirksomheder skal drives i overensstemmelse med redelig forretningsskik og god praksis inden for virksomhedsområdet.

Stk. 2. Økonomi- og erhvervsministeren fastsætter nærmere regler om redelig forretningsskik og god praksis for de finansielle virksomheder.

Stk. 3. Økonomi- og erhvervsministeren fastsætter nærmere regler om prisoplysning for finansielle ydelser.

Kapitel 8

Ledelse og indretning af virksomheden

§ 71. En finansiell virksomhed skal have

- 1) effektive former for virksomhedsstyring,
- 2) en klar organisatorisk struktur med en veldefineret, gennemskuelig og konsekvent ansvarsfordeling,
- 3) en god administrativ og regnskabsmæssig praksis,
- 4) skriftlige forretningsgange på alle de væsentlige aktivitetsområder,
- 5) effektive procedurer til at identificere, forvalte, overvåge og rapportere om de risici, virksomheden er eller kan blive udsat for,
- 6) de ressourcer, der er nødvendige for den rette gennemførelse af dens virksomhed, og anvende disse hensigtsmæssigt,
- 7) procedurer med henblik på adskillelse af funktioner i forbindelse med håndtering og forebyggelse af interessekonflikter,
- 8) fyldestgørende interne kontrolprocedurer og
- 9) betryggende kontrol- og sikringsforanstaltninger på it-området.

Stk. 2. Finanstilsynet udsteder vejledninger om de i stk. 1 nævnte områder.

§ 72. En finansiell virksomhed, der har tilladelse til at drive virksomhed som værdipapirhandler, skal opfylde kravene i § 71, stk. 1, og træffe de nødvendige forholdsregler for at sikre sammenhæng og regelmæssighed i sin virksomhed som værdipapirhandler og anvende ressourcer, systemer og procedurer, der er hensigtsmæssige hertil.

Stk. 2. En finansiell virksomhed, der har tilladelse til at drive virksomhed som værdipapirhandler, skal

- 1) have passende regler og procedurer for transaktioner med de i bilag 5 nævnte instrumenter, som omfatter virksomhedens ledelse og ansatte,
- 2) kunne påvise interessekonflikter, som kan skade kundernes interesser, både mellem værdipapirhandlerens kunder indbyrdes og mellem kunderne og værdipapirhandleren og begrænse disse interessekonflikter mest muligt, samt, hvor der er risiko for, at kundernes interesse skades, i det konkrete tilfælde informere kunden om interessekonflikternes generelle indhold, inden der indgås aftale med kunden,
- 3) sikre kundernes ejendomsret til deres midler og de i bilag 5 nævnte instrumenter,
- 4) beskytte kundernes rettigheder og må ikke uden udtrykkeligt samtykke disponere over deres midler og instrumenter og
- 5) føre og opbevare fyldestgørende lister over alle udførte tjenesteydelser og transaktioner i mindst 5 år efter, at tjenesteydelsen er udført, henholdsvis transaktionen er gennemført.

Stk. 3. En finansiell virksomhed, der har tilladelse til at drive virksomhed som værdipapirhandler, kan opbevare kunders instrumenter, jf. bilag 5, i samme depot (samledepot), hvis den finansielle virksomhed har informeret den enkelte kunde om retsvirkningerne heraf og kunden har givet samtykke hertil. Finanstilsynet kan i særlige tilfælde give tilladelse til, at kunders og en finansiell virksomheds egne instrumenter opbevares i samme depot. En finansiell virksomhed skal føre et register, hvoraf de enkelte kunders ejerforhold til de registrerede instrumenter klart fremgår. Finanstilsynet kan fratage en finansiell virksomhed, der har tilladelse til at drive virksomhed som værdipapirhandler, retten til at føre et samledepot.

Stk. 4. Stk. 2, nr. 2-4, finder tilsvarende anvendelse på Danmarks Nationalbank og Økonomistyrelsen med de fornødne tilpasninger.

Stk. 5. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om de i stk. 1-3 nævnte forhold.

Stk. 6. I tilfælde af en finansiel virksomheds konkurs, betalingsstandsning eller lign. kan den enkelte kunde på grundlag af det i stk. 3, 3. pkt., anførte register udtage sine instrumenter af et samledepot, hvis der ikke forinden er tvist om kundens ejendomsret.

Afsnit X a

Investeringsrådgivere

Kapitel 20 a

Investeringsrådgivere

Anvendelsesområde

§ 343 a. Virksomheder, der udøver investeringsrådgivning, jf. § 343 b, skal have tilladelse som investeringsrådgiver.

Stk. 2. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på følgende:

- 1) Finansielle virksomheder, jf. § 5, stk. 1, nr. 1.
- 2) Kollektive investeringsordninger reguleret af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og investeringsinstitutter og pensionskasser, hvad enten de er koordineret på fællesskabsplan eller ej, samt depositarer og ledere af sådanne institutter.
- 3) Rådgivning, der ydes til en modervirksomhed, dattervirksomhed eller et af moderselskabets datterselskaber (datterselskab).
- 4) Rådgivning, der kun ydes lejlighedsvis i forbindelse med erhvervsmæssig virksomhed, hvis denne anden virksomhed er reguleret ved lov eller andre fagetiske bestemmelser og disse bestemmelser ikke udelukker, at der ydes rådgivning.
- 5) Rådgivning, der alene vedrører medarbejderordninger.
- 6) Rådgivning, der ikke honoreres særskilt.
- 7) Det administrerende selskab i et forsikringsadministrationsfællesskab.

Stk. 3. Investeringsrådgivning efter stk. 1 kan udøves af aktieselskaber, partnerselskaber, anpartsselskaber, kommanditselskaber, interessentselskaber og enkeltmandsvirksomheder.

§ 343 b. Ved investeringsrådgivning forstås personlige anbefalinger til en kunde enten på anmodning eller på investeringsrådgiverens eget initiativ af en eller flere transaktioner i tilknytning til finansielle instrumenter, jf. bilag 4, afsnit A, nr. 5.

Tilladelse

§ 343 c. Finanstilsynet skal give tilladelse til udøvelse af investeringsrådgivning, når

- 1) medlemmer af virksomhedens bestyrelse og direktion opfylder kravene i § 64,
- 2) virksomheden har tegnet en ansvarsforsikring, der dækker hele Fællesskabet, eller anden tilsvarende garanti mod erstatningskrav som følge af pligtforsømmelse med en dækning på mindst 1 mio. euro for hvert erstatningskrav, dog mindst 1,5 mio. euro i alt om året for alle krav,
- 3) virksomhedens forretningsgange og administrative forhold er forsvarlige,
- 4) virksomheden har hovedkontor og hjemsted i Danmark,
- 5) ejerne af kvalificerede andele opfylder kravene i §§ 61 og 62 og

6) betingelserne i § 14, stk. 1, nr. 4 og 5, er opfyldt.

Stk. 2. En ansøgning om tilladelse efter stk. 1 skal indeholde

1) alle oplysninger, der er nødvendige for Finanstilsynets vurdering af, om betingelserne i stk. 1 er opfyldt,

2) oplysninger om, i hvilke medlemsstater inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, der ønskes udøvet aktivitet, og

3) oplysninger om størrelsen af de kvalificerede andele og virksomhedens organisation.

Stk. 3. § 14, stk. 3, finder tilsvarende anvendelse.

Stk. 4. Når Finanstilsynet har meddelt tilladelse efter stk. 1, foretager Erhvervs- og Selskabsstyrelsen de nødvendige registreringer.

Stk. 5. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om den i stk. 1, nr. 2, nævnte ansvarsforsikring.

§ 343 d. Investeringsrådgivere kan udøve investeringsrådgivning og virksomhed, der er accessorisk hertil, jf. bilag 4, afsnit B, nr. 3, 1. led.

Udenlandske investeringsrådgivere

§ 343 e. § 30, stk. 1, 4 og 10, og § 31, stk. 1, finder tilsvarende anvendelse for investeringsrådgivere fra et andet land inden for Den Europæiske Union eller fra et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

Danske investeringsrådgivere i udlandet

§ 343 f. § 38, stk. 1, nr. 1-4, stk. 2, 4, 5 og 6, og § 39, stk. 1 og 2, finder tilsvarende anvendelse for investeringsrådgivere her i landet, der ønsker at udøve investeringsrådgivning i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

Stk. 2. Samtidig med fremsendelse af oplysninger i medfør af § 38, stk. 2, oplyser Finanstilsynet, at investeringsrådgiveren ikke er dækket af en garantiordning her i landet og baggrunden herfor.

Stk. 3. En investeringsrådgiver er forpligtet til at meddele Finanstilsynet og værtslandet enhver ændring af de i § 39, stk. 1 og 2, nævnte forhold, senest 1 måned før ændringen foretages. Hvis det ikke er muligt at meddele Finanstilsynet ændringen, senest 1 måned før ændringen foretages, skal meddelelse ske snarest muligt.

God skik

§ 343 g. § 43, stk. 1 og 2, finder tilsvarende anvendelse for investeringsrådgivere.

Ledelse og ejerforhold

§ 343 h. § 61, stk. 1-4 og 6-8, § 62 og § 63 finder tilsvarende anvendelse for investeringsrådgivere.

§ 343 i. § 64, stk. 1-3, finder tilsvarende anvendelse for investeringsrådgivere.

Stk. 2. Stk. 1 finder tilsvarende anvendelse, når investeringsrådgivning ikke drives i selskabsform.

§ 343 j. En investeringsrådgiver skal organisere og indrette virksomheden på en måde, der sikrer, at risikoen for interessekonflikter mellem rådgiveren og kunden begrænses mest muligt.

Inddragelse af tilladelse

§ 343 k. § 223 og § 224, stk. 1, nr. 1, 3 og 4, finder tilsvarende anvendelse for investeringsrådgivere.

Stk. 2. Finanstilsynet skal inddrage tilladelsen, hvis der ikke længere er tegnet en ansvarsforsikring, jf. § 343 c, stk. 1, nr. 2.

§ 343 l. En investeringsrådgivers tilladelse bortfalder, når investeringsrådgiveren erklæres konkurs eller investeringsvirksomheden ophører på anden måde.

Stk. 2. Drives investeringsrådgivning i enkeltmandsvirksomhed, bortfalder tilladelsen, når investeringsrådgiveren dør.

Tilsyn

§ 343 m. § 344, stk. 1, § 345, § 346, § 348, stk. 2, og §§ 351, 352 og 354-356 finder tilsvarende anvendelse for investeringsrådgivere.

Stk. 2. Det Finansielle Virksomhedsråd indgår i tilsynet efter stk. 1 med den kompetence, som rådet er tillagt i medfør af § 345, stk. 2.

§ 343 n. Virksomheder, der yder investeringsrådgivning, skal en gang om året indsende erklæring om, at virksomheden opfylder betingelserne for at få tilladelse efter § 343 c.

Stk. 2. Den i stk. 1 omhandlede erklæring skal være underskrevet af selskabets bestyrelse og direktion. Hvis virksomheden ikke drives i selskabsform, skal erklæringen underskrives af den daglige ledelse.

Bilag 4

Investeringsservice

AFSNIT A

- 1) Modtagelse og formidling for investorers regning af ordrer vedrørende et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter.
- 2) Udførelse af ordrer med et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter for investorers regning.
- 3) Forretninger for egen regning med ethvert af de i bilag 5 nævnte instrumenter.
- 4) Skønsmæssig porteføljepleje af de enkelte investorers værdipapirbeholdninger efter instruks fra investorerne, såfremt beholdningerne omfatter et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter.
- 5) Investeringsrådgivning.
- 6) Afsætningsgaranti i forbindelse med emissioner af et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter eller placering af sådanne instrumenter på grundlag af en fast forpligtelse.
- 7) Placering af finansielle instrumenter uden fast forpligtelse.
- 8) Drift af multilaterale handelsfaciliteter.
- 9) Opbevaring og forvaltning for investorers regning i forbindelse med et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter, herunder depotvirksomhed og tjenesteydelser knyttet til en eller flere af de i nr. 1-8 nævnte aktiviteter.

AFSNIT B

- 1) Boksudlejning.
- 2) Kredit- eller långivning til en investor, således at denne kan udføre en transaktion med et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter, såfremt den virksomhed, der yder kreditten eller lånet, deltager i transaktionen.
- 3) Rådgivning til virksomheder vedrørende kapitalstrukturer, industristrategi og dermed beslægtede spørgsmål samt rådgivning og tjenesteydelser vedrørende fusioner og opkøb af virksomheder.
- 4) Valutatransaktioner, når de pågældende transaktioner er et led i ydelsen af investeringservice.
- 5) Investeringsanalyser og finansielle analyser eller andre former for generelle anbefalinger vedrørende et eller flere af de i bilag 5 nævnte instrumenter.

- 6) Tjenesteydelser i forbindelse med afsætningsgaranti.
Investeringservice og investeringsaktiviteter samt accessoriske tjenesteydelser af den type, der er omhandlet i dette bilag vedrørende det underliggende instrument for derivaterne omfattet af
- 7) bilag 5, nr. 5-7 og 10, når disse er knyttet til investeringserviceydelsen eller accessoriske tjenesteydelser.
- 8) Formidling og rådgivning om lån og kreditter til gearede investeringer.

Bilag 5

Instrumenter

- 1) Omsættelige værdipapirer (bortset fra betalingsinstrumenter), der kan handles på kapitalmarkedet, herunder
 - a) aktier i selskaber og andre værdipapirer, der kan sidestilles med aktier i selskaber, partnerskaber og andre foretagender, samt aktiebeviser,
 - b) obligationer og andre gældsinstrumenter, herunder beviser for sådanne værdipapirer, og alle andre værdipapirer, hvormed værdipapirer nævnt under litra a eller b kan erhverves eller sælges, eller som afregnes kontant med et beløb, hvis størrelse fastsættes med værdipapirer, valutaer, rentesatser eller afkast, råvareindeks samt andre indeks og mål som reference,
 - c) pengemarkedsinstrumenter, herunder skatkammerbeviser, indlånsbeviser og commercial papers, dog ikke betalingsinstrumenter,
- 2) andele i kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og
- 3) specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og andele i andre institutter for kollektiv investering, optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA'er) og enhver anden derivataftale
- 4) vedrørende værdipapirer, valutaer, renter eller afkast eller andre derivater, finansielle indeks eller finansielle mål, som kan afvikles fysisk eller afregnes kontant, optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA'er) og enhver anden derivataftale
- 5) vedrørende råvarer, som skal afregnes kontant, eller som kan afregnes kontant, hvis en af parterne ønsker det (af anden grund end misligholdelse eller anden årsag til ophør), optioner, futures, swaps og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, som kan afvikles fysisk, såfremt de handles på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet,
- 6) optioner, futures, swaps, terminskontrakter og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, der ikke er omfattet af nr. 6, og som kan afvikles fysisk og ikke har noget kommercielt formål,
- 7) som har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, idet der bl.a. tages hensyn til, om de cleares og afvikles via anerkendte clearinginstitutter eller er omfattet af regelmæssig fastsættelse af margin,
- 8) kreditderivater,
- 9) finansielle differencekontrakter (CFD'er), optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA'er) og enhver anden derivataftale, som vedrører klimatiske variabler, fragtrater, emissionstilladelser eller inflationsrater eller andre officielle økonomiske statistikker, som skal afregnes kontant, eller som kan afregnes kontant, hvis en af parterne ønsker det (af anden grund end misligholdelse eller anden årsag til ophør), samt
- 10) enhver anden derivataftale vedrørende aktiver, rettigheder, forpligtelser, indeks og mål, som ikke er omfattet af de øvrige numre, og som har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, idet der bl.a. tages hensyn til, om de handles på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, cleares og afvikles via anerkendte clearinginstitutter eller er omfattet af regelmæssig fastsættelse af margin, og
- 11) valutaspotforretninger i investeringsøjemed med henblik på at opnå fortjeneste ved kursændringer på valuta.

Bilag 6 – Afgørelse fra Finanstilsynet

Lov om finansiel virksomhed § 7, stk. 2, § 9, stk. 1, og bilag 4 og 5 - konsekvenserne af MiFID-direktivets gennemførelse for pengeinstitutter med tilladelse som værdipapirhandlere

Finanstilsynets afgørelse af 19. december 2007

Sagsfremstilling

Den 1. november 2007 trådte Lov nr. 108 af 7. februar 2007 i kraft. Lovændringen gennemførte blandt andet direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID-direktivet) og gennemsigtigheds-direktivet. Formålet var at sikre investorer en udstrakt grad af beskyttelse, når de handler på de finansielle markeder samt at øge gennemsigtigheden herpå.

Finanstilsynet har på denne baggrund truffet en afgørelse om konsekvenserne af MiFID-direktivets gennemførelse for pengeinstitutter med tilladelse som værdipapirhandlere i henhold til § 7, stk. 2, jf. § 9, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed.

Afgørelse/begrundelse

Udover de ændringer, som er nødvendige for gennemførelsen af MiFID-direktivet, er der ikke tilsigtet nogen ændring i forhold til de gældende regler og den gældende praksis på området. Pengeinstitutter med tilladelse som værdipapirhandlere i henhold til § 7, stk. 2, jf. § 9, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed vil således fortsat kunne udføre de aktiviteter, der er omfattet af den eksisterende tilladelse.

Pengeinstitutter, der har tilladelse til at udføre de i bilag 4, afsnit A, nr. 1 og 3, i lov om finansiel virksomhed nævnte aktiviteter, kan fortsat udføre disse aktiviteter med de i bilag 5 i lov om finansiel virksomhed nævnte instrumenter. Ændringerne i bilag 5 medfører ikke, at der skal ansøges særskilt om tilladelse til de nye instrumenter i bilag 5.

Pengeinstitutter kan fortsat udøve investeringsrådgivning, jf. bilag 4, afsnit A, nr. 5, i lov om finansiel virksomhed. Dette følger af pengeinstituttets tilladelse i henhold til § 7, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed.

Som noget nyt er drift af multilaterale handelsfaciliteter medtaget som en kerneaktivitet, som værdipapirhandlere kan få tilladelse til at drive, jf. bilag 4, afsnit A, nr. 8, i lov om finansiel virksomhed. Pengeinstitutter, der ønsker at drive multilaterale handelsfaciliteter, skal således søge om særskilt tilladelse hertil.

Den væsentligste konsekvens for pengeinstitutter med tilladelse som værdipapirhandlere efter gennemførelsen af MiFID-direktivet er, at institutterne nu skal opfylde en række detaljerede krav til værdipapirhandlers organisation, nye investorbeskyttelsesregler samt ændrede regler for investeringsrådgivning.

Bilag 7 – Bekendtgørelse nr. 848 af 26. august 2008 af lov om værdipapirhandel mv.

Bekendtgørelse af lov om værdipapirhandel m.v. [1](#))

Hermed bekendtgøres lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 214 af 2. april 2008 med de ændringer, der følger af § 1 i lov nr. 515 af 17. juni 2008 og § 2 i lov nr. 517 af 17. juni 2008.

Afsnit I

Indledende bestemmelser

Kapitel 1

Værdipapirhandel

§ 1. Denne lov finder anvendelse på værdipapirhandel.

Stk. 2. Ved værdipapirhandel forstås

- 1) offentligt udbud af værdipapirer,
- 2) køb og salg for egen eller tredjemands regning af værdipapirer,
- 3) formidling af køb og salg af værdipapirer,
- 4) erhvervsmæssig rådgivning vedrørende værdipapirer,
- 5) porteføljepleje samt
- 6) afgivelse af emissionsgarantier.

Stk. 3. Loven finder endvidere anvendelse på drift af regulerede markeder, drift af multilaterale handelsfaciliteter, clearingvirksomhed, registreringsvirksomhed m.v. og registrerede betalingssystemer.

§ 1 a. (Ophævet).

§ 2. Denne lovs bestemmelser om værdipapirer finder anvendelse på følgende instrumenter:

- 1) Omsættelige værdipapirer (bortset fra betalingsinstrumenter), der kan handles på kapitalmarkedet, herunder
 - a) aktier i selskaber og andre værdipapirer, der kan sidestilles med aktier i selskaber, partnerskaber og andre foretagender, samt aktiebeviser,
 - b) obligationer og andre gældsinstrumenter, herunder beviser for sådanne værdipapirer, og
 - c) alle andre værdipapirer, hvormed værdipapirer nævnt under litra a eller b kan erhverves eller sælges, eller som afregnes kontant med et beløb, hvis størrelse fastsættes med værdipapirer, valutaer, rentesatser eller afkast, råvareindeks samt andre indeks og mål som reference,
- 2) pengemarkedsinstrumenter, herunder skatkammerbeviser, indlånsbeviser og commercial papers, dog ikke betalingsinstrumenter,
- 3) andele i kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og andele i andre institutter for kollektiv investering,
- 4) optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA'er) og enhver anden derivataftale vedrørende værdipapirer, valutaer, renter eller afkast eller andre derivater, finansielle indeks eller finansielle mål, som kan afvikles fysisk eller afregnes kontant,
- 5) optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA'er) og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, som skal afregnes kontant, eller som kan afregnes kontant, hvis en af parterne ønsker det (af anden grund end misligholdelse eller anden årsag til ophør),

- 6) optioner, futures, swaps og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, som kan afvikles fysisk, såfremt de handles på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet,
- 7) optioner, futures, swaps, terminskontrakter og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, der ikke er omfattet af nr. 6, og som kan afvikles fysisk og ikke har noget kommercielt formål, og som har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, idet der bl.a. tages hensyn til, om de cleares og afvikles via anerkendte clearinginstitutter eller er omfattet af regelmæssig fastsættelse af margin,
- 8) kreditderivater,
- 9) finansielle differencekontrakter (CFD'er),
- 10) optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA'er) og enhver anden derivataftale, som vedrører klimatiske variabler, fragtrater, emissionstilladelser eller inflationsrater eller andre officielle økonomiske statistikker, som skal afregnes kontant, eller som kan afregnes kontant, hvis en af parterne ønsker det (af anden grund end misligholdelse eller anden årsag til ophør), samt enhver anden derivataftale vedrørende aktiver, rettigheder, forpligtelser, indeks og mål, som ikke er omfattet af nr. 1-9, og som har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, idet der bl.a. tages hensyn til, om de handles på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, cleares og afvikles via anerkendte clearinginstitutter eller er omfattet af regelmæssig fastsættelse af margin, og
- 11) omsættelige pantebreve med pant i fast ejendom eller løsøre.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte regler om, at nærmere bestemte instrumenter, der ikke er nævnt i stk. 1, omfattes af alle eller dele af denne lovs regler om værdipapirer.

§ 2 a. Ved værdipapirer, der er kapitalandele, forstås i kapitel 6 og i regler udstedt i medfør af § 23, stk. 7 og 8, og § 24, stk. 2, aktier og andre omsættelige værdipapirer svarende til aktier samt enhver anden form for omsættelige værdipapirer, der giver ret til at erhverve et af førnævnte værdipapirer som følge af en konvertering eller udøvelse af de tilknyttede rettigheder, forudsat at sidstnævnte form for værdipapirer er udstedt af udstederen af de underliggende aktier eller af en enhed, der tilhører samme koncern som nævnte udsteder.

Stk. 2. Ved værdipapirer, der ikke er kapitalandele, forstås i kapitel 6 og i regler udstedt i medfør af § 23, stk. 7 og 8, og § 24, stk. 2, alle andre værdipapirer end anført i stk. 1.

§ 2 b. Ved udbud af værdipapirer til offentligheden forstås i denne lov enhver henvendelse til fysiske og juridiske personer i enhver form og ad enhver vej med fyldestgørende oplysninger om udbudsbetingelserne og de udbudte værdipapirer, som bevirker, at en investor kan træffe afgørelse om køb eller tegning af disse værdipapirer.

§ 3. Enhver værdipapirhandel skal udføres på en redelig måde og i overensstemmelse med god værdipapirhandelsskik. Finanstilsynet kan give påbud om berigtigelse af forhold, der er i strid med 1. pkt.

Stk. 2. Økonomi- og erhvervsministeren fastsætter nærmere regler om god værdipapirhandelsskik.

Stk. 3. Forbrugerombudsmanden kan anlægge sag om forbud og påbud vedrørende overtrædelser af regler om god værdipapirhandelsskik, jf. stk. 1, og regler udstedt efter stk. 2. Markedsføringslovens § 20, stk. 1 finder tilsvarende anvendelse på sager anlagt af Forbrugerombudsmanden efter denne bestemmelse. Forbrugerombudsmanden kan udpeges som grupperepræsentant i et gruppesøgsmål, jf. retsplejelovens kapitel 23 a.

§ 3 a. Økonomi- og erhvervsministeren fastsætter nærmere regler om anvendelse af digital kommunikation, herunder elektronisk signatur, ved udveksling af information efter denne lov

mellem borgere og virksomheder på den ene side og den offentlige forvaltning på den anden side samt om opbevaring af information

Kapitel 2

Værdipapirhandlere

§ 4. Ved en værdipapirhandler forstås i denne lov

1) finansielle virksomheder, der har tilladelse som pengeinstitut, for så vidt disse virksomheder har tilladelse efter lov om finansiell virksomhed § 9, stk. 1, samt finansielle virksomheder, der har tilladelse som fondsmæglerselskab,

2) finansielle virksomheder, der har tilladelse som realkreditinstitut eller investeringsforvaltningsselskab, for så vidt disse virksomheder har tilladelse efter lov om finansiell virksomhed § 9, stk. 1,

3) kreditinstitutter, investeringsselskaber og administrationsselskaber, der er meddelt tilladelse i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, såfremt selskabet lovligt udøver værdipapirhandel enten gennem en filial eller ved at yde tjenesteydelser her i landet, jf. lov om finansiell virksomhed § 30 henholdsvis § 31, og

4) kreditinstitutter og investeringsselskaber, der er meddelt tilladelse i et land uden for Den Europæiske Union, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, såfremt selskabet lovligt udøver værdipapirhandel enten gennem en filial eller ved at yde tjenesteydelser her i landet, jf. lov om finansiell virksomhed § 1, stk. 3, henholdsvis § 33.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte regler om, at lovens bestemmelser om en værdipapirhandlers pligter tillige finder anvendelse på udenlandske kreditinstitutter og investeringsselskaber, som ikke er omfattet af stk. 1, nr. 3 eller 4, og som i medfør af § 20, stk. 4, er tildelt medlemskab af et reguleret marked, eller som i medfør af § 64, stk. 3, har indgået en tilslutningsaftale med en værdipapircentral.

§ 4 a. (Ophævet).

§ 5. (Ophævet).

§ 6. (Ophævet).

Kapitel 3

Fælles bestemmelser

§ 7. I denne lov forstås ved

1) en operatør af et reguleret marked et aktieselskab, hvis virksomhed består i at drive et reguleret markeds forretninger,

2) en clearingcentral et aktieselskab, der driver værdipapirclearingvirksomhed, og

3) en værdipapircentral et aktieselskab, der driver registreringsvirksomhed.

Stk. 2. Bestemmelser om bestyrelsen eller medlemmer heraf i § 12, stk. 1, § 12 d, stk. 5, og § 31 stk. 1, nr. 2, skal i SE-selskaber med et tostrengt ledelsessystem alene finde anvendelse på tilsynsorganet eller medlemmer heraf med de fornødne tilpasninger.

Stk. 3. Bestemmelser om bestyrelsen eller medlemmer heraf samt bestemmelser om ledelsen i § 9, § 12 a, stk. 1 og 3, § 12 c, § 12 d, stk. 1-3, § 13, § 28 a, stk. 2, § 37, stk. 1, 1. pkt., § 60, stk. 4, § 84 b, stk. 2, nr. 2, og stk. 3, § 87, stk. 1, § 95, stk. 1, og § 96, stk. 1, skal i SE-selskaber med et tostrengt ledelsessystem ud over ledelsesorganet, jf. § 8, stk. 1, i lov om det europæiske selskab, også finde anvendelse på tilsynsorganet eller medlemmer heraf med de fornødne tilpasninger.

Stk. 4. De frister, der er fastsat i eller i henhold til denne lov, begynder at løbe fra og med dagen efter den dag, hvor den begivenhed, som udløser fristen, finder sted. Dette gælder ved beregning af såvel dage- som uge-, måneds- og årsfrister.

Stk. 5. Er fristen angivet i uger, udløber fristen, jf. stk. 4, på ugedagen for den dag, hvor den begivenhed, som udløste fristen, fandt sted.

Stk. 6. Er fristen angivet i måneder, udløber fristen, jf. stk. 4, på månedsdagen for den dag, hvor den begivenhed, som udløste fristen, fandt sted. Hvis den dag, hvor den begivenhed, som udløste fristen, fandt sted, er den sidste dag i en måned, eller hvis fristen udløber på en månedsdato, som ikke findes, udløber fristen altid på den sidste dag i måneden uanset dens længde.

Stk. 7. Udløber en frist i en weekend, på en helligdag, grundlovsdag, juleaftensdag eller nytårsaftensdag, udstrækkes fristen til den førstkommande hverdag.

§ 7 a. I denne lov forstås ved et registreret betalingssystem et betalingssystem, der er registreret i henhold til § 57 a, stk. 1, 1. pkt.

Stk. 2. I denne lov forstås ved et selskab, der driver en alternativ markedsplads, et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet som en alternativ markedsplads, jf. § 9, stk. 10, i lov om finansiel virksomhed.

§ 8. Virksomhed omfattet af § 7, stk. 1, må ikke påbegyndes, før Finanstilsynet har meddelt tilladelse hertil. Den værdipapirclearingvirksomhed, der udøves af Danmarks Nationalbank, er ikke omfattet af 1. pkt.

Stk. 2. Tilladelsen er betinget af,

- 1) at virksomheden drives i et aktieselskab, der er registreret i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen,
- 2) at selskabet har en aktiekapital, der for operatører af regulerede markeder mindst skal udgøre 8 mio. kr. og for clearingcentraler og værdipapircentraler mindst skal udgøre 40 mio. kr.,
- 3) at selskabet har fremsendt de fornødne oplysninger, herunder driftsplan, organisationsplan, forretningsgange og kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger,
- 4) at medlemmerne af ansøgerens bestyrelse og direktion opfylder kravene i § 9, og
- 5) at ejere af kvalificerede andele opfylder kravene i § 10.

Stk. 3. For en værdipapircentral er tilladelsen tillige betinget af, at værdipapircentralen har et kapitalberedskab, jf. § 82.

Stk. 4. En clearingcentralers tilladelse er tillige betinget af, at de for clearingcentralen gældende regler og tilslutningsaftaler indeholder bestemmelser som fastsat i § 57 c.

Stk. 5. Afslår Finanstilsynet en ansøgning om tilladelse, skal dette begrundes og meddeles ansøgeren senest 6 måneder efter ansøgningens modtagelse, eller, hvis ansøgningen er ufuldstændig, senest 6 måneder efter, at ansøgeren har fremsendt de oplysninger, der er nødvendige for at træffe afgørelsen. Der skal under alle omstændigheder træffes afgørelse senest 12 måneder efter ansøgningens modtagelse. Har Finanstilsynet ikke senest 6 måneder efter modtagelsen af en fuldstændig ansøgning om tilladelse truffet afgørelse, kan selskabet indbringe sagen for domstolene.

§ 9. Et medlem af bestyrelsen eller direktionen i et selskab omfattet af § 7, stk. 1, skal have fyldestgørende erfaring til at udøve hvervet eller stillingen.

Stk. 2. Et medlem af bestyrelsen eller direktionen kan ikke bestride hvervet eller stillingen som henholdsvis bestyrelsesmedlem og direktør i et selskab omfattet af § 7, stk. 1, hvis den pågældende

- 1) er pålagt strafansvar eller er dømt for overtrædelse af straffeloven eller lov om værdipapirhandel m.v. og denne overtrædelse indebærer risiko for, at hvervet eller stillingen ikke varetages på betryggende vis,

2) har anmeldt betalingsstandsning, indgivet begæring om tvangsakkord, konkurs eller gældssanering, er i betalingsstandsning, under konkursbehandling, gældssanering eller tvangsakkord eller

3) har udvist en sådan adfærd, at der er grund til at antage, at den pågældende ikke vil varetage hvervet eller stillingen på forsvarlig måde.

Stk. 3. Medlemmerne af bestyrelsen eller direktionen har pligt til at give Finanstilsynet oplysninger om de i stk. 2 angivne forhold.

Stk. 4. Den eller de personer, der faktisk leder en allerede godkendt operatør af et reguleret markeds forretninger i overensstemmelse med reglerne i direktiv om markeder for finansielle instrumenter (MiFID-direktivet), anses for at opfylde kravene i stk. 1 i forbindelse med ansøgning om tilladelse til at drive et reguleret marked.

§ 10. Enhver fysisk eller juridisk person, der påtænker direkte eller indirekte at erhverve en kvalificeret andel på 10 pct. eller derover i et selskab omfattet af § 7 stk. 1, skal på forhånd underrette Finanstilsynet, og Finanstilsynet skal godkende den påtænkte erhvervelse. Det samme gælder ved forøgelse af den kvalificerede andel, der medfører, at denne efter erhvervelsen vil udgøre eller overstige en grænse på henholdsvis 20 pct., 33 pct. eller 50 pct. af selskabskapitalen eller stemmerettighederne, eller medfører, at et selskab omfattet af § 7 stk.1, bliver en dattervirksomhed. Kvalificerede andele forstås på samme måde som § 5, stk. 3, i lov om finansiell virksomhed.

Stk. 2. Erhvervelse eller forøgelse af andelen som nævnt i stk. 1 kan kun godkendes, når dette ikke strider mod hensynet til at sikre en forsvarlig og fornuftig forvaltning af et selskab omfattet af § 7 stk 1.

Stk. 3. Finanstilsynets godkendelse eller afslag skal foreligge senest 3 måneder efter Finanstilsynets modtagelse af fyldestgørende underretning om den påtænkte erhvervelse.

Stk. 4. Finanstilsynet kan ved godkendelse af en erhvervelse eller forøgelse efter stk. 1 fastsætte en frist for gennemførelsen af denne.

Stk. 5. Kapitalejere, som har en andel på mindst 10 pct., og som påtænker at mindske denne andel således, at den falder under en af de i stk. 1 fastsatte grænser, skal underrette Finanstilsynet herom og angive størrelsen af den påtænkte fremtidige andel.

Stk. 6. Når et selskab omfattet af § 7, stk. 1, får kendskab til erhvervelser eller afhændelser af andele som nævnt i stk. 1 og 5, skal selskabet straks give Finanstilsynet meddelelse herom.

Stk. 7. Et selskab omfattet af § 7, stk. 1, skal senest i februar måned give Finanstilsynet meddelelse om navnene på de kapitalejere, som ved udgangen af det foregående år ejede en kvalificeret andel i selskabet, og om størrelsen af disse andele.

Stk. 8. En operatør af et reguleret marked skal offentliggøre navne på samtlige direkte og indirekte ejere i selskabet. Endvidere skal navne på direkte og indirekte ejere af kvalificerede andele i selskabet og størrelsen af de pågældende andele offentliggøres.

§ 10 a. Såfremt kapitalejere, der er i besiddelse af de i § 10, stk. 1, omhandlede andele i et selskab omfattet af § 7 stk.1., modvirker en forsvarlig og fornuftig forvaltning af selskabet, kan Finanstilsynet ophæve den stemmeret, der er knyttet til de pågældende ejeres kapitalandele, eller påbyde selskabet at følge bestemte retningslinjer.

Stk. 2. Finanstilsynet kan ophæve den stemmeret, der er knyttet til kapitalandele ejet af fysiske eller juridiske personer, som ikke overholder forpligtelsen i § 10, stk. 1, til forudgående underretning af Finanstilsynet. Kapitalandelene tildeles igen fuld stemmeret, hvis Finanstilsynet kan godkende erhvervelsen.

Stk. 3. Såfremt en fysisk eller juridisk person har erhvervet kapitalandele som omhandlet i § 10, stk. 1, uanset at Finanstilsynet har afslået at godkende denne erhvervelse af kapitalandele, skal Finanstilsynet ophæve stemmeretten tilknyttet disse kapitalandele.

Stk. 4. Har Finanstilsynet ophævet stemmeretten i medfør af stk. 1-3, kan kapitalandelen ikke indgå i opgørelsen af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede kapital.

§ 11. Et selskab omfattet af § 7, stk. 1, og et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, skal meddele Finanstilsynet, hvis selskabet bliver bekendt med eller har formodning om, at nogen har overtrådt denne lov, bekendtgørelser udstedt i henhold til denne lov eller groft eller gentagne gange har overtrådt regler fastsat af en operatør af et reguleret marked, af en clearingcentral, af en værdipapirclearingcentral eller af et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet.

§ 12. Bestyrelsen for et selskab omfattet af § 7, stk. 1, skal bestå af mindst 5 personer.

Stk. 2. Bestemmelserne i aktieselskabslovens § 56, stk. 7, finder tilsvarende anvendelse på selskaber omfattet af § 7, stk. 1.

Stk. 3. Et selskab omfattet af § 7, stk. 1, må ikke uden Finanstilsynets godkendelse indgå aftaler af vidtrækkende betydning med andre virksomheder vedrørende drift af et reguleret marked, værdipapirclearingvirksomhed og registreringsvirksomhed samt betalingsformidling.

Stk. 4. Et selskab omfattet af § 7, stk. 1, kan ikke fusionere med et andet selskab uden Finanstilsynets godkendelse.

§ 12 a. Uden bestyrelsens godkendelse, som skal indføres i bestyrelsens forhandlingsprotokol, må et selskab omfattet af § 7, stk. 1, ikke indgå engagementer m.v. med andre selskaber, hvori selskabets direktører eller bestyrelsesmedlemmer er direktører eller bestyrelsesmedlemmer.

Stk. 2. De i stk. 1 nævnte engagementer skal bevilges i henhold til selskabets sædvanlige forretningsbetingelser og på markedsbaserede vilkår. Selskabets valgte revision skal i revisionsprotokollen vedrørende årsregnskabet afgive erklæring om, hvorvidt kravene i 1. pkt. er opfyldt.

Stk. 3. Direktionen og bestyrelsen skal i særlig grad overvåge forsvarligheden og forløbet af de i stk. 1 nævnte engagementer.

Stk. 4. Reglerne i stk. 1, stk. 2, 1. pkt., og stk. 3 gælder også engagementer med selskaber, hvori personer, der er knyttet til direktører ved ægteskab, slægts- eller svogerskab i ret op- eller nedstigende linje eller som søskende, er direktører.

§ 12 b. Personer, der ifølge lov eller vedtægtsbestemmelse er ansat af bestyrelsen i et selskab omfattet af § 7, stk. 1, og ansatte, for hvilke der er en væsentlig risiko for konflikter mellem egne og selskabets interesser, må ikke for egen regning eller gennem selskaber, de kontrollerer,

1) optage lån eller trække på allerede bevilgede kreditter til køb af værdipapirer, når de købte værdipapirer stilles til sikkerhed for lånet eller kreditten,

2) erhverve, udstede eller handle med afledte finansielle instrumenter, medmindre formålet er risikoafdækning,

3) erhverve kapitalandele, bortset fra andele i investeringsforeninger, specialforeninger, hedgeforeninger og udenlandske investeringsinstitutter omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., med henblik på salg af disse tidligere end 6 måneder efter erhvervelsen eller

4) erhverve positioner i fremmed valuta, bortset fra euro, når positionstagningen sker med henblik på andet end betaling for køb af værdipapirer, varer eller tjenesteydelser eller køb eller drift af fast ejendom eller til brug for rejser.

Stk. 2. Den i stk. 1 nævnte personkreds må ikke erhverve kapitalandele i selskaber, der udøver virksomhed som nævnt i stk. 1, nr. 1-4. Dette gælder dog ikke køb af aktier i pengeinstitutter og fondsmæglerselskaber samt andele i investeringsforeninger, specialforeninger, hedgeforeninger og udenlandske investeringsinstitutter omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

Stk. 3. Bestyrelsen skal tage stilling til, for hvilke ansatte der er en væsentlig risiko for konflikter mellem egne og selskabets interesser, og som derfor skal være omfattet af forbuddet.

Stk. 4. Bestyrelsen skal for personer omfattet af stk. 1 udarbejde retningslinjer for kontrol med overholdelse af forbuddet i stk. 1 og stk. 2, 1. pkt., herunder om indberetning af formuedispositioner.

Stk. 5. Den eksterne revision skal én gang om året gennemgå den finansielle virksomheds retningslinjer efter stk. 4 og i revisionsprotokollatet vedrørende årsrapporten oplyse, om retningslinjerne vurderes at være betryggende og have fungeret hensigtsmæssigt, og om virksomhedens kontrolprocedurer har givet anledning til bemærkninger.

Stk. 6. Et kontoførende institut har på anmodning fra bestyrelsen i den finansielle virksomhed pligt til at give den finansielle virksomheds eksterne revision adgang til oplysninger om konti og depoter samt til at udlevere udskrifter derfra for personer omfattet af stk. 1.

Stk. 7. Forbuddet i stk. 1, nr. 2, omfatter ikke finansielle instrumenter, der er afledt af aktier i selskabet eller en virksomhed, der er koncernforbundet hermed, og som den pågældende modtager som led i sin aflønning.

Stk. 8. Forbuddet i stk. 1, nr. 1, omfatter ikke lån til køb af medarbejderaktier samt de i stk. 7 nævnte instrumenter.

Stk. 9. Forbuddet i stk. 1, nr. 3, omfatter ikke aktier, der er erhvervet ved udnyttelse af de i stk. 7 nævnte instrumenter.

Stk. 10. Interne revisions- og vicerevisionschefer må uanset stk. 1-9 ikke have økonomiske interesser i den virksomhed eller koncern, som de er ansat i.

§ 12 c. Hvervet som bestyrelsesmedlem i et selskab omfattet af § 7, stk. 1, kan ikke forenes med stillingen som direktør eller intern revisionschef i selskabet. Dog kan bestyrelsen i en direktørs forfald midlertidigt beskikke et af sine medlemmer som direktør. Den pågældende kan i så fald ikke udøve stemmeret i de nævnte organer.

§ 12 d. Personer, der ifølge lov eller vedtægtsbestemmelse er ansat af bestyrelsen i et selskab omfattet af § 7, stk. 1, kan ikke uden bestyrelsens tilladelse eje eller drive selvstændig erhvervsvirksomhed eller som bestyrelsesmedlem eller funktionær eller på anden måde deltage i ledelsen eller driften af anden erhvervsvirksomhed end selskabet.

Stk. 2. Andre ansatte i et selskab omfattet af § 7, stk. 1, for hvilke der er en væsentlig risiko for konflikter mellem egne og selskabets interesser, kan ikke uden direktionens tilladelse eje eller drive selvstændig erhvervsvirksomhed eller som bestyrelsesmedlem eller funktionær eller på anden måde deltage i ledelsen eller driften af anden erhvervsvirksomhed end selskabet. Bestyrelsen skal orienteres om tilladelser givet af direktionen.

Stk. 3. Bestyrelsen skal tage stilling til, for hvilke ansatte der er en væsentlig risiko for konflikter mellem egne og selskabets interesser, og som derfor skal have direktionens tilladelse, jf. stk. 2.

Stk. 4. Den i stk. 1 og 2 nævnte virksomhed kan kun bestrides, såfremt selskabet eller virksomheder, der indgår i koncern med selskabet, ikke har eller indgår engagementer med de i stk. 1 og 2 nævnte virksomheder. Undtaget herfra er engagementer i form af kapitalandele samt engagementer med erhvervsvirksomheder, der indgår i koncern med selskabet, eller

erhvervsvirksomheder, hvor selskaber omfattet af § 7, stk. 1, i fællesskab ejer mere end 4/5 af kapitalandelene.

Stk. 5. Samtlige tilladelser givet af bestyrelsen i medfør af stk. 1 skal fremgå af bestyrelsens forhandlingsprotokol.

Stk. 6. Selskabet skal mindst én gang årligt offentliggøre oplysninger om de hverv, som bestyrelsen har godkendt i henhold til stk. 1. Endvidere skal den eksterne revision i revisionsprotokollatet vedrørende årsrapporten afgive erklæring om, hvorvidt selskabet har engagement med erhvervsvirksomheder omfattet af stk. 1 og 2.

Stk. 7. Finanstilsynet kan i særlige tilfælde dispensere fra stk. 4.

§ 12 e. Finanstilsynet kan påbyde et selskab omfattet af § 7, stk. 1, at afsætte en direktør i selskabet omfattet af § 7, stk. 1, inden for en af Finanstilsynet fastsat frist, hvis denne efter § 9, stk. 2, ikke kan bestride stillingen.

Stk. 2. Finanstilsynet kan påbyde et medlem af bestyrelsen i et selskab omfattet af § 7, stk. 1, at nedlægge sit hverv inden for en af Finanstilsynet fastsat frist, hvis denne efter § 9, stk. 2, ikke kan bestride hvervet.

Stk. 3. Finanstilsynet kan påbyde et selskab omfattet af § 7, stk. 1, at afsætte en direktør, når der er rejst tiltale mod denne i en straffesag om overtrædelse af straffeloven, lov om værdipapirhandel m.v. eller anden finansiel lovgivning, indtil straffesagen er afgjort, hvis en domfældelse vil indebære, at vedkommende ikke opfylder kravene i § 9, stk. 2, nr. 1. Finanstilsynet fastsætter en frist for efterlevelse af påbuddet. Finanstilsynet kan under samme betingelser som i 1. pkt. påbyde et medlem af bestyrelsen i et selskab omfattet af § 7, stk. 1, at nedlægge sit hverv. Finanstilsynet fastsætter en frist for efterlevelse af påbuddet.

Stk. 4. Varigheden af påbud meddelt efter stk. 2 på baggrund af § 9, stk. 2, nr. 2 eller 3, skal fremgå af påbuddet.

Stk. 5. Påbud meddelt i henhold til stk. 1-3 kan af selskabet omfattet af § 7, stk. 1, og af den person, som påbuddet vedrører, forlanges indbragt for domstolene. Anmodning herom skal indgives til Finanstilsynet, inden 4 uger efter at påbuddet er meddelt den pågældende. Anmodningen har ikke opsættende virkning for påbuddet, men retten kan ved kendelse bestemme, at den pågældende direktør eller det pågældende bestyrelsesmedlem under sagens behandling kan opretholde sit hverv eller sin stilling. Finanstilsynet indbringer inden 4 uger sagen for domstolene. Sagen anlægges i den borgerlige retsplejes former.

Stk. 6. Finanstilsynet kan af egen drift eller efter ansøgning tilbagekalde et påbud meddelt efter stk. 2 og stk. 3, 3. pkt. Afslår Finanstilsynet en ansøgning om tilbagekaldelse, kan ansøgeren forlange afslaget indbragt for domstolene. Anmodning herom skal indgives til Finanstilsynet, inden 4 uger efter at afslaget er meddelt den pågældende. Anmodning om domstolsprøvelse kan dog kun fremsættes, såfremt påbuddet ikke er tidsbegrænset og der er forløbet mindst 5 år fra datoen for udstedelsen af påbuddet, eller mindst 2 år efter at Finanstilsynets afslag på tilbagekaldelse er stadfæstet ved dom.

Stk. 7. Har selskabet omfattet af § 7, stk. 1, ikke afsat direktøren inden for den fastsatte frist, kan Finanstilsynet inddrage virksomhedens tilladelse, jf. § 92, stk. 1, nr. 4. Finanstilsynet kan endvidere inddrage virksomhedens tilladelse, jf. § 92, stk. 1, nr. 4, hvis et bestyrelsesmedlem ikke efterkommer et påbud meddelt i medfør af stk. 2 og 3.

§ 12 f. (Ophævet).

§ 12 g. (Ophævet).

§ 12 h. (Ophævet).

§ 13. Bestyrelse, revisor samt direktører og øvrige ansatte i et selskab omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1 og 2, må ikke uberettiget røbe, hvad de under udøvelsen af deres stilling eller hverv har fået kundskab om.

Stk. 2. Stk. 1 er ikke til hinder for, at et selskab omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1 og 2, som led i et samarbejde med andre selskaber omfattet af § 7, stk. 1, et reguleret marked for værdipapirer i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået samarbejdsaftale med på det finansielle område, eller et af Finanstilsynet anerkendt udenlandsk reguleret marked, clearingcentral og værdipapircentral videregiver oplysninger til disse, såfremt oplysningerne er undergivet tilsvarende tavshedspligt hos modtagerne.

Stk. 3. Omfattet af stk. 1 er tillige oplysninger, som et selskab omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1 og 2, modtager fra andre selskaber omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1 og 2, eller udenlandske regulerede markeder med angivelse af, at oplysningerne er hemmelige eller fortrolige, eller hvor dette følger af oplysningernes karakter.

Stk. 4. For værdipapircentraler gælder reglerne i § 60, stk. 2-4.

§ 14. Årsrapporten for et selskab omfattet af § 7, stk. 1, ekstern revisors revisionsprotokollat vedrørende årsrapporten samt revisionsprotokollatet vedrørende årsrapporten fra den interne revisionschef skal indsendes i to eksemplarer til Finanstilsynet. Finanstilsynet sender et eksemplar af årsrapporten til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, som bekendtgør modtagelsen i styrelsens edb-informationssystem. De modtagne årsrapporter er offentligt tilgængelige i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte regler om regnskabsaflæggelse og om revisionens, herunder systemrevisionens, gennemførelse i selskaber omfattet af § 7, stk. 1.

Stk. 3. Finanstilsynet kan fastsætte regler om regnskab på konsolideret basis.

Stk. 4. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler for transaktioner, der indgås mellem selskaber omfattet af § 7, stk. 1, og

1) virksomheder, der direkte eller indirekte er forbundet med selskabet som dattervirksomheder, associerede virksomheder eller modervirksomheder eller som modervirksomhedens associerede virksomheder og øvrige dattervirksomheder,

2) virksomheder eller personer, der er forbundet med selskabet gennem snævre forbindelser, jf. lov om finansiell virksomhed § 5, stk. 1, nr. 17, eller

3) virksomheder, der ikke er omfattet af nr. 1 og 2, og hvor personerne i virksomhedernes ledelse for flertallets vedkommende er de samme, eller hvor virksomhederne er underlagt en fælles ledelse i medfør af en aftale eller vedtægtsbestemmelser herom.

Stk. 5. Koncerninterne transaktioner foretaget i strid med de i medfør af stk. 4 fastsatte regler skal ophæves, således at ydelserne om muligt tilbageleveres, herunder at eventuel sikkerhedsstillelse ophører. Udbetalinger fra selskabet, der er foretaget i forbindelse med koncerninterne transaktioner i strid med de i medfør af stk. 4 fastsatte regler, skal tilbageføres tillige med en årlig rente af beløbet svarende til den rente, der er fastsat efter § 5, stk. 1 og 2, i lov om rente ved forsinket betaling m.v.

§ 15. Den ansvarlige kapital i et selskab omfattet af § 7, stk. 1, beregnes som den indbetalte aktiekapital med fradrag af beholdningen af egne aktier og årets løbende underskud og tillagt overkurs ved emission samt reserver.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte kapitaldækningsregler og regler om afdækning af de af § 7, stk. 1, omfattede selskabers risici. Finanstilsynet kan fastsætte regler om afskrivning af immaterielle aktiver.

Stk. 3. Bestyrelsen og direktionen for selskaber omfattet af § 7, stk. 1, skal sikre, at selskabet har en tilstrækkelig ansvarlig kapital, jf. stk. 1, og at selskabet råder over interne procedurer til

risikomåling og risikostyring til løbende vurdering og opretholdelse af en ansvarlig kapital af en størrelse, som er passende til at dække selskabets risici. Bestyrelsen og direktionen skal på baggrund af vurderingen i henhold til 1. pkt. opgøre selskabets kapitalbehov. Kapitalbehovet kan ikke være lavere end det, der fremgår af § 8, stk. 2, for den pågældende type af virksomhed. Finanstilsynet kan fastsætte et højere individuelt kapitalkrav end det, der fremgår af § 8, stk. 2.

Afsnit II

Handel

Kapitel 4

Drift af et reguleret marked

§ 16. Ved et reguleret marked forstås et multilateralt system, hvor der inden for systemet og i overensstemmelse med dets ufravigelige regler sammenføres eller befordres sammenføring af en flerhed af tredjeparters interesser i køb og salg af værdipapirer på en sådan måde, at der indgås aftaler om handel med værdipapirer, der er optaget til handel efter dette markedes regler eller systemer.

Stk. 2. Operatører af regulerede markeder har eneret til at benytte betegnelserne reguleret marked og autoriseret markedsplads i deres navn og om det regulerede marked. De i 1. pkt. nævnte operatører af regulerede markeder, hvorpå der er optaget noterede værdipapirer til handel, har eneret til at benytte betegnelsen fondsbørs i deres navn og om det regulerede marked. Andre fysiske eller juridiske personer må ikke anvende navne eller betegnelser for deres virksomhed, som er egnet til at fremkalde det indtryk, at de driver et reguleret marked, herunder et reguleret marked, hvorpå der er optaget noterede værdipapirer til handel.

Stk. 3. Operatører af regulerede markeder, der har Finanstilsynets tilladelse til at drive regulerede markeder, skal benytte en betegnelse for det regulerede marked, som viser, at der er tale om et reguleret marked. Operatører af regulerede markeder er ikke omfattet af forpligtelsen i 1. pkt., hvis det på det regulerede marked klart fremgår, hvilke regler der er knyttet til de værdipapirer, som er optaget til handel på det pågældende regulerede marked.

§ 17. En operatør af et reguleret marked kan drive anden virksomhed, der er accessorisk til driften af det regulerede marked, herunder som clearingcentral, værdipapircentral og drift af multilaterale handelsfaciliteter. Finanstilsynet kan beslutte, at den accessoriske virksomhed skal udøves i et andet selskab. Hvis operatøren af et reguleret marked driver en multilateral handelsfacilitet som accessorisk virksomhed, kan den multilaterale handelsfacilitet dog altid drives i samme selskab som det regulerede marked.

Stk. 2. Hvis en operatør af et reguleret marked driver en clearingcentral, en værdipapircentral eller en multilateral handelsfacilitet som accessorisk virksomhed, jf. stk. 1, finder kravene til tilladelse og drift af disse typer af virksomheder i denne lov anvendelse. Ved accessorisk drift af en multilateral handelsfacilitet finder kravene til tilladelse og drift af disse typer af virksomheder i lov om finansiel virksomhed endvidere anvendelse.

§ 18. En operatør af et reguleret marked er ansvarlig for, at markedet drives på en betryggende og hensigtsmæssig måde.

Stk. 2. Operatøren skal

- 1) kunne identificere og håndtere eventuelle interessekonflikter mellem på den ene side operatøren og operatørens ejerkreds og på den anden side den sunde funktion af det regulerede marked,
- 2) kunne styre de risici, som operatøren og det regulerede marked udsættes for, påvise alle væsentlige risici for markedets drift og indføre foranstaltninger til at mindske disse risici,

- 3) sikre en sund forvaltning af den tekniske funktion af markedets systemer, herunder etablere effektive nødsystemer,
- 4) have regler, der sikrer en redelig og korrekt handel, og opstille objektive kriterier for effektiv udførelse af ordrer,
- 5) sikre en effektiv og rettidig gennemførelse af de transaktioner, der gennemføres i markedets systemer,
- 6) råde over tilstrækkelige finansielle ressourcer til at sikre markedets velordnede funktion under hensyntagen til de transaktioner, der gennemføres på markedet, og til de risici, som markedet er udsat for,
- 7) overvåge, at udstedere af værdipapirer og medlemmer af markedet overholder reglerne for det regulerede marked,
- 8) registrere de transaktioner, der gennemføres af medlemmer af markedet under anvendelse af markedets systemer, med henblik på at kunne påvise overtrædelser af markedets regler, handelsvilkår i strid med reglerne for det regulerede marked eller adfærd, der kan indebære overtrædelse af kapitel 10,
- 9) kontrollere, at udstedere af værdipapirer, som er optaget til handel på det regulerede marked, opfylder deres oplysningsforpligtelser,
- 10) lette det regulerede markeds medlemmers adgang til offentliggjorte oplysninger og
- 11) regelmæssigt kontrollere, at de værdipapirer, der er optaget til handel, til stadighed opfylder optagelseskravene.

§ 18 a. En operatør af et reguleret marked skal offentliggøre de aktuelle priser og markedsdybden ved disse priser på aktier, som er optaget til handel på det regulerede marked, og som udbydes i det regulerede markeds system. Disse oplysninger skal inden for det regulerede markeds normale åbningstid løbende gøres tilgængelige for offentligheden på rimelige forretningsmæssige vilkår.

Stk. 2. Hvis en operatør af et reguleret marked giver værdipapirhandlere, der er forpligtet til at offentliggøre priser på aktier i henhold til § 33 a, adgang til de ordninger, som operatøren anvender til at offentliggøre oplysninger omfattet af stk. 1, skal dette ske på rimelige forretningsmæssige vilkår og på et ikkediskriminerende grundlag.

Stk. 3. Finanstilsynet kan fritage en operatør af et reguleret marked for forpligtelsen i stk. 1 på baggrund af markedsmodel, ordretype eller ordrestørrelse.

Stk. 4. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om pligten til offentliggørelse efter stk. 1 og om fritagelse efter stk. 3.

§ 18 b. En operatør af et reguleret marked skal offentliggøre pris, mængde og tidspunkt for transaktioner, der er gennemført med aktier, som er optaget til handel på markedet. Disse oplysninger skal gøres tilgængelige for offentligheden på rimelige forretningsmæssige vilkår og så tæt på realtid som muligt.

Stk. 2. Hvis en operatør af et reguleret marked giver værdipapirhandlere, der er forpligtet til at offentliggøre oplysninger om transaktioner med aktier i henhold til § 33 b, adgang til de ordninger, som operatøren anvender til at offentliggøre oplysninger omfattet af stk. 1, skal dette ske på rimelige forretningsmæssige vilkår og på et ikkediskriminerende grundlag.

Stk. 3. En operatør af et reguleret marked kan fastsætte regler om udsættelse af offentliggørelse på baggrund af transaktionernes størrelse eller type. Reglerne skal godkendes af Finanstilsynet. Operatøren skal offentliggøre de godkendte regler.

Stk. 4. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om pligten for en operatør af et reguleret marked til at offentliggøre pris, mængde og tidspunkt for transaktioner, der er gennemført med andre værdipapirer end aktier.

Stk. 5. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om pligten til offentliggørelse efter stk. 1. Finanstilsynet kan endvidere fastsætte nærmere regler om betingelserne for udsættelse af offentliggørelse efter stk. 3.

§ 19. En operatør af et reguleret marked skal fastsætte regler om medlemskab af markedet. Reglerne skal være gennemsigtige og ikkediskriminerende og baseret på objektive kriterier. Reglerne skal angive eventuelle forpligtelser for medlemmerne som følge af

- 1) etablering og drift af markedet,
- 2) regler for transaktioner på markedet,
- 3) faglige standarder, der pålægges ansatte hos værdipapirhandlere, der opererer på markedet,
- 4) betingelser, der fastsættes for andre medlemmer af markedet end værdipapirhandlere, og
- 5) regler og procedurer for clearing og afvikling af transaktioner gennemført på markedet.

Stk. 2. Reglerne for det regulerede marked om clearing og afvikling skal sikre, at medlemmer af det regulerede marked har ret til at benytte et andet afviklingssystem for transaktioner med finansielle instrumenter end det, der er valgt af operatøren af markedet, hvis

- 1) der består de nødvendige forbindelser og ordninger mellem det af medlemmet valgte afviklingssystem og ethvert andet relevant system eller enhver anden relevant facilitet til at sikre en effektiv og økonomisk afvikling af den pågældende transaktion og
- 2) Finanstilsynet finder, at de tekniske betingelser for afvikling af transaktioner på det regulerede marked gennem et andet afviklingssystem end det, der er valgt af operatøren af det regulerede marked, er egnede til at sikre de finansielle markeders effektive og ordnede funktion.

Kapitel 5

Adgang til regulerede markeder

§ 20. Værdipapirhandlere, bortset fra investeringsforvaltningsselskaber og administrationsselskaber, med tilladelse til at udføre kundeordrer eller til at handle for egen regning, og som er omfattet af § 4, stk. 1, nr. 1-3, Danmarks Nationalbank og andre centralbanker fra lande inden for Den Europæiske Union eller fra lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, har ret til at blive medlemmer af et reguleret marked, hvis de opfylder de for markedet fastsatte regler, jf. § 19. Tilsvarende ret har værdipapirhandlere, bortset fra investeringsforvaltningsselskaber og administrationsselskaber omfattet af § 4, stk. 1, nr. 3, der i hjemlandet har tilladelse til at udføre kundeordrer eller til at handle for egen regning, men som ikke udøver værdipapirhandel gennem en filial eller ved tjenesteydelser her i landet, jf. §§ 30 og 31 i lov om finansiell virksomhed.

Stk. 2. Værdipapirhandlere omfattet af stk. 1 og centralbanker fra lande inden for Den Europæiske Union eller fra lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, har ret til at blive fjernmedlemmer af et reguleret marked, medmindre fysisk tilstedeværelse efter det regulerede markedes handelsprocedurer og -systemer er nødvendig for at kunne gennemføre transaktioner på markedet.

Stk. 3. En operatør af et reguleret marked kan optage andre fysiske eller juridiske personer end de i stk. 1 nævnte som medlemmer af det regulerede marked, hvis personerne

- 1) er egnede og hæderlige,
- 2) har tilstrækkelig handelsevne og kompetence,
- 3) i fornødent omfang har passende administrative procedurer, og
- 4) har tilstrækkelige ressourcer til at varetage de funktioner, der følger af medlemskabet af det regulerede marked, og som skal sikre en passende afvikling af transaktioner.

Stk. 4. Uanset stk. 3 må en operatør af et reguleret marked alene optage personer, der er hjemmehørende i et land uden for Den Europæiske Union, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, hvis disse er kreditinstitutter, investeringsselskaber eller centralbanker. Hvis det pågældende kreditinstitut eller investeringsselskab ikke er omfattet af § 4, stk. 1, nr. 4, kræver optagelse tilladelse fra Finanstilsynet.

Stk. 5. En operatør af et reguleret marked skal løbende give Finanstilsynet meddelelse om ændringer i det regulerede markeds medlemskreds.

Stk. 6. En operatør af et reguleret marked, der har til hensigt at lade fysiske eller juridiske personer i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, blive fjernmedlemmer af det regulerede marked, skal give Finanstilsynet meddelelse herom. Finanstilsynet videregiver inden 1 måned denne meddelelse til tilsynsmyndighederne i det land, hvor fjernmedlemmerne er hjemmehørende.

Kapitel 6

Optagelse af værdipapirer til handel på et reguleret marked, officiel notering og offentlige udbud af værdipapirer over 2.500.000 euro m.v.

§ 21. En operatør af et reguleret marked skal fastsætte klare og gennemsigtige regler for optagelse af værdipapirer til handel på det regulerede marked. Reglerne skal sikre, at værdipapirer, der optages til handel, kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måde, og at de, når det er værdipapirer omfattet af § 2, stk. 1, nr. 1, er frit omsættelige. For derivater skal reglerne særligt sikre, at derivatkontrakten udformes på en måde, der sikrer en korrekt prisdannelse og effektive afviklingsbetingelser.

Stk. 2. En operatør af et reguleret marked skal ved optagelse af værdipapirer til handel på det regulerede marked sikre sig, at reglerne fastsat i medfør af stk. 1 er overholdt, og at der foreligger et godkendt og offentliggjort prospekt, jf. § 23, stk. 2, og § 24, stk. 1.

Stk. 3. En operatør af et reguleret marked kan uden udstederens samtykke optage et værdipapir til handel på det regulerede marked, hvis værdipapiret med udstederens samtykke er optaget til handel på et andet reguleret marked her i landet eller i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område. Operatøren af det regulerede marked skal oplyse udstederen om, at udstederens værdipapirer er optaget til handel på det regulerede marked.

Stk. 4. Ved optagelse af et værdipapir til handel efter stk. 3 påhviler overholdelsen af denne lovs regler om oplysningsforpligtelser for udstedere og om prospekter den, der foranlediger optagelse af værdipapiret til handel.

Stk. 5. En operatør af et reguleret marked kan med Finanstilsynets forudgående godkendelse optage instrumenter, der ikke er omfattet af § 2, stk. 1, til handel på det regulerede marked.

§ 22. Finanstilsynet kan efter anmodning fra en udsteder af aktier, aktiecertifikater eller obligationer træffe beslutning om officiel notering af det pågældende værdipapir, hvis dette er optaget eller vil blive optaget til handel på et reguleret marked.

Stk. 2. Finanstilsynet fastsætter regler om betingelserne for officiel notering af værdipapirer, jf. stk. 1, og om suspension og sletning af værdipapirer fra notering.

§ 23. En udsteder eller en person, der anmoder om optagelse af værdipapirer til handel på et reguleret marked, må ikke foranledige optagelse af værdipapirerne til handel, før der er offentliggjort et godkendt prospekt for de pågældende værdipapirer, jf. stk. 2 og § 24, stk. 1.

Tilsvarende må en udbyder ikke foretage udbud af værdipapirer til offentligheden, før der er offentliggjort et godkendt prospekt for de pågældende værdipapirer, jf. stk. 2 og § 24, stk. 1.

Stk. 2. Finanstilsynet træffer beslutning om prospektets godkendelse.

Stk. 3. Prospektet skal indeholde de oplysninger, der anses for fornødne for, at investorerne og deres investeringsrådgivere kan danne sig et velbegrunderet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og fremtidsudsigter samt over en eventuel garant og over de rettigheder, der er knyttet til værdipapirerne, som udbydes til offentligheden eller optages til handel.

Stk. 4. Reglerne i dette kapitel om pligten til at offentliggøre et prospekt finder uanset stk. 1 ikke anvendelse på følgende:

1) Pengemarkedsinstrumenter, jf. § 2, stk. 1, nr. 2, med en løbetid på mindre end 12 måneder.

2) Omsættelige pantebreve, jf. § 2, stk. 1, nr. 11.

3) Andele i kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

4) Værdipapirer, der ikke er kapitalandele, udstedt af

a) et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller af en af det pågældende lands regionale eller kommunale myndigheder,

b) internationale offentligretlige organer, som et eller flere lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, er medlemmer af,

c) Den Europæiske Centralbank eller

d) centralbanker, der er hjemmehørende i lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

5) Aktier i en centralbank, der er hjemmehørende i et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

6) Værdipapirer dækket af en ubetinget og uigenkaldelig garanti fra et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller af en af det pågældende lands regionale eller kommunale myndigheder.

7) Værdipapirer, der med henblik på at skaffe midler til almennyttige mål udstedes af statsanerkendte organisationer hjemmehørende i et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, og som ikke arbejder med gevinst for øje.

8) Værdipapirer, der ikke er kapitalandele, og som udstedes løbende eller ad gentagne gange af kreditinstitutter, forudsat at disse værdipapirer

a) ikke er underordnede, konvertible eller ombyttelige,

b) ikke giver ret til at tegne eller erhverve andre former for værdipapirer og ikke er tilknyttet et afledt instrument,

c) gør det ud for modtagelse af indlån, der skal tilbagebetales, og

d) er omfattet af en indskudsgarantiordning.

9) Værdipapirer, der indgår i et offentligt udbud af værdipapirer, hvor hele udbuddet er under 2.500.000 euro, idet denne grænse beregnes over en periode på 12 måneder.

10) Værdipapirer, der ikke er kapitalandele, og som udstedes løbende eller ad gentagne gange af kreditinstitutter, hvor hele udstedelsen er under 50.000.000 euro, idet denne grænse beregnes over en periode på 12 måneder, forudsat at disse værdipapirer

a) ikke er underordnede, konvertible eller ombyttelige og

b) ikke giver ret til at tegne eller erhverve andre former for værdipapirer og ikke er tilknyttet et afledt instrument.

Stk. 5. En udsteder, en udbyder eller en person, der anmoder om optagelse til handel af værdipapirer, der er nævnt i stk. 4, nr. 4, 6, 9 og 10, kan dog udforme et prospekt i

overensstemmelse med reglerne i dette kapitel og regler udstedt i medfør af stk. 7 og 8 og § 24, stk. 2.

Stk. 6. Et prospekt skal udarbejdes i overensstemmelse med de regler, som Finanstilsynet fastsætter i henhold til stk. 7, og skal præsenteres på en måde, som gør det muligt at forstå indholdet og vurdere betydningen af den givne information.

Stk. 7. Finanstilsynet fastsætter regler for prospekters indhold, format, sprog, annoncering og gyldighed samt udeladelse af oplysninger i prospektet. Derudover fastsætter Finanstilsynet regler for prospekters godkendelse i de tilfælde, hvor værdipapirer ønskes optaget til handel på flere regulerede markeder her i landet eller regulerede markeder i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

Stk. 8. Finanstilsynet fastsætter regler om fritagelse for pligten til at offentliggøre et prospekt, herunder regler om, at nærmere bestemte værdipapirer undtages fra pligten, og regler om godkendelse af fysiske personer og små og mellemstore virksomheder som kvalificerede investorer. Endvidere fastsætter Finanstilsynet regler om optagelse i et register for fysiske personer og små og mellemstore virksomheder som kvalificerede investorer.

§ 23 a. Finanstilsynet giver udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til handel, meddelelse om sin afgørelse om prospektets godkendelse inden for 10 børsdage efter modtagelsen af ansøgningen om godkendelse af prospektet.

Stk. 2. Den i stk. 1 og 5 omhandlede frist forlænges til 20 børsdage, hvis udbud til offentligheden vedrører værdipapirer udstedt af en udsteder, som ikke har værdipapirer optaget til handel, og som ikke tidligere har udbudt værdipapirer til offentligheden.

Stk. 3. Hvis der er rimelig grund til at antage, at de indsendte dokumenter er ufuldstændige, eller at der er behov for yderligere oplysninger, finder fristerne i stk. 1, 2 og 5 først anvendelse fra den dato, hvor udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til handel, har tilvejebragt sådanne oplysninger. Hvis dokumenterne er ufuldstændige og godkendelsesfristen af den grund sættes i bero, skal Finanstilsynet give den pågældende meddelelse herom inden for 10 børsdage efter modtagelsen af ansøgningen.

Stk. 4. Finanstilsynet kan henvise godkendelsen af et prospekt til den kompetente myndighed i et andet land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, forudsat at den kompetente myndighed i dette land giver sit tilsagn hertil. En sådan henvisning skal meddeles udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til handel, inden for 3 børsdage efter datoen for Finanstilsynets afgørelse om henvisning.

Stk. 5. Når Finanstilsynet får henvist en ansøgning om godkendelse af et prospekt fra en kompetent myndighed i et andet land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, skal Finanstilsynet give udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til handel, meddelelse om sin afgørelse om prospektets godkendelse inden for 10 børsdage efter, at den kompetente myndighed har truffet afgørelse om henvisning af prospektgodkendelsen.

§ 24. Udbud til offentligheden af værdipapirer og optagelse af værdipapirer til handel på et reguleret marked må ikke finde sted, før prospektet er offentliggjort efter de regler, som er fastsat i medfør af stk. 2.

Stk. 2. Finanstilsynet fastsætter regler om udbudsmateriale og om prospekters offentliggørelse.

§ 25. En operatør af et reguleret marked kan suspendere eller slette et værdipapir fra handelen på det regulerede marked, hvis værdipapiret ikke længere opfylder det regulerede markeds regler.

Suspension eller sletning må dog ikke foretages, hvis der er sandsynlighed for, at dette vil være til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.

Stk. 2. En operatør, der efter stk. 1 træffer beslutning om suspension eller sletning af et værdipapir, skal hurtigst muligt offentliggøre denne beslutning og meddele Finanstilsynet de relevante oplysninger.

Stk. 3. Fremsætter en udsteder, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, anmodning om sletning fra handelen, 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 investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.

Stk. 4. En udsteder har ret til at få et værdipapir slettet fra handelen på et reguleret marked, hvis værdipapiret i forbindelse hermed optages til handel eller er optaget til handel på et andet reguleret marked.

§ 26. (Ophævet).

§ 26 a. De beføjelser, der er tillagt en operatør af et reguleret marked i § 21, udøves af Finanstilsynet, når en operatør af et reguleret marked her i landet eller i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller et selskab, der driver en alternativ markedsplads, anmoder om optagelse af sine værdipapirer til handel på det regulerede marked. Finanstilsynet udøver ligeledes de beføjelser, der er tillagt en operatør af et reguleret marked i § 25, når værdipapirer omfattet af 1. pkt. er optaget til handel på det regulerede marked.

Kapitel 7

Oplysningsforpligtelser

§ 27. En udsteder af værdipapirer, der er optaget til handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område for værdipapirer, eller for hvilke der er indgivet anmodning om optagelse til handel på et sådant marked, skal hurtigst muligt offentliggøre intern viden, jf. § 34, stk. 2, såfremt denne viden direkte vedrører udstederens virksomhed. Udstederen er forpligtet til at offentliggøre sådan viden umiddelbart efter, at de pågældende forhold foreligger eller den pågældende begivenhed er indtrådt, selv om forholdet eller begivenheden endnu ikke er formaliseret. Betydelige ændringer i allerede offentliggjort intern viden skal offentliggøres umiddelbart efter, at disse ændringer er indtrådt, og gennem den samme kanal, som blev anvendt ved offentliggørelsen af den oprindelige information.

Stk. 2. Intern viden, som en udsteder som nævnt i stk. 1 eller en person, der handler på dennes vegne eller for dennes regning, videregiver til tredjemand som et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktion, jf. § 36, skal af udstederen offentliggøres i sin helhed samtidig med videregivelsen til tredjemand. Hvis udstederen ikke på tidspunktet for videregivelsen er bevidst om, at der er sket videregivelse, skal offentliggørelse ske straks efter, at udstederen får viden eller burde have fået viden om, at videregivelse af intern viden er sket. 1. og 2. pkt. finder ikke anvendelse, hvis den tredjemand, der modtager den interne viden, er pålagt tavshedspligt i henhold til lov, administrativ bestemmelse, vedtægt eller kontrakt, eller såfremt det ved videregivelsen sikres, at den modtagende tredjemand er bekendt med, at oplysningerne er intern viden, og med, at vedkommende som følge heraf er underlagt forbuddet mod videregivelse af intern viden, jf. § 36.

Stk. 3. En udsteder er alene forpligtet til at offentliggøre intern viden i henhold til stk. 1 og 2 i forhold til det eller de regulerede markeder, hvor udstederen har anmodet om eller fået godkendt en optagelse af værdipapirer til handel.

Stk. 4. En udsteder skal sikre, at offentliggørelsen af intern viden sker på en sådan måde, at offentligheden hurtigt kan få adgang til denne viden, og at de offentliggjorte oplysninger er tilstrækkelige til, at der kan foretages en fuldstændig, korrekt og rettidig vurdering af den interne viden. Udstederen må ikke på vildledende måde kombinere offentliggørelse af intern viden med markedsføringsvirksomhed. En udsteder skal så vidt muligt sikre, at offentliggørelse sker samtidig over for alle kategorier af investorer i alle lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, hvor udstederen har anmodet om eller har fået godkendt en optagelse af værdipapirer.

Stk. 5. En udsteder af værdipapirer som nævnt i stk. 1 skal uden ugrundet ophold og i et passende tidsrum efter, at offentliggørelse af intern viden er sket i henhold til stk. 1 eller 2, lade al sådan viden figurere på sin hjemmeside.

Stk. 6. En udsteder kan på eget ansvar udsætte offentliggørelsen af intern viden i henhold til stk. 1 for ikke at skade sine berettigede interesser, forudsat at dette ikke vil kunne vildlede offentligheden og udstederen kan sikre, at denne viden behandles fortroligt. Berettigede interesser efter 1. pkt. kan især vedrøre:

1) Igangværende forhandlinger eller tilsvarende forhold, hvor offentliggørelse vil kunne påvirke disse forhandlingers udfald eller normale forløb. Hvis udstederens finansielle levedygtighed er i alvorlig og overhængende fare, uden at der dog er indgivet begæring om konkurs eller om åbning af tvangsakkord, kan offentliggørelsen af intern viden alene udsættes i en begrænset periode, og kun såfremt en sådan offentliggørelse vil medføre alvorlig skade for de eksisterende og potentielle aktionærs interesser ved at underminere afslutningen af bestemte forhandlinger, der har til formål at sikre udstederens rentabilitet på lang sigt.

2) Beslutninger eller kontrakter, der er truffet eller indgået af en udsteders ledelse, hvor det er nødvendigt med godkendelse fra et andet selskabsorgan hos udstederen, for at beslutningen eller kontrakten kan få virkning. 1. pkt. finder alene anvendelse, hvis offentliggørelse af den trufne beslutning eller indgåelsen af kontrakten, forinden godkendelsen foreligger, vil medføre risiko for, at investorerne ikke foretager en korrekt vurdering af den offentliggjorte information.

Stk. 7. En udsteder af omsættelige værdipapirer omfattet af § 2, stk. 1, nr. 1, og som er optaget til handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, skal senest 8 dage før generalforsamlingen, dog senest 4 måneder efter regnskabsårets afslutning, offentliggøre den af bestyrelsen godkendte årsrapport. Udstederen skal ligeledes offentliggøre den af bestyrelsen godkendte halvårsrapport for regnskabsårets første 6 måneder. Offentliggørelsen af halvårsrapporten skal ske hurtigst muligt efter udløbet af halvårsperioden, dog senest 2 måneder efter. De offentliggjorte årsrapporter og halvårsrapporter for udstedere her fra landet og fra andre lande inden for Den Europæiske Union eller fra lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, skal være udarbejdet i overensstemmelse med regnskabslovgivningen i det land, hvor udstederen har sit registrerede hjemsted. Finanstilsynet fastsætter regler om, efter hvilke regler årsrapporter og halvårsrapporter fra udstedere fra andre lande skal være udarbejdet. Årsrapporten og halvårsrapporten skal være tilgængelige for offentligheden i mindst 5 år.

Stk. 8. En udsteder af aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, skal offentliggøre en periodemeddelelse i løbet af både første og anden halvårsperiode af regnskabsåret. Meddelelsen skal offentliggøres tidligst 10 uger efter begyndelsen af den pågældende halvårsperiode og senest 6 uger inden udgangen af denne. En udsteder, der

offentliggør kvartalsrapporter, er ikke forpligtet til at offentliggøre de i 1. pkt. nævnte periodemeddelelser.

Stk. 9. Bestemmelserne om halvårsrapporter i stk. 7 finder alene anvendelse på udstedere af aktier eller obligationer eller andre former for omsættelige gældsinstrumenter, bortset fra værdipapirer, der kan sidestilles med aktier i selskaber, eller værdipapirer, som, hvis de konverteres eller de dertil knyttede rettigheder udøves, giver ret til at erhverve aktier eller værdipapirer, der kan sidestilles med aktier.

Stk. 10. Stk. 7 finder ikke anvendelse på andele i kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

Stk. 11. Stk. 7 og 8 finder ikke anvendelse på følgende udstedere:

1) Lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller regionale eller kommunale myndigheder i disse lande.

2) Internationale offentligretlige organer, som et eller flere lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, er medlemmer af.

3) Den Europæiske Centralbank.

4) Centralbanker, der er hjemmehørende i lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

5) Udstedere, der kun udsteder gældsinstrumenter, der er optaget til notering eller handel på en handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område for værdipapirer, og hvis pålydende værdi pr. enhed udgør mindst 50.000 euro, eller hvis pålydende værdi pr. enhed på udstedelsesdagen svarer til mindst 50.000 euro, når gældsinstrumenterne er udstedt i en anden valuta end euro.

Stk. 12. Stk. 7, 2. pkt., finder ikke anvendelse på udstedere, der den 20. januar 2004 udelukkende udstedte og fortsat udelukkende udsteder gældsinstrumenter optaget til handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, der er dækket af en ubetinget og uigenkaldelig garanti fra udstederens hjemland i Den Europæiske Union, eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller regionale eller kommunale myndigheder i dette land.

§ 27 a. En udsteder af omsættelige værdipapirer omfattet af § 2, stk. 1, nr. 1, skal ved offentliggørelse af oplysninger i henhold til dette kapitel sikre, at offentliggørelsen sker på en sådan måde, at oplysningerne hurtigt bliver tilgængelige i hele Den Europæiske Union og lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

Stk. 2. En udsteder som nævnt i stk. 1 skal samtidig med offentliggørelsen indsende oplysningerne til Finanstilsynet.

Stk. 3. En udsteder som nævnt i stk. 1 skal indsende oplysninger, der er offentliggjort i henhold til stk. 1, til Finanstilsynet, som opbevarer oplysningerne. Finanstilsynet kan udpege andre myndigheder eller juridiske personer i og uden for landet til at varetage opgaven.

Stk. 4. Stk. 1-3 finder ikke anvendelse på andele i kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

Stk. 5. Stk. 1-3 finder ikke anvendelse på det dokument, som en udsteder er forpligtet til at offentliggøre efter § 27 b.

Stk. 6. Stk. 1-3 finder ikke anvendelse på de meddelelser om besiddelser af aktier i selskaber, der er optaget til handel på en alternativ markedsplads, som en udsteder er forpligtet til at offentliggøre efter § 29, stk. 1, 3. pkt.

§ 27 b. Udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, skal mindst én gang årligt udarbejde og offentliggøre et dokument, der indeholder eller henviser til alle de oplysninger, som udstederen gennem de seneste 12 måneder har offentliggjort eller stillet til rådighed for offentligheden i overensstemmelse med sine forpligtelser i henhold til denne lov, lov om aktieselskaber, årsregnskabsloven og Europa-Parlamentets og Rådets forordning om anvendelse af internationale regnskabsstandarder.

Stk. 2. Dokumentet indsendes til Finanstilsynet efter offentliggørelse af årsregnskabet. Såfremt dokumentet henviser til oplysninger, skal det anføres, hvor disse oplysninger kan indhentes.

Stk. 3. Forpligtelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på udstedere af værdipapirer, der ikke er kapitalandele, jf. § 2 a, stk. 2, og hvis pålydende pr. enhed udgør mindst 50.000 euro, og på udstedere af andele i kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

§ 28. Et selskab, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, som erhverver eller afhænder egne aktier, skal hurtigst muligt offentliggøre andelen af egne aktier, hvis andelen når, overstiger eller falder under 5 pct. eller 10 pct. af stemmerettighederne.

§ 28 a. Ledende medarbejdere i selskaber, der udsteder aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller for hvilke der er indgivet anmodning om optagelse til handel på et sådant marked, skal give det udstedende selskab meddelelse om transaktioner, som de udfører for egen regning, og som vedrører selskabets aktier eller andre værdipapirer, som er knyttet til sådanne aktier. Meddelelse skal gives til det udstedende selskab senest den førstkommande børsdag efter transaktionen. Såfremt den ledende medarbejder ikke den førstkommande børsdag efter transaktionen har modtaget de i stk. 7 nævnte oplysninger, skal meddelelsen gives hurtigst muligt, dog senest 2 børsdage efter transaktionen.

Stk. 2. Ved ledende medarbejdere forstås

1) medlemmer af det udstedende selskabs direktion eller bestyrelse eller et tilsynsorgan tilknyttet selskabet eller

2) andre ledende medarbejdere i det udstedende selskab, som regelmæssigt har adgang til intern viden, som direkte eller indirekte vedrører udstederen, såfremt den pågældende ledende medarbejder har kompetence til at træffe ledelsesbeslutninger af overordnet betydning for udstederens fremtidige forretningsmæssige udvikling.

Stk. 3. Nærtstående personer til en ledende medarbejder i et udstedende selskab skal give den pågældende ledende medarbejder meddelelse om transaktioner, som de udfører for egen regning, og som vedrører aktier udstedt af det pågældende selskab eller andre værdipapirer, som er knyttet til sådanne aktier. Meddelelse skal gives til den ledende medarbejder senest den førstkommande børsdag efter transaktionen. Såfremt den nærtstående person ikke den førstkommande børsdag efter transaktionen har modtaget de i stk. 7 nævnte oplysninger, skal meddelelsen gives hurtigst muligt, dog senest 2 børsdage efter transaktionen. Den ledende medarbejder videregiver modtagne meddelelser til det udstedende selskab senest den førstkommande børsdag efter modtagelsen.

Stk. 4. Ved nærtstående personer til en ledende medarbejder forstås følgende fysiske og juridiske personer med relation til den i stk. 2 nævnte personkreds:

1) Ægtefælle eller samlever.

2) Mindreårige børn, hvor den i stk. 2 nævnte person er indehaver af forældremyndigheden.

3) Andre slægtninge, der i en periode på mindst 1 år regnet fra tidspunktet for transaktionens gennemførelse har tilhørt den i stk. 2 nævnte persons husstand.

4) Juridiske personer, såfremt

a) en fysisk person omfattet af stk. 2 eller af nr. 1-3 har det ledelsesmæssige ansvar i den juridiske person,

b) fysiske personer omfattet af stk. 2 eller af nr. 1-3 alene eller tilsammen udøver en indflydelse som nævnt i § 31, stk. 1, nr. 1-5, over den juridiske person,

c) den juridiske person er etableret med henblik på at tilgodese økonomiske interesser hos en fysisk person omfattet af stk. 2 eller af nr. 1-3 eller

d) den juridiske person i øvrigt har økonomiske interesser, der er væsentligt sammenfaldende med de økonomiske interesser hos en fysisk person omfattet af stk. 2 eller af nr. 1-3.

Stk. 5. En udsteder skal senest den førstkomende børsdag efter modtagelsen af en meddelelse fra en ledende medarbejder i henhold til stk. 1, 1. pkt., eller stk. 3, 4. pkt., indberette de modtagne oplysninger til Finanstilsynet. Finanstilsynet offentliggør straks herefter disse oplysninger.

Stk. 6. En ledende medarbejders pligt til at give meddelelse efter stk. 1, 1. pkt., og til at videregive modtagne oplysninger efter stk. 3, 4. pkt., indtræder først, såfremt kursværdierne af de transaktioner, der i løbet af et kalenderår er gennemført af den ledende medarbejder og af nærtstående personer til den pågældende ledende medarbejder, tilsammen udgør et beløb på 5.000 euro eller derover. Såfremt beløbsgrænsen på 5.000 euro overskrides, gælder pligten for den ledende medarbejder til at give meddelelse og til at videregive modtagne oplysninger alene, for så vidt angår transaktioner, der er foretaget efter, at beløbsgrænsen er overskredet.

Stk. 7. Meddelelse efter stk. 1 og 3 samt indberetning efter stk. 5 skal indeholde oplysning om

1) navnet på den fysiske eller juridiske person, der i henhold til stk. 1 eller 3 har pligt til at give meddelelse,

2) årsagen til, at den pågældende er forpligtet til at give meddelelse,

3) navnet på udstederen af de pågældende værdipapirer,

4) fondskode og betegnelse for de pågældende værdipapirer,

5) transaktionens karakter (køb, salg eller anden transaktion),

6) handelsdato, og hvilket marked transaktionen er gennemført på, samt

7) antallet af handlede værdipapirer og kursværdien heraf.

Stk. 8. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om meddelelse, indberetning og offentliggørelse af oplysninger omfattet af stk. 1-7.

§ 28 b. Enhver fysisk eller juridisk person, der som led i udøvelsen af sit erhverv eller som led i sine forretninger til offentligheden eller distributionskanaler udarbejder eller udbreder anbefalinger vedrørende værdipapirer som nævnt i § 27, stk. 1, eller vedrørende en udsteder af sådanne værdipapirer, skal sikre, at fremlæggelse og udbredelse af anbefalinger sker på en redelig måde, og at der oplyses om eventuelle interesser eller interessekonflikter i forhold til de værdipapirer eller den udsteder, som anbefalingen vedrører.

Stk. 2. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om redelig fremlæggelse og oplysning om interesser og interessekonflikter ved udarbejdelse og udbredelse af anbefalinger vedrørende værdipapirer og udstedere heraf.

§ 28 c. (Ophævet).

§ 29. Enhver, der besidder aktier i selskaber, hvor disse aktier er optaget til handel på et reguleret marked her i landet eller i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller er optaget til handel på en

alternativ markedsplads, skal i de i stk. 2 nævnte tilfælde hurtigst muligt give meddelelse til selskabet om besiddelser af aktier i dette. Samtidig med meddelelsen til selskabet skal den pågældende indsende oplysningerne om besiddelserne til Finanstilsynet. Efter modtagelsen af meddelelsen skal selskabet hurtigst muligt offentliggøre indholdet af meddelelsen.

Stk. 2. Meddelelse om aktiebesiddelse efter stk. 1 skal gives, når

1) aktiernes stemmeret udgør mindst 5 pct. af aktiekapitalens stemmerettigheder eller deres pålydende værdi udgør mindst 5 pct. af aktiekapitalen eller

2) ændring i et allerede meddelt besiddelsesforhold bevirker, at grænserne på 5, 10, 15, 20, 25, 50 eller 90 pct. og grænserne på 1/3 eller 2/3 af aktiekapitalens stemmerettigheder eller pålydende værdi nås eller ikke længere er nået eller ændringen bevirker, at grænserne i nr. 1 ikke længere er nået.

Stk. 3. Finanstilsynet kan bestemme, at pligten til at give meddelelse i henhold til stk. 1 omfatter andre værdipapirer, der giver ret til at erhverve aktier.

Stk. 4. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om besiddelse, meddelelse om besiddelse af aktier efter stk. 1 og 2 og pligten til at give meddelelse om rettigheder til at udøve stemmerettigheder i andre tilfælde. Finanstilsynet kan endvidere fastsætte regler, som fraviger forpligtelsen i stk. 1.

§ 29 a. (Ophævet).

§ 30. Finanstilsynet fastsætter regler om udsteders oplysningsforpligtelser, herunder om sprog, indhold, måden, hvorpå der skal ske offentliggørelse, registrering og opbevaring af oplysningerne, samt om indholdet af periodemeddelelser. Reglerne kan fravige lovens krav til udstedernes forpligtelser i § 27, stk. 7 og 8, og § 27 a, stk. 1-3. Finanstilsynet fastsætter endvidere regler om udsteders ligebehandling af og kommunikation med aktionærer og indehavere af obligationer eller andre former for omsættelige gældsinstrumenter.

Kapitel 8

Overtagelsestilbud

§ 31. Overdrages en aktiepost direkte eller indirekte i et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til handel på et reguleret marked eller en alternativ markedsplads, til en erhverver eller til personer, der handler i forståelse med denne, skal erhververen give alle selskabets aktionærer mulighed for at afhænde deres aktier på identiske betingelser, hvis overdragelsen medfører, at erhververen

1) kommer til at besidde flertallet af stemmerettighederne i selskabet,

2) får ret til at udnævne eller afsætte et flertal af selskabets bestyrelsesmedlemmer,

3) får ret til at udøve en bestemmende indflydelse over selskabet på grundlag af vedtægterne eller aftale med dette i øvrigt,

4) på grundlag af aftale med andre aktionærer kommer til at råde over flertallet af stemmerettighederne i selskabet eller

5) kommer til at kunne udøve bestemmende indflydelse over selskabet og kommer til at besidde mere end en tredjedel af stemmerettighederne.

Stk. 2. Forpligtelsen efter stk. 1 finder ikke anvendelse, såfremt den i stk. 1 omhandlede overdragelse er resultatet af et frivilligt tilbud til samtlige aktionærer om at overdrage samtlige deres aktier og dette frivillige tilbud opfylder betingelserne i § 32, stk. 1.

Stk. 3. Bestemmelserne i aktieselskabslovens § 20 b, stk. 4, og § 20 e finder tilsvarende anvendelse på overdragelser af aktier i et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til handel på en alternativ markedsplads.

Stk. 4. Finanstilsynet kan fritage fra forpligtelsen i stk. 1, såfremt særlige forhold gør sig gældende.

§ 32. Ved tilbud om overtagelse af aktier efter § 31 skal erhververen udarbejde og offentliggøre et tilbudsdokument, som indeholder oplysninger om tilbudets økonomiske og andre vilkår, herunder frist for accept af tilbudet, samt andre oplysninger, som må anses for fornødne, for at aktionærerne kan danne sig et velbegrundet skøn over tilbudet.

Stk. 2. Når der, uden at der foreligger tilbudspligt efter § 31, i øvrigt offentligt med henblik på at erhverve en kontrollerende aktiepost fremsættes tilbud om at overtage aktier i et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til handel på et reguleret marked eller en alternativ markedsplads, skal der ligeledes udarbejdes et tilbudsdokument i overensstemmelse med stk. 1.

Stk. 3. Beslutning om fremsættelse af tilbud skal straks offentliggøres.

Stk. 4. Finanstilsynet fastsætter bestemmelser om tilbudspligt efter § 31, stk. 1, frivillige overtagelsestilbud, meddelelse af en beslutning om fremsættelse af tilbud, tilbudsdokumenters indhold, herunder om tilbudsgivers pligt til at oplyse om påtænkt udbetaling af målselskabets midler efter gennemførelsen af et overtagelsestilbud, forbud mod indgåelse af aftaler om bonus eller lignende ydelser, tilbudskursen samt godkendelse og offentliggørelse m.v. Endvidere fastsætter Finanstilsynet bestemmelser om en forpligtelse for målselskabets bestyrelse til at redegøre for tilbuddets indhold.

§ 32 a. Finanstilsynet kan henvise behandlingen af et overtagelsestilbud vedrørende aktier i et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, til den kompetente myndighed i et andet land inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

Stk. 2. Finanstilsynet fastsætter bestemmelser om den lovgivning, der finder anvendelse, og om, hvilken myndighed der er kompetent.

Kapitel 9

Værdipapirhandlers indberetning af transaktioner og offentliggørelse af priser og transaktioner

§ 33. Dette kapitel finder anvendelse på værdipapirhandlere bortset fra

- 1) investeringsforvaltningsselskaber omfattet af § 4, stk. 1, nr. 2,
- 2) administrationsselskaber omfattet af § 4, stk. 1, nr. 3, og
- 3) øvrige værdipapirhandlere omfattet af § 4, stk. 1, nr. 3, som udelukkende driver tjenesteydelsesvirksomhed her i landet omfattet af § 31 i lov om finansiell virksomhed.

Stk. 2. En værdipapirhandler, der gennemfører transaktioner med værdipapirer, som er optaget til handel på et reguleret marked her i landet, et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller på en alternativ markedsplads, skal hurtigst muligt og senest ved det pågældende markeds lukketid dagen efter transaktionens gennemførelse indberette oplysninger om transaktionen. Oplysningerne kan indberettes af værdipapirhandleren selv, en tredjemand på værdipapirhandlerens vegne eller et match- eller rapporteringssystem, der er godkendt af Finanstilsynet eller af det regulerede marked eller den multilaterale handelsfacilitet, gennem hvis systemer transaktionen er gennemført.

Stk. 3. Finanstilsynet kan bestemme, at indberetningspligten tillige påhviler andre. Finanstilsynet kan endvidere i særlige tilfælde bestemme, at indberetningspligten skal omfatte andre værdipapirer, der ikke er optaget til handel på et reguleret marked eller en alternativ markedsplads.

Stk. 4. En værdipapirhandler skal opbevare alle relevante oplysninger om samtlige transaktioner med finansielle instrumenter, som værdipapirhandleren har gennemført for egen eller for kunders regning, i mindst 5 år efter, at transaktionen er gennemført.

Stk. 5. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om indberetningspligten, herunder om omfang og indhold, samt hvortil der skal indberettes.

§ 33 a. Værdipapirhandlere, der systematisk internaliserer, hvorved forstås, at værdipapirhandleren på organiseret, hyppigt og systematisk grundlag handler for egen regning ved at udføre kundeordrer uden for et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, i aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked her i landet eller et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, skal offentliggøre bindende priser på de aktier, som systematisk internaliseres.

Stk. 2. Stk. 1 finder kun anvendelse, hvis der findes et likvidt marked for den pågældende aktie. Hvis der ikke findes et likvidt marked for den pågældende aktie, skal værdipapirhandlere, der systematisk internaliserer, jf. stk. 1, efter anmodning meddele bindende priser til deres kunder.

Stk. 3. Stk. 1 og 2 finder kun anvendelse for handler på op til normal markedsstørrelse.

Stk. 4. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om værdipapirhandlers pligt til at offentliggøre bindende priser, herunder om indhold, offentliggørelse, mulighed for at trække priser tilbage, pligt til at udføre ordrer til de stillede priser, udførelse af ordrer fra professionelle kunder, adgang til værdipapirhandlernes stillede priser, og om værdipapirhandlernes mulighed for at begrænse antallet af transaktioner.

§ 33 b. En værdipapirhandler, som for egen eller en kundes regning gennemfører en transaktion med aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked her i landet eller i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, og denne transaktion gennemføres uden for et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet her i landet eller i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, skal offentliggøre oplysninger om pris, mængde og tidspunkt for transaktionens gennemførelse. Disse oplysninger skal gøres tilgængelige for offentligheden på rimelige forretningsmæssige vilkår, så tæt på realtid som muligt og på en måde, som er let tilgængelig for andre markedsdeltagere.

Stk. 2. En værdipapirhandler kan udsætte offentliggørelsen efter stk. 1 på baggrund af transaktionernes størrelse og type.

Stk. 3. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om værdipapirhandlers pligt til at offentliggøre oplysninger om pris, mængde og tidspunkt for transaktioner, der er gennemført med andre værdipapirer end aktier.

Stk. 4. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om pligten til offentliggørelse efter stk. 1 og om udsættelse af offentliggørelse efter stk. 2.

Kapitel 10

Misbrug af intern viden, kursmanipulation og foranstaltninger til modvirkning af markedsmisbrug

§ 34. Reglerne i dette kapitel omfatter misbrug af intern viden og kursmanipulation samt foranstaltninger til modvirkning af markedsmisbrug vedrørende

1) værdipapirer, der er optaget til handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende udenlandske markeder for værdipapirer samt værdipapirer, for hvilke der er indgivet en anmodning om optagelse til notering eller handel på sådanne markeder, og

2) værdipapirer, der ikke selv er omfattet af nr. 1, men som er knyttet til et eller flere værdipapirer som nævnt i nr. 1, samt andele omfattet af § 2, stk. 1, nr. 3.

Stk. 2. Ved intern viden forstås specifikke oplysninger, som ikke er offentliggjort, om udstedere af værdipapirer, værdipapirer eller markedsforskel vedrørende disse, som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer, hvis oplysningerne blev offentliggjort. En oplysning anses for offentliggjort, når der er sket en for markedet generel og relevant videreformidling af denne.

Stk. 3. I stk. 2 forstås ved:

1) Specifikke oplysninger: oplysninger, der

a) vedrører forhold, der foreligger eller med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en begivenhed, der er indtrådt eller med rimelighed kan forventes at indtræde, og

b) er tilstrækkelig præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende begivenheders eller forholds forventede indvirkning på kursdannelsen på de pågældende værdipapirer.

2) Oplysninger, som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer: Oplysninger, som en fornuftig investor må antages at ville benytte som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger.

Stk. 4. For værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte omfatter intern viden også oplysninger, som meddeles af en kunde og vedrører dennes endnu ikke udførte ordrer, forudsat at oplysningerne i øvrigt opfylder kravene i stk. 2 og 3.

Stk. 5. Ved handel med råvareinstrumenter udgør intern viden oplysninger, som ikke er blevet offentliggjort, men som direkte eller indirekte vedrører et eller flere af sådanne instrumenter, og som brugere af markeder, hvor sådanne instrumenter handles, forventer at modtage i overensstemmelse med accepteret markedspraksis for disse markeder. Brugere af markeder for råvareinstrumenter forventer at modtage oplysninger, som

1) normalt stilles til rådighed for brugere af det pågældende marked eller

2) skal offentliggøres i henhold til lov, bekendtgørelse, et regelsæt for det pågældende marked for handel med råvareinstrumenter, en kontrakt eller en sædvane på det pågældende marked for handel med råvareinstrumenter eller det underliggende marked for handel med råvarer.

§ 35. Køb, salg og tilskyndelse til køb eller salg af et værdipapir må ikke foretages af nogen, der har intern viden, som kan være af betydning for handelen.

Stk. 2. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på

1) køb af værdipapirer, der sker som et nødvendigt led i gennemførelsen af et fremsat offentligt købstilbud med det formål at få kontrol over et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende udenlandske markeder for værdipapirer, såfremt den interne viden er erhvervet i forbindelse med en undersøgelse af selskabet, der er foretaget med henblik på fremsættelsen af købstilbuddet, og

2) køb og salg af værdipapirer, der gennemføres for at opfylde en forpligtelse, forudsat at denne forpligtelse er forfalden på tidspunktet for handelens gennemførelse og at forpligtelsen er baseret på en aftale, der er indgået, før den pågældende person kom i besiddelse af intern viden.

Stk. 3. Uanset bestemmelsen i stk. 1 kan værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte loyalt udføre en kundes ordre. Endvidere kan sådanne personer foretage sædvanlig handel, såfremt handelen sker som et normalt led i værdipapirhandlerens funktion som market-maker i det pågældende værdipapir.

Stk. 4. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på transaktioner, der udføres af en suveræn stat, en sådan stats centralbank, Det Europæiske System af Centralbanker eller den, der agerer på disses vegne, når transaktionerne sker som led i vedkommendes pengepolitik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik.

Stk. 5. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer eller med værdipapirer som led i stabilisering af kursen på et værdipapir, forudsat at sådanne transaktioner gennemføres i overensstemmelse med Kommissionens forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets

direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter.

§ 36. Den, der er i besiddelse af intern viden, må ikke videregive denne viden til andre, medmindre videregivelsen er et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktion.

§ 37. En udsteder af værdipapirer, der er optaget til handel på et reguleret marked, og dennes moderselskab skal udarbejde interne regler for bestyrelsesmedlemmers, direktørers og andre medarbejders adgang til for egen eller tredjemands regning at handle med de af udstederen udstedte værdipapirer, jf. første led, og dertil knyttede finansielle instrumenter. Tilsvarende regler skal udarbejdes af offentlige myndigheder og virksomheder, herunder værdipapirhandlere, advokater og revisorer, som i kraft af deres virksomhedsudøvelse regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden. Er de i 1. og 2. pkt. nævnte virksomheder organiseret som interessentskaber, kommanditselskaber eller lignende, skal de interne regler tillige omfatte ejerne.

Stk. 2. En udsteder af værdipapirer som nævnt i § 34, stk. 1, nr. 1, skal udarbejde interne regler med det formål at hindre, at intern viden er tilgængelig for andre end dem, der har behov herfor. Tilsvarende regler skal udarbejdes af offentlige myndigheder og virksomheder, herunder værdipapirhandlere, advokater og revisorer, som i kraft af deres virksomhedsudøvelse regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden.

Stk. 3. Interne regler udarbejdet af en udsteder i henhold til stk. 2, 1. pkt., skal som et minimum indeholde bestemmelser, hvorigennem det effektivt sikres, at

- 1) andre personer end de, der skal have adgang dertil som led i udøvelsen af deres funktioner hos udstederen, ikke får adgang til intern viden,
- 2) personer, der har adgang til intern viden, er bekendt med de deraf følgende retlige og tilsynsmæssige forpligtelser og er klar over, hvilke sanktioner de kan blive pålagt ved misbrug eller uberettiget videregivelse af en sådan viden, og
- 3) at offentliggørelse af intern viden finder sted straks, såfremt det af udstederen konstateres, at der er sket videregivelse, jf. dog § 27, stk. 2, 3. pkt.

Stk. 4. En udsteder af værdipapirer som nævnt i § 34, stk. 1, nr. 1, skal udarbejde og løbende ajourføre en fortegnelse over de personer, der arbejder for dem, og som har adgang til intern viden. Tilsvarende fortegnelser skal udarbejdes af fysiske og juridiske personer, der agerer på vegne af en udsteder som nævnt i 1. pkt. eller for en sådan udsteders regning. De af fortegnelserne omfattede personer skal straks orienteres herom. 1.-3. pkt. finder ikke anvendelse på en suveræn stat, en sådan stats centralbank, Det Europæiske System af Centralbanker eller den, der agerer på disses vegne, når udstedelsen af værdipapirer sker som et led i vedkommendes pengepolitik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik.

Stk. 5. Interne regler udstedt efter stk. 1 og 2 samt fortegnelser udarbejdet efter stk. 4 skal på forlangende udleveres til det regulerede marked og Finanstilsynet.

Stk. 6. Værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte, der gennemfører transaktioner med værdipapirer som nævnt i § 34, stk. 1, skal uden ugrundet ophold underrette Finanstilsynet, såfremt det med rimelighed kan antages, at en gennemført transaktion udgør en overtrædelse af § 35, stk. 1, eller § 39, stk. 1. Dette gælder dog kun, såfremt transaktionen er gennemført som led i en loyal udførelse af en kundes ordre, jf. § 35, stk. 3, og § 39, stk. 2. Underretning som nævnt i 1. pkt., som en værdipapirhandler eller dennes ansatte foretager med rimelig grund, anses ikke som et brud på regler om tavshedspligt, hvad enten disse regler følger af lov, bekendtgørelse eller en kontrakt.

Stk. 7. Værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte, der har foretaget underretning til Finanstilsynet i henhold til stk. 6, er forpligtet til at hemmeligholde, at der er givet sådan

underretning. Opfyldelsen af pligten til hemmeligholdelse som nævnt i 1. pkt. påfører ikke den pågældende værdipapirhandler eller dennes ansatte nogen form for ansvar.

Stk. 8. Medvirker en værdipapirhandler ved handel med værdipapirer, skal den, der køber eller sælger værdipapirerne, identificere sig over for værdipapirhandleren. Identifikationen skal omfatte navn, adresse og cpr- eller cvr-nummer eller anden lignende identifikation, hvis den pågældende ikke har et cpr- eller cvr-nummer. Sker handelen på vegne af tredjemand, skal dette tillige oplyses.

Stk. 9. Værdipapirhandleren skal registrere de i stk. 8 nævnte oplysninger og opbevare oplysningerne i 5 år.

Stk. 10. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om udarbejdelse og ajourføring af fortegnelser efter stk. 4 samt om indholdet og omfanget af underretningspligten efter stk. 6, 1. pkt.

§ 38. Ved kursmanipulation forstås handlinger omfattet af nr. 1-4, der er egnet til at påvirke kursen på værdipapirer omfattet af § 34, stk. 1, i en retning, der afviger fra disses værdi i markedet, ved

- 1) udbredelse af oplysninger gennem medierne eller ved andre metoder, der er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på værdipapirer,
- 2) transaktioner eller handelsordrer, der er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på værdipapirer,
- 3) transaktioner eller handelsordrer, hvorved der benyttes fiktive indretninger eller andre former for bedrag eller påfund, eller
- 4) transaktioner eller handelsordrer, hvorved en person eller flere personer i fællesskab sikrer, at kursen på et eller flere værdipapirer ligger på et unormalt eller kunstigt niveau.

Stk. 2. Kursmanipulation efter stk. 1 kan eksempelvis bestå i

- 1) udsendelse af en meningstilkendegivelse gennem medierne om et værdipapir eller en udsteder af et værdipapir efter på forhånd at have erhvervet sig mængder af det pågældende værdipapir, såfremt der senere drages fordel af den måde, hvorpå de tilkendegivne holdninger påvirker kursen på værdipapiret, forudsat at interessekonflikten ikke senest samtidig med udsendelsen af meningstilkendegivelsen angives over for offentligheden på en korrekt og effektiv måde,
- 2) køb eller salg af værdipapirer ved markedets lukketid med den virkning, at personer, der handler på grundlag af slutkurserne, vildledes, eller
- 3) adfærd, hvorved en person eller flere personer i fællesskab opnår en dominerende stilling over udbuddet af eller efterspørgslen efter et værdipapir med den virkning, at købs og salgspriser på værdipapiret direkte eller indirekte fastsættes på et unormalt eller kunstigt niveau, eller at der anvendes andre urimelige vilkår for transaktionen.

Stk. 3. Ved anvendelsen af bestemmelsen i stk. 1, nr. 1, i forhold til redaktører og redaktionelle medarbejdere, der som led i deres erhvervsmæssige aktivitet udbreder oplysninger, skal der tages hensyn til de regler, der gælder for sådanne personers erhverv. 1. pkt. finder ikke anvendelse, hvis den pågældende redaktør eller redaktionelle medarbejder direkte eller indirekte drager fordel eller får udbytte af udbredelsen af oplysningerne.

Stk. 4. Bestemmelserne i stk. 1, nr. 2 og 4, finder ikke anvendelse, såfremt den, der har indgået transaktionen eller har afgivet handelsordren, godtgør, at transaktionen eller handelsordren var i overensstemmelse med accepteret markedspraksis, og at begrundelsen for at indgå en sådan transaktion eller afgive en sådan ordre var legitim. Finanstilsynet træffer beslutning om accept af markedspraksis.

Stk. 5. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om transaktioner, handelsordrer og udbredelse af oplysninger, der kan anses for kursmanipulation i henhold til bestemmelserne i stk. 1, nr. 1-4. Finanstilsynet fastsætter endvidere nærmere regler for, under hvilke omstændigheder en transaktion eller handelsordre kan anses for at være i overensstemmelse med accepteret markedspraksis i henhold til bestemmelsen i stk. 4.

§ 39. Kursmanipulation eller forsøg herpå må ikke finde sted.

Stk. 2. Uanset bestemmelsen i stk. 1 kan værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte loyalt udføre en kundes ordre.

Stk. 3. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på transaktioner, der udføres af en suveræn stat, en sådan stats centralbank, Det Europæiske System af Centralbanker eller den, der agerer på disses vegne, når transaktionerne sker som led i vedkommendes pengepolitik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik.

Stk. 4. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer eller med værdipapirer som led i stabilisering af kursen på et værdipapir, forudsat at sådanne transaktioner gennemføres i overensstemmelse med Kommissionens forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter.

§ 39 a. § 34, stk. 2-5, § 35, stk. 1-4, § 36, § 37, stk. 6-10, § 38 og § 39, stk. 1-3, finder tilsvarende anvendelse på handel med værdipapirer optaget til handel på en alternativ markedsplads. Herudover finder Kommissionens Forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter, jf. § 35, stk. 5, og § 39, stk. 4, tilsvarende anvendelse på handel med værdipapirer optaget til handel på en alternativ markedsplads.

Kapitel 11 (Ophævet).

Kapitel 11 a (Ophævet).

Kapitel 11 b

Drift af en multilateral handelsfacilitet

§ 40. Et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, skal

- 1) have regler, der sikrer en redelig og korrekt handel og indeholder objektive kriterier for effektiv udførelse af ordrer,
- 2) have regler, der fastlægger kriterier til bestemmelse af, hvilke værdipapirer der kan handles via handelsfacilitetens systemer,
- 3) sikre sig, at brugerne har adgang til tilstrækkelige offentligt tilgængelige oplysninger til at kunne foretage en investeringsbedømmelse,
- 4) have regler, der fastlægger objektive kriterier, som opfylder kravene i § 42 a, for adgang til handelsfaciliteten,
- 5) informere brugerne af handelsfaciliteten om deres respektive ansvar for afvikling af transaktioner, der gennemføres i handelsfacilitetens systemer, og sikre en effektiv afvikling af disse transaktioner,
- 6) overvåge, at brugerne af handelsfaciliteten overholder reglerne for handelsfaciliteten, og
- 7) registrere de transaktioner, der gennemføres af handelsfacilitetens brugere under anvendelse af handelsfacilitetens systemer med henblik på at kunne påvise overtrædelser af handelsfacilitetens regler, handelsvilkår i strid med reglerne for handelsfaciliteten eller adfærd, der kan indebære overtrædelse af kapitel 10.

§ 41. Et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, skal offentliggøre de aktuelle priser og markedsdybden ved disse priser på aktier, der handles i handelsfacilitetens systemer, hvis aktierne samtidig er optaget til handel på et reguleret marked. Disse oplysninger skal inden for handelsfacilitetens normale åbningstid løbende gøres tilgængelige for offentligheden på rimelige forretningsmæssige vilkår.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fritage et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, for forpligtelsen i stk. 1 på baggrund af markedsmode, ordretype eller ordrestørrelse.

Stk. 3. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om pligten til offentliggørelse efter stk. 1 og om fritagelse efter stk. 2.

§ 42. Et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, skal offentliggøre pris, mængde og tidspunkt for transaktioner, der er gennemført i handelsfacilitetens systemer, med aktier, hvis aktierne samtidig er optaget til handel på et reguleret marked. Disse oplysninger skal gøres tilgængelige for offentligheden på rimelige forretningsmæssige vilkår og så tæt på realtid som muligt, medmindre oplysningerne om transaktionerne offentliggøres via et reguleret markedssystemer.

Stk. 2. Et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, kan fastsætte regler om udsættelse af offentliggørelse på baggrund af transaktionernes størrelse eller type. Reglerne skal godkendes af Finanstilsynet. Selskabet, der driver den multilaterale handelsfacilitet, skal offentliggøre de godkendte regler.

Stk. 3. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om pligt til at offentliggøre pris, mængde og tidspunkt for transaktioner, der er gennemført via en multilateral handelsfacilitets systemer med andre værdipapirer end aktier.

Stk. 4. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om pligten til offentliggørelse efter stk. 1 og om muligheden for udsættelse af offentliggørelse efter stk. 2, herunder om betingelserne herfor.

§ 42 a. Et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, må alene give adgang til handelsfaciliteten til følgende fysiske eller juridiske personer:

1) Værdipapirhandlere, jf. § 4.

2) Værdipapirhandlere som nævnt i § 4, stk. 1, nr. 3 og 4, som ikke udøver virksomhed gennem en filial eller yder tjenesteydelser her i landet, jf. §§ 30 og 31 i lov om finansiel virksomhed.

3) Andre fysiske eller juridiske personer, hvis personerne

a) er egnede og hæderlige,

b) har tilstrækkelig handelsevne og kompetence,

c) i fornødent omfang har passende administrative procedurer og

d) har tilstrækkelige ressourcer til at varetage de funktioner, der følger af deltagelsen i handelen i den multilaterale handelsfacilitet, og som skal sikre en passende afvikling af transaktioner.

§ 42 b. Et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, må ikke uden Finanstilsynets godkendelse indgå aftale med clearingcentraler eller andre virksomheder, der clearer eller afvikler transaktioner med penge eller værdipapirer.

Stk. 2. Hvis aftalen som nævnt i stk. 1 påtænkes indgået med en part, der er hjemmehørende i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, kan Finanstilsynet undlade at godkende en sådan aftale, hvis det kan godtgøres, at aftalen vil forhindre en hensigtsmæssig drift af den multilaterale handelsfacilitet, eller hvis Finanstilsynet finder, at clearing og afvikling i henhold til aftalen ikke kan gennemføres på en teknisk forsvarlig måde.

Særlige regler om drift af alternative markedspladser

§ 42 c. Selskaber, der driver en alternativ markedsplads, må alene optage værdipapirer til handel på den alternative markedsplads, hvis

1) udstederen af værdipapiret har anmodet herom og

2) værdipapiret ikke er optaget til handel på et reguleret marked her i landet eller tilsvarende markeder i andre lande.

Stk. 2. For værdipapirhandlere fra lande uden for Den Europæiske Union, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, omfattet af § 42 a, nr. 2, samt andre fysiske eller juridiske personer fra sådanne lande, bortset fra centralbanker, er adgangen til en alternativ markedsplads betinget af Finanstilsynets forudgående godkendelse.

Stk. 3. Et selskab, der driver en alternativ markedsplads, skal fastsætte regler om udstederes oplysningsforpligtelser.

§ 42 d. Selskaber, der driver en alternativ markedsplads, har eneret til at benytte betegnelsen alternativ markedsplads i deres navn. Andre fysiske eller juridiske personer må ikke anvende navne eller betegnelser for deres virksomhed, som er egnet til at fremkalde det indtryk, at de driver en alternativ markedsplads.

Stk. 2. Selskaber, der har Finanstilsynets tilladelse til at drive en alternativ markedsplads, skal benytte en betegnelse for den alternative markedsplads, der viser, at der er tale om en alternativ markedsplads. Selskaber, der driver alternative markedspladser, er ikke omfattet af forpligtelsen i 1. pkt., hvis det på den alternative markedsplads klart fremgår, hvilke regler der er knyttet til værdipapirer, der er optaget til handel på den pågældende alternative markedsplads.

§ 42 e. Et selskab, der driver en alternativ markedsplads, kan suspendere eller slette et værdipapir fra handelen på den alternative markedsplads. Suspension og sletning må dog ikke foretages, hvis der er sandsynlighed for, at dette vil være til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.

Stk. 2. Fremsætter en udsteder, hvis værdipapirer er optaget til handel på en alternativ markedsplads, anmodning om sletning fra handelen, skal selskabet, der driver den alternative markedsplads, tage anmodningen til følge. Sletning må dog ikke foretages, hvis der er sandsynlighed for, at dette vil være til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.

Stk. 3. En udsteder har ret til at få et værdipapir slettet fra handelen på en alternativ markedsplads, hvis værdipapiret i forbindelse hermed optages til handel eller er optaget til handel på en anden alternativ markedsplads.

Stk. 4. Handelen med et værdipapir skal ophøre senest samtidig med, at værdipapiret optages til handel på et reguleret marked.

§ 42 f. De beføjelser, der i § 42 c er tillagt et selskab, der driver en alternativ markedsplads, udøves af Finanstilsynet, når en operatør af et reguleret marked her i landet eller i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller et selskab, der driver en alternativ markedsplads, anmoder om optagelse af sine værdipapirer til handel på den alternative markedsplads. Finanstilsynet udøver ligeledes de beføjelser, der i § 42 e er tillagt et selskab, der driver en alternativ markedsplads, når værdipapirer omfattet af 1. pkt. er optaget til handel på den alternative markedsplads.

Kapitel 12

Prospekter ved offentlige udbud af værdipapirer mellem 100.000 euro og 2.500.000 euro

§ 43. Dette kapitel finder anvendelse på udbud til offentligheden af værdipapirer, som ikke er optaget til handel på et reguleret marked, når udbuddet er mellem 100.000 euro og 2.500.000 euro.

Stk. 2. Dette kapitel finder anvendelse på værdipapirer som nævnt i § 2, stk. 1, nr. 1, bortset fra obligationer med en løbetid på mindre end 1 år.

Stk. 3. Finanstilsynet kan fastsætte regler om, at udbud af nærmere bestemte værdipapirer undtages fra denne lov.

§ 44. En udbyder må ikke foretage udbud af værdipapirer til offentligheden, før der er offentliggjort et godkendt prospekt for disse værdipapirer, jf. stk. 2 og § 46, stk. 1.

Stk. 2. Finanstilsynet træffer beslutning om prospektets godkendelse.

Stk. 3. Prospektet skal indeholde de oplysninger, der anses for fornødne for, at investorerne og deres investeringsrådgivere kan danne sig et velbegrundet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og fremtidsudsigter samt over en eventuel garant og over de rettigheder, der er knyttet til de værdipapirer, der udbydes til offentligheden.

Stk. 4. Et prospekt, der opfylder de krav, der er fastsat i §§ 23-24 og i regler udstedt i medfør af § 23, stk. 7 og 8, og § 24, stk. 2, kan træde i stedet for et prospekt som nævnt i stk. 1.

Stk. 5. Et prospekt, der opfylder kravene til prospekter efter bestemmelserne i direktiv 2003/ 71/EF, og som er godkendt af den kompetente myndighed i et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, sidestilles med et prospekt som nævnt i stk. 1. Prospektet skal inden offentliggørelse forelægges Finanstilsynet, der påser, at betingelserne efter 1. pkt. er opfyldt.

Stk. 6. Finanstilsynet fastsætter regler om prospektets indhold, sprog, indsendelse, gyldighed og annoncering.

§ 45. Prospekter som nævnt i § 44 skal indsendes til Finanstilsynet.

Stk. 2. Finanstilsynet påser, at prospekter som nævnt i § 44 opfylder forskrifterne i dette kapitel og bestemmelser fastsat i medfør heraf.

Stk. 3. Modtagelse af prospekter som nævnt i § 44 registreres i og offentliggøres af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Stk. 4. Finanstilsynet fastsætter regler om betaling af gebyrer for behandling af prospekter.

Stk. 5. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fastsætter regler om offentliggørelse af modtagelse af prospekter omfattet af dette kapitel og om betaling af gebyrer for offentliggørelsen.

§ 46. Udbud til offentligheden må ikke finde sted, før prospektet er offentliggjort efter de regler, som er fastsat i medfør af § 45, stk. 5.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte regler om det nærmere indhold af udbudsmateriale.

Kapitel 13 (Ophævet).

Kapitel 14 (Ophævet).

Afsnit III

Clearing, afvikling og finansiell sikkerhedsstillelse m.v.

Kapitel 15

Clearingvirksomhed

§ 50. Ved clearing forstås opgørelse af forpligtelser og rettigheder ved en aftalt udveksling af ydelser.

Stk. 2. Ved afvikling forstås udveksling af ydelser til opfyldelse af parternes forpligtelser.

Stk. 3. Ved netting som anført i § 57 forstås omregning til en nettofordring eller en nettoforpligtelse af fordringer og forpligtelser, der følger af overførselsordrer, som en eller flere deltagere udsteder til eller modtager fra en eller flere andre deltagere, med det resultat, at der kun kan gøres en nettofordring eller nettoforpligtelse gældende.

Stk. 4. Ved værdipapirclearingvirksomhed forstås regelmæssig virksomhed, som består i på en clearingdeltagers vegne at gennemføre clearing, afvikling eller clearing og afvikling af transaktioner med værdipapirer, herunder at indtræde som part i transaktionerne eller på anden måde sikre transaktionernes gennemførelse. Finanstilsynet afgør i tvivlstilfælde, om der foreligger værdipapirclearingvirksomhed.

Stk. 5. Ved clearingdeltager forstås en part, der har indgået en aftale med en clearingcentral om regelmæssigt at deltage i clearing, afvikling eller clearing og afvikling.

Stk. 6. Ved indirekte deltager forstås et kreditinstitut som defineret i artikel 1, første led, i direktiv 77/780/EØF, som har indgået en aftale med et institut, der er deltager i et registreret betalingssystem, eller tilsvarende virksomhed udøvet af Danmarks Nationalbank, hvorved kreditinstituttet bliver i stand til at sende overførelsesordrer gennem systemet.

§ 51. Værdipapirclearingvirksomhed må alene drives af clearingcentraler og Danmarks Nationalbank.

§ 52. Bestyrelsen for en clearingcentral er ansvarlig for, at centralens virksomhed foregår på en hensigtsmæssig og betryggende måde. Det påhviler den enkelte clearingcentral at fastsætte regler for clearing og afvikling og sikre alle berørte ligelig behandling. Vilkår for clearingcentralers betalingsafvikling i Danmarks Nationalbank er ikke omfattet af 2. pkt.

Stk. 2. En clearingcentral kan fastsætte nærmere regler om de værdipapirer, der kan cleares, afvikles eller cleares og afvikles i centralen.

§ 53. En clearingcentral kan føre kontantkonti for clearingdeltagerne og foranstalte långivning og låntagning af penge og værdipapirer i forbindelse med clearing, afvikling eller clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner. Nærmere regler herom fastsættes i en tilslutningsaftale, jf. § 54.

Stk. 2. En clearingcentral kan drive anden virksomhed, der er accessorisk til virksomheden som clearingcentral, herunder drift af et reguleret marked eller som værdipapircentral. Hvis en clearingcentral driver et reguleret marked som accessorisk virksomhed, kan clearingcentralen tillige drive en multilateral handelsfacilitet. Finanstilsynet kan beslutte, at den accessoriske virksomhed skal udøves i et andet selskab. Hvis clearingcentralen driver et reguleret marked som accessorisk virksomhed, kan en multilateral handelsfacilitet dog altid drives i samme selskab som det regulerede marked.

Stk. 3. Hvis en clearingcentral driver en værdipapircentral, et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet som accessorisk virksomhed, finder kravene til tilladelse og drift af disse typer af virksomheder i denne lov anvendelse. Ved accessorisk drift af en multilateral handelsfacilitet finder kravene til tilladelse og drift af denne type virksomhed i lov om finansiel virksomhed endvidere anvendelse.«

Kapitel 16

Tilslutning til en clearingcentral

§ 54. En clearingdeltager skal indgå en tilslutningsaftale med clearingcentralen. Tilslutningen kan ske med henblik på at cleare og afvikle egne, tredjemands eller egne og tredjemands transaktioner med værdipapirer.

Stk. 2. Værdipapirhandlere, kreditinstitutter og investeringsselskaber, der er meddelt tilladelse i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, og som ikke udøver værdipapirhandel gennem en filial eller yder tjenesteydelser her i landet, clearingcentraler, Økonomitstyrelsen, Danmarks Nationalbank og centralbanker i et andet land inden for den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har

indgået aftale med på det finansielle område, kan cleare og afvikle transaktioner på vegne af tredjemand.

Stk. 3. Værdipapirhandlere, kreditinstitutter og investeringsselskaber, der er meddelt tilladelse i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, har adgang til at indgå tilslutningsaftale med clearingcentralen, såfremt de opfylder betingelserne i stk. 4. Clearingcentralen kan bestemme, at andre kan få adgang til at indgå tilslutningsaftale.

Stk. 4. Clearingcentralen fastsætter reglerne for tilslutningen som clearingdeltager, herunder de betingelser, som clearingdeltagere skal opfylde for at deltage i clearing og afvikling af egne, tredjemands eller egne og tredjemands transaktioner.

Stk. 5. Hvis en clearingdeltager groft eller gentagne gange tilsidesætter vilkårene for tilslutning, kan clearingcentralen opheve tilslutningsaftalen.

Kapitel 17

Risikoafdækning

§ 55. Yder en clearingcentral eller clearingdeltager lån til en clearingdeltager i forbindelse med afviklingen af værdipapirhandler eller betalinger i clearingcentralen, kan det forinden være aftalt med låntager, at de af låntagerens fondsaktiver, der opbevares i et eller flere af låntageren udpegede depoter i en værdipapircentral, kan tjene til pant for indfrielsen af lånet.

Stk. 2. Yder et registreret betalingssystem eller en deltager i et sådant system lån til en deltager eller en indirekte deltager i systemet i forbindelse med afviklingen af betalinger i systemet, kan det forinden være aftalt med låntager, at de af låntagerens fondsaktiver, der opbevares i et eller flere af låntageren udpegede depoter i en værdipapircentral, kan tjene til pant for indfrielsen af lånet.

Stk. 3. Hvis værdipapirclearingvirksomhed udøves eller et betalingssystem drives af Danmarks Nationalbank og værdipapirclearingvirksomheden, betalingssystemet eller en deltager i værdipapirclearingvirksomheden eller betalingssystemet yder lån til en deltager eller en indirekte deltager i forbindelse med afviklingen i systemet, kan det forinden være aftalt med låntager, at de af låntagerens fondsaktiver, der opbevares i et eller flere af låntageren udpegede depoter i en værdipapircentral, kan tjene til pant for indfrielsen af lånet.

Stk. 4. Stk. 3 finder tilsvarende anvendelse, hvor en clearingcentral eller et betalingssystem, der er anmeldt til Kommissionen i medfør af artikel 10, 1. afsnit, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF (finality-direktivet), afvikler betalinger over konti i Danmarks Nationalbank. Det er en betingelse, at aftalen om pant er reguleret af dansk ret.

Stk. 5. I tilfælde hvor der ydes lån i forbindelse med afvikling af værdipapirer og betalinger i systemer, hvor långivningen ikke er omfattet af stk. 1-4, kan Finanstilsynet godkende, at det forinden kan aftales med låntager, at de af låntagerens fondsaktiver, der opbevares i et eller flere af låntageren udpegede depoter i en værdipapircentral, kan tjene til pant for indfrielsen af lånet. Det er en betingelse for godkendelse, at aftalen om pant er reguleret af dansk ret.

Stk. 6. Er en aftale som nævnt i stk. 1-5 registreret i en værdipapircentral, og ydes der lån til brug for afvikling, kan der i tilknytning til afviklingen anmeldes panteret i de pågældende fondsaktiver, jf. stk. 1-5, over for værdipapircentralen med henblik på registrering. Alene ved en sådan registrering opnås beskyttelse mod retsforfølgning og aftaleerhververe efter reglerne i kapitel 22.

Stk. 7. Har en clearingcentral eller en clearingdeltager betalt for en andens erhvervelse af fondsaktiver, som afvikles gennem en clearingcentral, kan der i en værdipapircentral til sikkerhed for betalerens krav mod erhververen registreres pant i den del af de erhvervede fondsaktiver, som samtidig registreres på erhververens konto i værdipapircentralen, og som ikke efter aftale med betaleren er videreoverdraget ved salg afviklet på samme tidspunkt som erhvervelsen. Ved

registreringen af panteretten opnås beskyttelse mod retsforfølgning og aftaleerhververe efter reglerne i kapitel 22.

Stk. 8. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om, inden for hvilken tidsfrist en långiver ved meddelelse skal fastholde den i henhold til stk. 6 og 7 anmeldte panteret. Registrering af panteretten slettes uden meddelelse efter § 68, såfremt retten ikke er fastholdt inden fristens udløb. En værdipapircentral kan i særlige tilfælde udskyde den i 2. pkt. nævnte frist, herunder ved driftsforstyrrelser eller såfremt Danmarks Nationalbank har meddelt, at Danmarks Nationalbanks betalingssystemer er ude af funktion som følge af tekniske problemer.

§ 56. Fondsaktiver, hvori der er registreret pant i henhold til § 55, stk. 6 eller 7, kan, hvis der er indgået en forudgående aftale herom, eller hvis handlen er indgået mellem en værdipapirhandler og en værdipapirhandler eller en institutionel investor eller en tilsvarende professionel investor, realiseres straks efter udløbet af den af Finanstilsynet i medfør af § 55, stk. 8, fastsatte frist, såfremt låntageren ikke forinden har opfyldt sine forpligtelser. Den i 1. pkt. nævnte frist kan fraviges efter aftale mellem parterne, såfremt pantet er registreret i henhold til § 55, stk. 6 eller 7.

Stk. 2. Værdipapirer, der er stillet til sikkerhed over for en clearingcentral eller en clearingdeltager til opfyldelse af clearingcentralens regler om sikkerhedsstillelse, kan realiseres straks, hvis der er indgået en forudgående aftale herom, og der foreligger en misligholdelse af clearingcentralens regler om sikkerhedsstillelse.

Kapitel 18

Betalingssystemer, netting m.v.

§ 57. En aftale mellem to eller flere parter om, at samtlige anmeldte fordringer, der har tilknytning til en clearingcentralens udøvelse af værdipapirclearingvirksomhed, jf. § 50, stk. 4, eller forbindelse til clearing af betalinger udøvet af Danmarks Nationalbank eller et registreret betalingssystem, skal nettes, kan med retsvirkning over for boet og kreditorerne tillige indeholde en bestemmelse om, at de pågældende fordringer skal nettes, cleares og afvikles eller føres tilbage i deres helhed, såfremt en af parterne erklæres konkurs eller der anmeldes betalingsstandsning eller åbnes tvangsakkord.

Stk. 2. Aftaler om netting med udenlandske clearingcentraler og betalingssystemer, der er anmeldt til Kommissionen i medfør af artikel 10, 1. afsnit, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF har samme retsvirkning som aftaler nævnt i stk. 1.

Stk. 3. Finanstilsynet kan godkende, at en aftale om netting med udenlandske clearingcentraler og betalingssystemer eller tilsvarende udenlandske virksomheder, der udøver værdipapirclearingvirksomhed eller clearing af betalinger uden for Den Europæiske Union eller lande, som Unionen har indgået aftale med, får retsvirkning i henhold til stk. 1.

Stk. 4. En aftale som nævnt i stk. 1 skal for at have retsvirkning over for boet og kreditorerne inden konkursen, anmeldelsen af betalingsstandsning eller åbning af tvangsakkord være indsendt til Finanstilsynet. Hvis aftalen vedrører et registreret betalingssystem omfattet af § 86, stk. 2, skal aftalen for at have retsvirkning over for boet og kreditorerne inden konkursen, anmeldelsen af betalingsstandsning eller åbningen af tvangsakkord være indsendt til Danmarks Nationalbank.

Stk. 5. Aftaler i henhold til stk. 1 og 3 skal indeholde objektive betingelser for, i hvilke tilfælde anmeldte, men endnu ikke opfyldte fordringer enten

- 1) opfyldes i overensstemmelse med nettingaftalen eller
- 2) tilbageføres i deres helhed.

§ 57 a. Finanstilsynet kan registrere et betalingssystem, hvis systemet er underlagt dansk ret og en deltager har sit hovedsæde i Danmark med den virkning, at nettingaftaler og aftaler om sikkerhedsstillelse vedrørende afvikling af betalinger får retsvirkning i henhold til bestemmelserne i

§ 57, stk. 1, jf. dog § 57, stk. 4, samt bestemmelserne i § 57 b, stk. 1 og 2. Deltagere i betalingssystemet skal være kreditinstitutter som defineret i artikel 1, første led, i direktiv 77/780/EØF, investeringsselskaber som defineret i artikel 1, nr. 2, i direktiv 2004/39/EF, offentlige myndigheder eller andre, der efter Finanstilsynets vurdering har væsentlig betydning for betalingsafviklingen. Indirekte deltagere i betalingssystemet skal være kreditinstitutter som defineret i artikel 1, første led, i direktiv 77/780/EØF.

Stk. 2. Finanstilsynet skal påse, at de for systemet og deltagerne gældende regler og tilslutningsaftaler indeholder bestemmelser om,

- 1) at systemet er underlagt dansk ret,
- 2) hvem der kan være direkte deltagere i systemet,
- 3) hvem der kan være indirekte deltagere i systemet,
- 4) på hvilke betingelser deltagere kan repræsentere indirekte deltagere,
- 5) hvilke krav til sikkerheder og sikkerhedsstillelse systemet stiller med henblik på at sikre afviklingen i systemet,
- 6) de i § 57 c nævnte forhold samt
- 7) vilkår i eventuelle aftaler, som systemet har indgået med et afregningsfirma eller et clearinginstitut som defineret i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF, artikel 2, litra d og e.

Stk. 3. Finanstilsynet kan give et registreret betalingssystem påbud om at ændre de efter stk. 2 udstedte regler og tilslutningsaftaler.

Stk. 4. Finanstilsynet kan fastsætte krav til et registreret betalingssystems kapitalgrundlag, krav til ledelse, jf. § 9, krav om revision og udarbejdelse af driftsplaner, forretningsgange samt tilstrækkelige kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger, herunder på edb-området.

Stk. 5. Systemet skal meddele Finanstilsynet, hvem der deltager direkte eller indirekte i systemet, samt eventuelle ændringer heri.

Stk. 6. Finanstilsynet kan kræve registrering efter stk. 1 af betalingssystemer, hvor væsentlige hensyn til betalingsafviklingen eller samfundsmæssige hensyn i øvrigt tilsiger dette.

Stk. 7. Beføjelser efter stk. 1-6 udøves af Danmarks Nationalbank, når der er tale om et betalingssystem omfattet af § 86, stk. 2.

§ 57 b. Dispositioner, hvorved der stilles sikkerhed over for Danmarks Nationalbank, en clearingcentral, et registreret betalingssystem eller deltagere i sådanne systemer, kan ikke omstødes efter konkurslovens § 70, stk. 1, eller § 72, stk. 2. Omstødelse kan dog ske, såfremt

- 1) sikkerheden ikke er stillet uden unødigt ophold, efter at mangelen på sikkerhed er opstået, eller
- 2) sikkerheden er stillet under sådanne omstændigheder, at den ikke fremstår som ordinær.

Stk. 2. Er en sikkerhed som nævnt i stk. 1 stillet i form af værdipapirer eller kontoindestående, kan sikkerheden realiseres straks, hvis der er indgået en forudgående aftale herom og deltageren ikke forinden har opfyldt sine forpligtelser over for Danmarks Nationalbank, en clearingcentral eller et registreret betalingssystem eller over for deltagerne i sådanne systemer.

Stk. 3. Stk. 1 og 2 finder tilsvarende anvendelse på sikkerheder stillet i forbindelse med clearingcentraler og betalingssystemer, der er anmeldt til Kommissionen i medfør af artikel 10, 1. afsnit, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF, hvis sikkerheden er stillet i overensstemmelse med clearingcentralens eller betalingssystemets regler. Tilsvarende gælder sikkerhed stillet over for centralbanker i deres egenskab af centralbanker i Den Europæiske Union eller lande, som Unionen har indgået aftale med.

Stk. 4. Finanstilsynet kan godkende aftaler om sikkerhedsstillelse indgået med udenlandske clearingcentraler eller betalingssystemer eller tilsvarende udenlandske virksomheder, der udøver værdipapirclearingvirksomhed eller clearing af betalinger uden for Den Europæiske Union eller

lande, som Unionen har indgået aftale med den virkning, at sikkerhedsstillelse i overensstemmelse med en sådan aftale er omfattet af stk. 1 og 2.

§ 57 c. Gældende regler og tilslutningsaftaler for en clearingcentral, et registreret betalingssystem eller for tilsvarende virksomhed udøvet af Danmarks Nationalbank skal indeholde bestemmelser om,

- 1) hvornår en overførelsesordre anses for indgået i systemet, samt
- 2) tidspunktet eller tidspunkterne for, hvornår en overførselsordre, der er indgået i systemet, ikke længere kan tilbagekaldes af en deltager eller en tredje part.

§ 57 d. Finanstilsynet udfærdiger en liste over de clearingcentraler og betalingssystemer, hvormed der kan indgås aftaler med retsvirkning i henhold til bestemmelserne i § 57, stk. 1, og § 57 b, stk. 1 og 2. Listen offentliggøres ved bekendtgørelse.

Stk. 2. Finanstilsynet anmelder de af stk. 1 omfattede clearingcentraler og betalingssystemer samt betalings- og værdipapirclearingsystemer, der drives af Danmarks Nationalbank, til Kommissionen, jf. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF, artikel 10.

Stk. 3. Hvis en deltager i en clearingcentral eller et betalingssystem omfattet af stk. 2 anmelder betalingsstandsning, eller der af skifteretten afsiges konkursdekret eller åbnes tvangsakkordforhandling for en sådan deltager, giver skifteretten straks meddelelse herom til Finanstilsynet. Finanstilsynet videregiver straks denne meddelelse til de øvrige lande i Den Europæiske Union samt lande, som Fællesskabet har indgået aftale med, jf. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF, artikel 6, stk. 3.

§ 57 e. Hvis en deltager i en clearingcentral, et registreret betalingssystem eller tilsvarende virksomhed udøvet af Danmarks Nationalbank går konkurs, anmelder betalingsstandsning, der åbnes tvangsakkordforhandling eller anden form for insolvensbehandling, som defineret i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF, artikel 2, litra j, skal de rettigheder og forpligtelser, der følger af eller har forbindelse med den pågældendes deltagelse i systemet, fastlægges efter den lovgivning, som systemet er underlagt. Tilsvarende gælder for danske deltagere i udenlandske clearingcentraler og betalingssystemer, der er anmeldt til Kommissionen i medfør af artikel 10, 1. afsnit, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF.

Kapitel 18 a

Aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse og slutafregning m.v.

§ 58. Bestemmelserne i dette kapitel finder anvendelse på aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse og på sikkerheder, når disse er stillet. En sikkerhed anses for stillet, når den relevante sikringsakt er foretaget.

Stk. 2. §§ 58 h og 58 i finder dog anvendelse, uanset om en aftale om slutafregning eller løbende netting er indgået som led i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse.

§ 58 a. Ved en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse forstås en aftale mellem parter omfattet af § 58 b om sikkerhedsstillelse for finansielle forpligtelser, jf. § 58 e, i form af sikkerheder omfattet af § 58 f. Ved sikkerhedsstillelse forstås overdragelse af ejendomsret til sikkerhed samt pantsætning.

Stk. 2. En aftale om finansiel sikkerhedsstillelse skal for at være omfattet af dette kapitel være skriftlig eller skal kunne dokumenteres på anden måde, der retligt kan sidestilles dermed.

§ 58 b. En part i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan kun være følgende:

- 1) En offentlig myndighed, dog ikke offentligt garanterede virksomheder, medmindre disse falder ind under nr. 2-6, herunder

- a) offentlige organer i Den Europæiske Unions medlemslande samt lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, der er ansvarlige for eller medvirker ved forvaltningen af offentlig gæld,
- b) offentlige organer i Den Europæiske Unions medlemslande samt lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, der er bemyndiget til at føre konti for kunder.
- 2) En centralbank, Den Europæiske Centralbank, Den Internationale Betalingsbank, en multilateral udviklingsbank som defineret i artikel 1, nr. 19, i direktiv 2000/12/EF, Den Internationale Valutafond og Den Europæiske Investeringsbank.
- 3) En finansiell institution, som er underlagt tilsyn, herunder
- a) et kreditinstitut som defineret i artikel 1, nr. 1, i direktiv 2000/12/EF, herunder institutterne på listen i direktivets artikel 2, stk. 3,
- b) et investeringsselskab som defineret i artikel 1, nr. 2, i direktiv 2004/39/EF,
- c) et finansieringsinstitut som defineret i artikel 1, nr. 5, i direktiv 2000/12/EF,
- d) et forsikringsselskab som defineret i artikel 1, litra a, i direktiv 92/49/EØF og et forsikringsselskab som defineret i artikel 1, litra a, i direktiv 92/96/EØF,
- e) et institut for kollektiv investering i værdipapirer som defineret i artikel 1, stk. 2, i direktiv 85/611/EØF eller
- f) et investeringsforvaltningsselskab som defineret i artikel 1 a, nr. 2, i direktiv 85/611/EØF.
- 4) En central medkontrahent, et afregningsfirma eller et clearinginstitut som defineret i artikel 2, litra c, d og e, i direktiv 98/26/EF, herunder lignende institutioner reguleret efter national lov, som handler på markedet for futures, optioner og afledte finansielle instrumenter, i det omfang de ikke er omfattet af nævnte direktiv.
- 5) En juridisk person, som handler i sin egenskab af formueforvalter eller befuldmægtiget på vegne af en eller flere personer, herunder indehavere af obligationer eller andre former for gældsbreve, eller for institutioner som defineret i nr. 1-4.
- 6) En juridisk person, der ikke er omfattet af nr. 1-5, herunder ikke registrerede virksomheder og interessentskaber, samt enkeltmandsvirksomheder.

§ 58 c. Bestemmelserne i dette kapitel finder anvendelse på aftaler om finansiell sikkerhedsstillelse, der indeholder bestemmelse om

- 1) netting ved slutaftregning og løbende netting, jf. §§ 58 h og 58 i,
- 2) realisation af sikkerheder, jf. § 58 j,
- 3) supplerende sikkerhedsstillelse, jf. § 58 l,
- 4) substitutionsret, jf. § 58 m, eller
- 5) brugsret, jf. § 58 g.

§ 58 d. Realisation i henhold til § 58 j, stk. 1, eller værdiansættelse af sikkerheder eller fordringer, der modregnes eller tilegnes i henhold til § 58 g, § 58 h, § 58 j, stk. 2-4, og § 58 k, skal ske på forretningsmæssigt rimelige vilkår.

§ 58 e. Det skal fremgå af en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse, hvilke af parternes eller tredjemands eksisterende eller fremtidige, faktiske, betingede eller potentielle finansielle forpligtelser aftalen omfatter.

Stk. 2. Ved finansielle forpligtelser forstås forpligtelser, der giver sikkerhedshaver ret til kontant afregning eller levering af værdipapirer.

Stk. 3. Er begge parter i en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse omfattet af § 58 b, nr. 6, anses alene fordringer hidrørende fra handel med valuta og værdipapirer, handel på råvarebørser samt indlån og udlån for finansielle forpligtelser.

Stk. 4. Er kun den ene eller ingen af parterne i en aftale om slutfregning efter § 58 h omfattet af § 58 b, anses alene fordringer hidrørende fra handel med valuta og værdipapirer for finansielle forpligtelser.

§ 58 f. Sikkerhed i henhold til en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse kan kun bestå af kontanter, hvorved der forstås penge, der er krediteret en konto, eller værdipapirer omfattet af § 2, stk. 1, nr. 1-3.

Stk. 2. En sikkerhedsstillers egne aktier, aktier i tilknyttede virksomheder, som omhandlet i direktiv 83/349/EØF, og aktier i virksomheder, der udelukkende har til formål at eje produktionsmidler, der er af afgørende betydning for sikkerhedsstillers virksomhed, kan ikke anvendes som sikkerhed i henhold til en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse. Det samme gælder aktier i selskaber, som har til formål at eje fast ejendom til brug for aktionærerne.

Stk. 3. Kontantindeståender, der ikke kan gøres til genstand for retsforfølgning, kan hverken anvendes som sikkerhed i henhold til en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse eller gøres til genstand for slutfregning.

Stk. 4. Ved tilsvarende sikkerhed forstås et beløb af samme størrelse og i samme valuta som den oprindelig stillede sikkerhed, hvis denne er stillet i form af kontanter eller værdipapirer, der er identiske med den oprindelig stillede sikkerhed, hvis denne er stillet i form af værdipapirer.

Stk. 5. Det kan i en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse bestemmes, at en tilsvarende sikkerhed kan bestå af en anden valuta eller andre værdipapirer, der har en værdi, der svarer til værdien af de oprindelig stillede sikkerheder på det tidspunkt, hvor den tilsvarende sikkerhed stilles eller leveres.

§ 58 g. En aftale om finansiell sikkerhedsstillelse i form af pantsætning kan indeholde bestemmelse om brugsret. Ved aftalt brugsret kan sikkerhedshaver i overensstemmelse med vilkårene i en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse overdrage de modtagne sikkerheder eller nogle af disse til tredjemand til eje eller sikkerhed.

Stk. 2. Har sikkerhedshaver udnyttet en brugsret efter stk. 1, skal sikkerhedshaver tilbagelevere en tilsvarende sikkerhed senest på det tidspunkt, hvor den eller de sikrede fordringer forfalder. Den tilbageleverede sikkerhed anses for stillet i henhold til aftalen om finansiell sikkerhedsstillelse på samme tidspunkt som den oprindelige sikkerhed.

Stk. 3. Tilbagelevering i henhold til stk. 2 kan alene omstødes, hvis betingelserne i konkurslovens § 74 er opfyldt.

Stk. 4. Tilbagelevering efter stk. 2, 1. pkt., kan undlades, i det omfang sikkerhedens værdi i overensstemmelse med vilkårene i aftalen om finansiell sikkerhedsstillelse modregnes med de sikrede finansielle forpligtelser eller gøres til genstand for slutfregning, idet fordringen på tilbagelevering anses for opstået på det tidspunkt, hvor den oprindelige sikkerhed blev stillet.

§ 58 h. En aftale kan med retsvirkning for tredjemand, jf. dog stk. 3-6, indeholde bestemmelse om, at de af aftalen omfattede finansielle forpligtelser, jf. § 58 e, skal nettes ved slutfregning, hvis en af parterne misligholder aftalen, herunder at der skal ske slutfregning, hvis en part tages under insolvensbehandling, eller der bliver foretaget udlæg i en fordring omfattet af slutfregningsbestemmelsen. Ved insolvensbehandling forstås konkurs, akkordforhandling, betalingsstandsning, insolvent dødsboskifte, gældssanering samt andre danske og udenlandske former for likvidation og saneringsforanstaltninger begrundet i skyldnerens insolvens, som defineret i artikel 2, nr. 1, litra j og k, i direktiv 2002/47/EF.

Stk. 2. Det kan med retsvirkning for boet og kreditorerne aftales, at i tilfælde af, at der indtræder en misligholdelse, jf. stk. 1, skal slutfregning først ske, når den ikke misligholdende part giver meddelelse herom til den misligholdende part. I tilfælde, hvor den misligholdende part tages under

insolvensbehandling, kan denne part dog kræve, at slutafregningen gennemføres således, at parterne stilles, som om slutafregning var sket uden unødigt ophold efter det tidspunkt, hvor den ikke misligholdende part vidste eller burde vide, at den misligholdende part blev undergivet insolvensbehandling.

Stk. 3. En fordring, der er omfattet af konkurslovens § 16, stk. 1, 3. pkt., kan indgå i en slutafregning efter stk. 1, medmindre den ikke misligholdende part vidste eller burde vide, at betalingsstandsning var anmeldt, da fordringen opstod.

Stk. 4. En af stk. 1 omfattet slutafregning, som gennemføres, efter at den misligholdende part er erklæret konkurs, kan omfatte fordringer, der er opstået før det tidspunkt, hvor den ikke misligholdende part kendte eller burde kende de omstændigheder, der etablerede fristdagen, jf. konkurslovens § 1. Fordringer opstået efter udløbet af det døgn, hvor konkursen blev bekendtgjort i Statstidende, kan dog ikke indgå i en slutafregning.

Stk. 5. En fordring, der er omfattet af bestemmelserne i konkurslovens § 42, stk. 3 og 4, kan indgå i en slutafregning efter stk. 1, medmindre den ikke misligholdende part vidste eller burde vide, at den misligholdende part var insolvent, da fordringen på denne blev erhvervet henholdsvis opstod.

Stk. 6. Slutafregning efter stk. 1 kan alene omstødes efter konkurslovens § 69, hvis slutafregningen omfattede fordringer, som ikke kunne have indgået i en aftalt slutafregning i tilfælde af konkurs, jf. stk. 4 og 5.

Stk. 7. Bestemmelserne i § 58 a, stk. 2, § 58 d, § 58 e, og § 58 f, stk. 3, finder tilsvarende anvendelse på en aftale om slutafregning, der ikke er en del af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse.

§ 58 i. En aftale kan med retsvirkning for tredjemand indeholde bestemmelse om, at samtlige de af aftalen omfattede fordringer hidrørende fra handel med valuta og værdipapirer nettes løbende ved aftalt afvikling. Bestemmelserne i § 58 h, stk. 3-6, finder tilsvarende anvendelse på aftaler om løbende netting.

§ 58 j. En aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan indeholde bestemmelse om, at sikkerhedshaver i tilfælde af misligholdelse straks kan realisere sikkerheden. Straksrealisation kan med forbehold for vilkårene i aftalen ske

1) uden forudgående godkendelse fra offentlige myndigheder eller andre,

2) uden forudgående meddelelse til sikkerhedsstiller og

3) uden anvendelse af en særlig fremgangsmåde.

Stk. 2. Ved finansiel sikkerhedsstillelse i form af overdragelse af ejendomsret sker realisation ved, at sikkerhedens værdi modregnes i de sikrede forpligtelser.

Stk. 3. Ved sikkerhedsstillelse i form af kontanter sker realisation ved, at sikkerhedens værdi modregnes i eller anvendes til at indfri de sikrede forpligtelser.

Stk. 4. Ved finansiel sikkerhedsstillelse i form af pantsætning sker realisation ved salg af sikkerheden. Hvis det fremgår af aftalen om finansiel sikkerhedsstillelse, kan realisation ske ved, at sikkerhedshaver tilegner sig sikkerhederne, forudsat der i aftalen er fastsat principper for værdiansættelsen af sikkerhederne, jf. dog § 58 d.

§ 58 k. En aftale om finansiel sikkerhedsstillelse i form af overdragelse af ejendomsret har i forhold til sikringsakt og realisation virkning i overensstemmelse med de aftalte vilkår.

Stk. 2. Hvis der opstår misligholdelse, inden sikkerhedshaver har opfyldt en eventuel forpligtelse til at overdrage tilsvarende sikkerhed, kan forpligtelsen gøres til genstand for netting ved slutafregning, jf. § 58 h, hvis dette fremgår af aftalen.

§ 58 l. En aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan indeholde bestemmelse om, at parterne er forpligtede til at stille sikkerhed eller supplerende sikkerhed for ændringer i værdien af sikkerheder eller finansielle forpligtelser omfattet af aftalen, hvis ændringerne er indtrådt efter aftalens indgåelse og skyldes markedsbetingede forhold.

Stk. 2. Såfremt sikkerhed stillet i henhold til stk. 1 er stillet uden unødigt ophold efter, at kravet på sikkerhed kunne gøres gældende i henhold til aftalen, kan sikkerheden ikke omstødes efter konkurslovens § 70 eller § 72. Omstødelse under de i konkurslovens § 72 anførte betingelser kan dog ske, hvis sikkerhedsstillelsen under hensyn til omstændighederne konkret ikke fremstod som ordinær.

§ 58 m. Sikkerhedsstiller kan efter aftale med sikkerhedshaver substituere en stillet sikkerhed med en anden sikkerhed, der i alt væsentligt har samme værdi.

Stk. 2. Såfremt en substituerende sikkerhed omfattet af stk. 1 er stillet senest samtidig med, at sikkerhedsstiller igen fik rådighed over den substituerede sikkerhed, kan den substituerende sikkerhed kun omstødes, hvis den substituerede sikkerhed var omstødelig.

Kapitel 18 b

Tingsretligt lovvalg

§ 58 n. Er et værdipapir registreret på en konto, afgøres de i stk. 2 nævnte spørgsmål vedrørende værdipapiret efter lovgivningen i det land, hvor kontoen føres. Ved lovgivningen i det land, hvor kontoen føres, forstås dette lands lovgivning bortset fra lovvalgsregler.

Stk. 2. De spørgsmål, som afgøres efter den i stk. 1 nævnte lovgivning, er

- 1) den retlige beskaffenhed af sikkerhed i værdipapirer og de tingsretlige virkninger, der knytter sig dertil,
- 2) kravene med hensyn til sikring af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse mod tredjemand samt kravene med hensyn til, hvilke foranstaltninger der er nødvendige for, at en sådan aftale kan gøres gældende over for tredjemand,
- 3) hvorvidt en persons adkomst til eller rettighed i en sikkerhed i værdipapirer må vige for eller efterstilles en konkurrerende adkomst eller rettighed, herunder hvorvidt der foreligger ekstinktiv erhvervelse, samt
- 4) hvilke foranstaltninger der er nødvendige for at realisere en sikkerhed i form af værdipapirer, når der er opstået en misligholdelsesgrund.

Afsnit IV

Registrering

Kapitel 19

Udstedelse og registrering af dematerialiserede værdipapirer

§ 59. Værdipapirer kan udstedes og overdrages i papirløs form (dematerialiseret).

Stk. 2. Ved fondsaktiver forstås i denne lov omsættelige dematerialiserede værdipapirer, der er registreret i en værdipapircentral.

Stk. 3. Ved registrering forstås udstedelse af fondsaktiver gennem en værdipapircentral og indskrivning af rettigheder over disse i et register i værdipapircentralen. En enkelt fondskode kan kun udstedes gennem én værdipapircentral.

Stk. 4. En værdipapircentrals bestyrelse kan træffe beslutning om, at andre værdipapirer end de af stk. 2 omfattede værdipapirer ligeledes kan registreres som fondsaktiver i den pågældende værdipapircentral.

Stk. 5. Ved registreringsvirksomhed forstås regelmæssig virksomhed, der består i at registrere fondsaktiver. Finanstilsynet afgør i tvivlstilfælde, om der foreligger registreringsvirksomhed.

Stk. 6. Regler om en værdipapircentralers virksomhed fastsættes i selskabets vedtægter, der godkendes af Finanstilsynet.

Kapitel 20

Registreringsvirksomhed

§ 60. En værdipapircentralers bestyrelse er ansvarlig for, at centralens virksomhed foregår på en betryggende og hensigtsmæssig måde. Det påhviler den enkelte værdipapircentral at fastsætte regler om registrering af værdipapirer som fondsaktiver og om, hvilke værdipapirer der kan optages til registrering i centralen som fondsaktiver. Disse regler skal sikre alle berørte en ligelig behandling og skal godkendes af Finanstilsynet.

Stk. 2. En værdipapircentral må ikke afgive oplysninger vedrørende det registrerede til andre end Finanstilsynet eller de efter kapitel 21 tilsluttede virksomheder.

Stk. 3. Økonomi- og erhvervsministeren kan bestemme, at en værdipapircentral i et nærmere bestemt omfang skal afgive oplysninger om det registrerede til en offentlig myndighed, herunder Danmarks Nationalbank.

Stk. 4. En værdipapircentralers bestyrelse, revisorer samt direktører og øvrige ansatte må ikke uberettiget røbe, hvad de under udøvelsen af deres stilling eller hverv har fået kendskab om.

§ 61. En værdipapircentral kan drive anden virksomhed, der er accessorisk til virksomheden som værdipapircentral, herunder drift af et reguleret marked eller som clearingcentral.

Stk. 2. Hvis en værdipapircentral driver et reguleret marked som accessorisk virksomhed, kan værdipapircentralen tillige drive en multilateral handelsfacilitet. Finanstilsynet kan beslutte, at den accessoriske virksomhed skal udøves i et andet selskab. Hvis værdipapircentralen driver et reguleret marked som accessorisk virksomhed, kan en multilateral handelsfacilitet dog altid drives i samme selskab som det regulerede marked.

Stk. 3. Hvis en værdipapircentral driver en clearingcentral, et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet som accessorisk virksomhed, finder kravene om tilladelse og drift af disse typer af virksomheder i denne lov anvendelse. Ved accessorisk drift af en multilateral handelsfacilitet finder kravene om tilladelse og drift af denne type virksomhed i lov om finansiel virksomhed endvidere anvendelse.

Kapitel 21

Tilslutning til en værdipapircentral

§ 62. Ret til at foretage indrapportering til registrering i en værdipapircentral på dennes vegne og med retsvirkning i henhold til §§ 66-75 (kontoførende institutter) tilkommer ud over den pågældende værdipapircentral

- 1) finansielle virksomheder, der har tilladelse som pengeinstitut eller fondsmæglerselskab,
- 2) finansielle virksomheder, der har tilladelse som realkreditinstitut eller investeringsforvaltningsselskab, for så vidt disse virksomheder har tilladelse efter lov om finansiel virksomhed § 9, stk.1,
- 3) virksomheder, der drives i fællesskab af disse finansielle virksomheder, og som har til formål at forvalte værdipapirer,
- 4) Danmarks Nationalbank og centralbanker i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område,
- 5) Økonomistyrelsen,
- 6) clearingcentraler,
- 7) obligationsudstedende institutter, for så vidt angår fondsaktiver, der er udstedt af det pågældende institut, og

8) investeringsselskaber og kreditinstitutter, der er meddelt tilladelse i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

Stk. 2. Administrationsselskaber, der er meddelt tilladelse i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, har ret til at foretage indrapportering til registrering, jf. stk. 1, såfremt selskabet lovligt udøver værdipapirhandel enten gennem en filial eller ved at yde tjenesteydelser her i landet, jf. lov om finansiell virksomhed § 30 henholdsvis § 31.

Stk. 3. Kreditinstitutter og investeringsselskaber, der er meddelt tilladelse i et land uden for Den Europæiske Union, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, har ret til at foretage indrapportering til registrering, jf. stk. 1, såfremt selskabet lovligt udøver værdipapirhandel enten gennem en filial eller ved at yde tjenesteydelser her i landet, jf. lov om finansiell virksomhed § 1, stk. 3, henholdsvis § 33.

Stk. 4. Udenlandske clearingcentraler eller lignende institutioner, som er under offentligt tilsyn, har efter Finanstilsynets godkendelse ret til at foretage indrapportering til registrering, jf. stk. 1.

Stk. 5. Ret til at indhente oplysninger om egne konti direkte i en værdipapircentral og overføre meddelelser om salg gennem værdipapircentralen til de kontoførende institutter eller en clearingcentral samt foretage anmeldelser om registrering på egne konti direkte til en værdipapircentral tilkommer storkunder.

§ 63. Udenlandske værdipapircentraler og depotsteder, som er under offentligt tilsyn (udlandscentraler), og danske værdipapircentraler kan efter Finanstilsynets godkendelse foretage indrapportering til registrering i en værdipapircentral på dennes vegne og med retsvirkning i henhold til §§ 66-75.

Stk. 2. En værdipapircentral kan efter Finanstilsynets godkendelse foretage registreringer i udlandscentraler og i danske værdipapircentraler.

§ 64. Kontoførende institutter, jf. § 62, stk. 1-4, skal indgå en tilslutningsaftale med en værdipapircentral som betingelse for, at de kan opnå adgang til at indrapportere til registrering i den pågældende central.

Stk. 2. De af § 62, stk. 5, omfattede storkunder skal indgå en tilslutningsaftale med en værdipapircentral som betingelse for, at de kan opnå adgang til at indhente oplysninger om egne konti, overføre meddelelser om salg og foretage anmeldelser om registreringer på egne konti direkte i den pågældende central.

Stk. 3. En værdipapircentral kan efter at have indhentet Finanstilsynets tilladelse indgå en tilslutningsaftale med et kreditinstitut eller et investeringsselskab som nævnt i § 62, stk. 3, der ikke udøver værdipapirhandel enten gennem en filial eller ved at yde tjenesteydelser her i landet, jf. lov om finansiell virksomhed § 1, stk. 3, henholdsvis § 33.

Stk. 4. I tilfælde af konkurs, betalingsstandsning eller lignende i en virksomhed omfattet af stk. 1 og 3 ophører den i de samme stykker nævnte tilslutningsaftale med omgående virkning og dermed retten til at foretage indrapportering til registrering i en værdipapircentral. Medmindre andet aftales, overtager værdipapircentralen herefter indrapporteringen til registrering på berørte konti i en periode på højst 4 måneder, hvorefter kontohaverens registreringer overføres til konto hos den enkelte udsteder. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om fremgangsmåden i forbindelse med ophøret af en tilslutningsaftale som nævnt i 1. pkt. samt i forbindelse med overførsel af en kontohavers registreringer til konto hos udsteder som nævnt i 2. pkt.

§ 65. Finanstilsynet fastsætter regler om grundlaget for og fremgangsmåden ved registrering og om godkendelse af personer, der som ansatte i en værdipapircentral eller et kontoførende institut kan udføre de med registreringen forbundne opgaver.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om registrering af begrænsede rettigheder over fondsaktiver samt regler om værdipapircentralers eller kontoførende institutters adgang til at opkræve gebyrer for forvaltning af fondsaktiver og for registreringer vedrørende disse.

Kapitel 22

Retsvirkninger af registrering m.v.

§ 66. Rettigheder over fondsaktiver skal registreres i en værdipapircentral for at opnå beskyttelse mod retsforfølgning og aftaleerhververe.

Stk. 2. Den aftale eller retsforfølgning, der skal kunne fortrænge en ikke registreret ret, skal selv være registreret, og en erhverver ifølge aftale skal være i god tro ved anmeldelsen til det kontoførende institut.

Stk. 3. Registreringens retsvirkninger regnes fra tidspunktet for den endelige prøvelse i værdipapircentralen.

Stk. 4. Et kontoførende institut har pligt til uden ophold at indrapportere modtagne anmeldelser til registrering i en værdipapircentral.

§ 67. Såfremt det kontoførende institut er i tvivl med hensyn til faktiske eller retlige forhold af betydning for registreringen eller nogen over for dette gør gældende, at den påtænkte registrering vil krænke den pågældendes rettigheder, skal instituttet foretage indrapportering til foreløbig registrering. Den pågældende værdipapircentral træffer herefter beslutning om, hvorledes den endelige registrering kan ske.

§ 68. Der gives meddelelse om registreringen til den eller de efter registeret berettigede og til anmelderen. Der gives meddelelse om eventuelle hindringer for registreringen. Ved udtrækning, ændring eller udslettelse gives så vidt muligt meddelelse til den efter registeret berettigede.

Stk. 2. Meddelelse gives af værdipapircentralen eller på dennes vegne af det kontoførende institut efter aftale med værdipapircentralen.

Stk. 3. De efter registeret berettigede og anmeldere kan i overensstemmelse med værdipapircentralens regler, der skal godkendes af Finanstilsynet, vælge, at meddelelser om udtrækning eller ændring skal gives periodisk, og kan ligeledes fravælge meddelelser herom helt eller delvis. Det samme gælder meddelelser om udslettelse, medmindre udslettelsen er en følge af konkurs, likvidation, fusion, spaltning eller lignende på investeringstidspunktet uforudsete begivenheder. Valg og fravalg registreres på den enkelte konto.

Stk. 4. En værdipapircentral kan efter anmodning fra det kontoførende institut beslutte, at der ikke skal udsendes meddelelser om ændringer i det registrerede, når oplysningerne forinden er tilgået rettighedshaver.

Stk. 5. Afgivelse af meddelelse efter stk. 1-4 skal ske i overensstemmelse med en værdipapircentralens regler herom. Disse regler skal godkendes af Finanstilsynet.

§ 69. Når registreringen af en aftale om rettigheder over fondsaktiver er endeligt gennemført i en værdipapircentral, kan en godtroende erhverver ifølge registreret aftale ikke mødes med nogen indsigelse mod gyldigheden af aftalen. Dog bevares den indsigelse, at aftalen er ugyldig som følge af falsk eller voldelig tvang.

§ 70. §§ 15-18 i lov om gældsbreve finder tilsvarende anvendelse over for skyldneren ifølge fondsaktiver, som svarer til omsætningsgældsbreve, således at endelig registrering i en værdipapircentral træder i stedet for ihændehavelse af gælds brevet.

§ 71. En værdipapircentral skal fastsætte regler om udbetaling.

Stk. 2. Betaler en værdipapircentral på udsteders vegne i god tro til den, som ifølge registeret er berettiget til at modtage betalingen, frigøres værdipapircentralen, selv om den pågældende manglede ret til at modtage betalingen eller var umyndig. Dette gælder dog ikke, såfremt den efter registeret berettigede støtter sin ret på en aftale, som er ugyldig som følge af falsk eller voldelig tvang.

§ 72. Adkomsten til et fondsaktiv kan af sælgeren, når denne er et kontoførende institut, gøres betinget af købesummens betaling inden en nærmere af Finanstilsynet fastsat frist. Betalingsforbeholdet bortfalder uden udsendelse af meddelelse efter § 68, såfremt overdrageren ikke gør sit forbehold gældende inden udløbet af den i 1. pkt. nævnte frist.

Stk. 2. Hvis kontohaver fører kontoen på vegne af en eller flere ejere, skal dette registreres på kontoen.

§ 73. Krav på betaling i henhold til fondsaktiver forældes efter lovgivningens almindelige regler.

§ 74. Såfremt det kontoførende institut bliver opmærksom på fejl i det registrerede, anmoder det den pågældende værdipapircentral om at ændre registreringen. Forinden ændringen foretages, skal den eller de efter registeret berettigede have lejlighed til at udtale sig.

§ 75. En værdipapircentral kan udlette rettigheder, der åbenbart er ophørt.

Stk. 2. Såfremt der på en konto i en værdipapircentral er registreret rettigheder, der må antages at have mistet deres betydning, eller rettigheder, som er over 20 år gamle, og som sandsynligvis er ophørt, eller hvortil der efter al sandsynlighed ikke findes nogen berettiget, kan den pågældende værdipapircentral ved bekendtgørelse i Statstidende med et varsel af tre måneder indkalde mulige indehavere af de pågældende rettigheder. Endvidere skal den eller de, der i registeret er angivet som berettiget, særskilt underrettes ved anbefalet brev. Melder der sig ingen inden fristens udløb, skal værdipapircentralen udlette rettigheden.

Stk. 3. Finanstilsynet kan fastsætte regler til gennemførelse af stk. 2.

Kapitel 23

Kontoudskrifter

§ 76. Der udfærdiges periodiske kontoudskrifter til ejere af fondsaktiver. Kontoudskriften angiver de fondsaktiver, for hvilke de pågældende er registreret som ejere på datoen for udskriften. Tilsvarende udfærdiges udskrifter til indehavere af begrænsede rettigheder over registrerede fondsaktiver.

Stk. 2. På enhver konto skal registreres det kontoførende institut. Det kontoførende institut har adgang til på den pågældende værdipapircentralens vegne at udfærdige udskrift af kontoen. Udskrifter skal udfærdiges til en efter registeret berettiget, såfremt denne anmoder herom.

Stk. 3. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om udfærdigelse af kontoudskrifter efter stk. 1 og om kontoudskriftens indhold.

Kapitel 24

Klage og erstatning

§ 77. Klage over en afgørelse om registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder i en værdipapircentral kan indbringes for Klagenævnet for Værdipapircentraler. Dette gælder dog ikke erstatningskrav.

Stk. 2. Klagenævnet varetages af en eller flere personer, der udnævnes af økonomi- og erhvervsministeren, og som skal opfylde betingelserne for at blive udnævnt til dommer. Økonomi- og erhvervsministeren udnævner tillige stedfortrædere.

Stk. 3. Klage i henhold til stk. 1 indgives til Klagenævnet senest 6 uger efter, at registreringen i den pågældende værdipapircentral er sket. Klagenævnet har til brug for klagens behandling adgang til alle oplysninger vedrørende sagen i værdipapircentralen og i det kontoførende institut. Klagenævnet træffer en begrundet afgørelse, som tilstilles parterne.

Stk. 4. Klagenævnet kan i særlige tilfælde behandle klager, der indgives efter udløbet af klagefristen i stk. 3.

Stk. 5. Klagenævnet kan afvise at behandle klager, der skønnes åbenbart grundløse.

Stk. 6. Klagenævnet er i sin virksomhed uafhængig af instruktioner om den enkelte sags behandling og afgørelse.

Stk. 7. De nærmere regler for Klagenævnets virksomhed fastsættes af Finanstilsynet. Der kan fastsættes regler om betaling af gebyr for klagebehandlingen og om offentliggørelse af Klagenævnets afgørelser.

§ 78. Klage efter § 77 kan indgives af

- 1) enhver, der har en rimelig interesse heri,
- 2) et kontoførende institut, såfremt det vil anfægte en værdipapircentral's afgørelse i henhold til §§ 67, 74 og 75, og
- 3) en værdipapircentral, såfremt den ønsker at anfægte et kontoførende instituts indrapportering til registrering.

§ 79. De af Klagenævnet trufne afgørelser kan senest 2 uger efter, at afgørelsen er meddelt vedkommende, indbringes for Østre Landsret. Indbringelsen sker ved indgivelse af kæreskrift til Klagenævnet. Reglerne om kæremål i borgerlige sager finder med de fornødne tilføjelser anvendelse på indbringelsen for og behandlingen ved landsretten.

Stk. 2. Sager, der efter §§ 77 og 78 kan indbringes for Klagenævnet, kan kun indbringes for domstolene efter stk. 1.

Stk. 3. Landsrettens afgørelser kan ikke kæres. Procesbevillingsnævnet kan dog give tilladelse til kære til Højesteret, hvis kæren vedrører spørgsmål af principiel karakter. Retsplejelovens § 392, stk. 2, finder tilsvarende anvendelse.

§ 80. En værdipapircentral er erstatningspligtig for tab som følge af fejl i forbindelse med registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder på konti i den pågældende værdipapircentral eller udbetalinger herfra, selv om fejlen er hændelig. Kan fejlen henføres til et kontoførende institut, påhviler erstatningspligten dog dette, jf. § 81.

Stk. 2. Den rettighedshaver, der som følge af bestemmelsen i § 69, 2. pkt., ikke erhverver eller mister sin ret over fondsaktiver, kan kræve det lidte tab erstattet af den pågældende værdipapircentral.

Stk. 3. Har skadelidte forsætligt eller uagtsomt medvirket til fejlen, kan erstatningen nedsættes eller bortfalde.

Stk. 4. Den samlede erstatning efter stk. 1 for tab, der er en følge af samme fejl, kan ikke overstige 500 mio. kr.

§ 81. Et kontoførende institut er erstatningspligtig for tab som følge af egne fejl i forbindelse med indrapportering til registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder på konti i en værdipapircentral eller udbetalinger herfra, selv om fejlen er hændelig.

Stk. 2. Har skadelidte forsætligt eller uagtsomt medvirket til fejlen, kan erstatningen nedsættes eller bortfalde.

Stk. 3. Den samlede erstatning efter stk. 1 for tab, der er en følge af samme fejl, kan ikke overstige 500 mio. kr.

Stk. 4. Er et dansk kontoførende institut ikke i stand til at udrede en erstatning efter stk. 1, hæfter de øvrige danske kontoførende institutter, som har indgået tilslutningsaftale med den pågældende værdipapircentral, for det manglende beløb op til 500 mio. kr. pr. fejl.

Stk. 5. De danske kontoførende institutter skal indgå en indbyrdes aftale om fordeling og udbetaling af beløb efter stk. 4. Aftalen skal godkendes af Finanstilsynet.

Stk. 6. Udenlandske kontoførende institutter kan tilslutte sig ordningen i stk. 4 og 5.

§ 82. En værdipapircentral samlete kapitalberedskab skal til enhver tid udgøre mindst 1 mia. kr. i form af hæftelser.

Stk. 2. Kontoførende institutter skal ved tilslutningsaftalen forpligte sig til i nærmere bestemt omfang at bidrage til værdipapircentralens samlede kapitalberedskab.

Stk. 3. De nærmere regler om hæftelsen over for en værdipapircentral fastsættes i dennes vedtægter.

§ 82 a. Finansministeren kan, når staten agerer som kontoførende institut, afgive garanti for erstatningskrav i anledning af fejlregistreringer som nævnt i § 81, stk. 1, og for statens bidrag til en værdipapircentral samlete kapitalberedskab, jf. § 82.

Afsnit V

Fondbørser og tilsyn m.v.

Kapitel 25

Tilsyn, kontrol m.v.

§ 83. Finanstilsynet påser overholdelsen af denne lov og regler, der er udstedt i medfør af loven, undtagen § 12 b, stk. 1 og 2.

Stk. 2. Fondbørserne skal for udstedere af værdipapirer, der er optaget til handel på et reguleret marked, kontrollere, at reglerne for finansiel information i årsrapporter og delårsrapporter i §§ 183-193 i lov om finansiel virksomhed, i §§ 55-56 i lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og årsregnskabsloven er overholdt. Fondbørserne skal tillige kontrollere, at regler udstedt i medfør af § 196 i lov om finansiel virksomhed, § 68 i lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og årsregnskabsloven er overholdt, ligesom Fondbørserne kontrollerer overholdelse af bestemmelserne i Europa-Parlamentets og Rådets forordning om anvendelse af internationale regnskabsstandarder. Fondbørserne udøver i den forbindelse de beføjelser, der er tillagt Finanstilsynet i henhold til § 197 i lov om finansiel virksomhed og § 69 i lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., og de beføjelser, der er tillagt Fondbørserne i henhold til § 159 a i årsregnskabsloven. Finanstilsynet og Erhvervs- og Selskabsstyrelsen virker som sekretariat for Fondbørserne og optræder på dets vegne i den forbindelse.

Stk. 3. Kontrollen efter stk. 2 omfatter også kontrol af reglerne for finansiel information i års- og delårsrapporter fra udstedere fra lande uden for Den Europæiske Union, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, som disse regler er fastlagt i den regnskabslovgivning, de pågældende udstedere er omfattet af, jf. § 27, stk. 7. Ved udførelsen af kontrollen kan Fondbørserne 1) yde vejledning,

2) påtale overtrædelser,

3) påbyde, at fejl skal rettes, og at overtrædelser skal bringes til ophør, og

4) give påbud om ændring af et forhold, herunder påbud om offentliggørelse af ændrede eller supplerende oplysninger.

Stk. 4. Hvis det skønnes hensigtsmæssigt, kan Fondsrådet selv offentliggøre de pågældende oplysninger, offentliggøre påbuddet eller suspendere eller slette de berørte værdipapirer fra handel på et reguleret marked.

Stk. 5. Ved Fondsrådets kontrol af overholdelsen af regler for finansiel information i årsrapporter og delårsrapporter i henhold til stk. 2-4 har Fondsrådet de beføjelser, der er tillagt Finanstilsynet i § 87, stk. 1-3 og 6, jf. dog § 83 b, stk. 3 og 4.

Stk. 6. Finanstilsynet kan i særlige tilfælde anvende fremmed bistand. Fondsrådet kan i særlige tilfælde anvende fremmed bistand i forbindelse med rådets kontrol efter stk. 2-4.

Stk. 7. § 346, stk. 4, og § 356 i lov om finansiel virksomhed finder tilsvarende anvendelse på Finanstilsynets tilsyn efter denne lov.

Stk. 8. Finanstilsynet udarbejder årligt en liste over regulerede markeder til opfyldelse af artikel 47 i direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID-direktivet).

Stk. 9. Finanstilsynet afgiver i samarbejde med Forbrugerstyrelsen årligt til økonomi- og erhvervsministeren en rapport over status for udstedelse af regler om god værdipapirhandelsskik og om erfaringerne med reglernes anvendelse, jf. § 3, stk. 2.

Stk. 10. Regler udstedt i medfør af § 18, stk. 2, nr. 4, § 19, stk. 1, § 21, stk. 1, § 33, stk. 5, § 40, stk. 1, nr. 1, 2 og 4, § 52, stk. 1 og 2, § 54, stk. 4, og § 71, stk. 1, samt ændringer heri skal anmeldes til Finanstilsynet.

§ 83 a. Finanstilsynet kan bestemme, at tilsynets beføjelser efter

1) § 23, stk. 2, § 23 a, stk. 1-3 og 5, § 31, stk. 4, § 44, stk. 2 og 5, og § 45, stk. 1 og 2, og regler udstedt i medfør af § 23, stk. 7 og 8, § 24, stk. 2, § 29, stk. 4, § 32, stk. 4, § 43, stk. 3, § 44, stk. 6, § 45, stk. 4, og § 46, stk. 2, kan udøves på tilsynets vegne af en operatør af et reguleret marked henholdsvis det selskab, der driver en alternativ markedsplads på nærmere fastsatte vilkår,

2) § 22, stk. 1, og regler udstedt i medfør af § 22, stk. 2, kan udøves på tilsynets vegne af en operatør af et reguleret marked på nærmere fastsatte vilkår,

3) § 27 a, stk. 1-3, § 27 b, stk. 2, § 28 a, stk. 5, og § 30 og regler udstedt i medfør af § 33, stk. 5, kan udøves på tilsynets vegne af en operatør af et reguleret marked på nærmere fastsatte vilkår,

4) § 83, stk. 1, til at påse overholdelsen af bestemmelserne i § 29, stk. 1 og 2, § 31, stk. 1, og § 32, stk. 1 og 3, kan udøves på tilsynets vegne af en operatør af et reguleret marked henholdsvis det selskab, der driver en alternativ markedsplads på nærmere fastsatte vilkår og

5) § 83, stk. 1, til at påse overholdelsen af bestemmelserne i § 27, § 28 og § 33, stk. 1, kan udøves på tilsynets vegne af en operatør af et reguleret marked på nærmere fastsatte vilkår.

Stk. 2. En operatør af et reguleret marked eller et selskab, som driver en alternativ markedsplads, der har fået tillagt beføjelser efter stk. 1, kan kræve betaling for varetagelse af opgaver, der følger af disse beføjelser.

Stk. 3. En operatør af et reguleret marked eller et selskab, som driver en alternativ markedsplads, der har fået tillagt beføjelser efter stk. 1, skal opfylde kap 3-7 i forvaltningsloven samt lov om offentlighed i forvaltningen, når den træffer afgørelse inden for de delegerede områder, jf. stk. 1.

Stk. 4. Bestemmelserne i § 84 a, stk. 1 og 2, finder tilsvarende anvendelse på operatører af regulerede markeder henholdsvis selskaber, som driver alternative markedspladser, der har fået tillagt beføjelser efter stk. 1.

Stk. 5. Bestemmelserne i § 84 b, stk. 1 og 2, nr. 5, 7 og 8, finder tilsvarende anvendelse, i det omfang operatører af regulerede markeder henholdsvis selskaber, som driver alternative markedspladser har fået tillagt beføjelser efter stk. 1.

Stk. 6. Finanstilsynet træffer ved bekendtgørelse beslutning om delegation efter stk. 1.

§ 83 b. Ved kontrollen i medfør af § 83, stk. 2 og 3, skal det undersøges, om reglerne for finansiel information er overholdt i udvalgt finansiel information fra de omfattede udsteders årsrapporter og delårsrapporter. Kontrollen omfatter hvert år op til 20 pct. af de af § 83, stk. 2 og 3, omfattede udstedere. De pågældende udstedere udvælges såvel ud fra en risikomæssig betragtning som ved tilfældig udvælgelse.

Stk. 2. En undersøgelse efter stk. 1 iværksættes ved en formel kontrol for åbenbare overtrædelser af reglerne for finansiel information i de udvalgte udsteders årsrapporter og delårsrapporter.

Stk. 3. Hvis der ved den formelle kontrol efter stk. 2 er begrundet formodning om, at den finansielle information indeholder fejl og mangler af betydning for investorernes beslutningstagen, indhenter Fondsrådet en redegørelse fra virksomheden, dens ledelse eller dens eksterne revisorer. Såfremt der, efter at Fondsrådet har indhentet denne redegørelse, fortsat er begrundet formodning om, at den finansielle information indeholder fejl og mangler af betydning for investorernes beslutningstagen, indhenter Fondsrådet yderligere oplysninger fra virksomheden eller dens ledelse, herunder revisionsprotokollater. Fondsrådet kan kræve, at en redegørelse eller yderligere oplysninger fra virksomheden eller dens ledelse attesteres af revisor, og kan fastsætte en frist for, hvornår redegørelsen eller oplysningerne skal være Fondsrådet i hænde.

Stk. 4. Såfremt der fortsat, efter at Fondsrådet har gennemført en formel kontrol efter stk. 2 og indhentet en redegørelse eller yderligere oplysninger efter stk. 3, er begrundet formodning om, at den finansielle information indeholder fejl og mangler af betydning for investorernes beslutningstagen, kan Fondsrådet iværksætte en mere dybtgående kontrol af den finansielle information.

Stk. 5. Uanset stk. 2-4 kan Fondsrådet i tilfælde, hvor særlige konkrete forhold giver en begrundet formodning om, at den finansielle information indeholder fejl og mangler af betydning for investorernes beslutningstagen, umiddelbart iværksætte en mere dybtgående kontrol af finansiel information fra enhver udsteder omfattet af § 83, stk. 2 og 3.

Stk. 6. For de udstedere i § 83, stk. 2 og 3, der er omfattet af lov om finansiel virksomhed eller lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., kan Fondsrådet iværksætte en kontrol, der ikke følger bestemmelserne i stk. 2-5. Bestemmelserne i stk. 1-5 berører endvidere ikke Finanstilsynets mulighed for som led i sit almindelige tilsyn at påse forhold og foretage mere dybtgående undersøgelser, der også omfatter regnskabsmæssige forhold hos de i 1. pkt. nævnte udstedere. Fondsrådet træffer afgørelser i sager om finansiel information, der indgår som led i dette tilsyn, og som vedrører de pågældende udstedere.

Kapitel 26

Nærmere bestemmelser om Fondsrådet, tavshedspligt m.v.

§ 84. Økonomi- og erhvervsministeren nedsætter Fondsrådet, som består af 14 medlemmer. Rådet sammensættes således:

- 1) En formand med økonomisk erhvervmæssig sagkundskab.
- 2) En næstformand med juridisk erhvervmæssig sagkundskab.
- 3) Et medlem med teoretisk regnskabsmæssig sagkundskab.
- 4) Et medlem med teoretisk sagkundskab inden for kapitalmarkedsforhold.
- 5) Et medlem med økonomisk finansiel indsigt, som indstilles af Danmarks Nationalbank.

- 6) To forbrugerrepræsentanter, som indstilles af Forbrugerrådet og Dansk Aktionærforening i forening.
- 7) To repræsentanter for udstedere af andre værdipapirer end realkreditobligationer, som indstilles af Dansk Industri, Danmarks Rederiforening og HTS - Interesseorganisationen i forening.
- 8) En repræsentant for realkreditobligationsudstederne, som indstilles af Realkreditrådet.
- 9) En repræsentant for værdipapirhandlerne, som indstilles af Finansrådet og InvesteringsForeningsRådet i forening.
- 10) En repræsentant for værdipapirhandlerne, som indstilles af Børsmæglerforeningen.
- 11) En repræsentant for de institutionelle investorer, som indstilles af Forsikring & Pension, Foreningen af Firmapensionskasser, Arbejdsmarkedets Tillægspension og Lønmodtagernes Dyrtdsfond i forening.
- 12) En repræsentant for revisorerne, som indstilles af Foreningen af Statsautoriserede Revisorer.

Stk. 2. Fondsrådet

- 1) træffer bortset fra § 3, stk. 1, og § 86, stk. 2, afgørelser i sager af principiel karakter samt i sager, der har videregående betydelige følger for aktørerne på værdipapirmarkedet,
- 2) rådgiver Finanstilsynet i forbindelse med dets udstedelse af regler og i forbindelse med principielle sager om god værdipapirhandelsskik og sager om god værdipapirhandelsskik, der har videregående betydelige følger for værdipapirmarkedet i henhold til § 3, samt
- 3) bistår Finanstilsynet med dets informationsvirksomhed.

Stk. 3. Fondsrådet kontrollerer desuden, om regler for finansiel information i årsrapporter og delårsrapporter for udstedere af værdipapirer, der er optaget til handel på et reguleret marked, er overholdt, jf. § 83, stk. 2 og 3, og § 83 b.

Stk. 4. Økonomi- og erhvervsministeren udpeger rådets medlemmer for op til 4 år ad gangen. Medlemmerne kan genudpeges.

Stk. 5. For hvert medlem udpeges en suppleant. Ved et medlems forfald deltager suppleanten på medlemmets vegne. For det medlem, der indstilles efter stk. 1, nr. 12, udpeges der yderligere 3 suppleanter. Fondsrådets formand beslutter, hvilken af disse yderligere suppleanter der i givet fald skal deltage i det enkelte møde.

Stk. 6. Ved rådets behandling af sager om god værdipapirhandelsskik, jf. stk. 2, nr. 2, indkaldes Forbrugerombudsmanden til at deltage i det pågældende dagsordenspunkt. Forbrugerombudsmanden har i sager om god værdipapirhandelsskik samme beføjelser som rådets medlemmer.

Stk. 7. I sager, hvor der skal foretages partshøring efter forvaltningsloven, omfatter adgangen til partshøring hele udkastet til afgørelse. Fristen for afgivelse af udtalelse skal udgøre mindst 3 uger, medmindre sagen allerede har været forelagt for Fondsrådet eller afgørelsen er af særlig hastende karakter.

Stk. 8. § 84 a finder anvendelse for medlemmerne og suppleanterne af rådet. 1. pkt. gælder dog ikke ved behandling af sager om udstedelse af regler om god værdipapirhandelsskik.

Stk. 9. Rådet træffer afgørelse med simpelt flertal. Ved stemmelighed er formandens stemme afgørende.

Stk. 10. Fondsrådet fastsætter sin egen forretningsorden, herunder regler om mulighed for foretræde for rådet. Forretningsordenen godkendes af økonomi- og erhvervsministeren.

§ 84 a. Finanstilsynets ansatte er under ansvar efter straffelovens §§ 152-152 e forpligtet til at hemmeligholde fortrolige oplysninger, som de får kendskab til gennem tilsynsvirksomheden. Det samme gælder personer, der udfører serviceopgaver som led i Finanstilsynets drift, samt eksperter, der handler på tilsynets eller Fondsrådets vegne. Dette gælder også efter ansættelses- eller kontraktforholdets ophør. Bestemmelserne i dette stykke finder tillige anvendelse på ansatte i

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen som led i udøvelsen af sekretariatsfunktion for Fondsrådet, jf. § 83, stk. 2.

Stk. 2. Samtykke fra den, som tavshedspligten tilsigter at beskytte, berettiger ikke Finanstilsynets ansatte eller eksperter, der handler eller har handlet på tilsynets eller Fondsrådets vegne, til at videregive fortrolige oplysninger.

Stk. 3. Stk. 1 finder dog ikke anvendelse på oplysninger i sager om god værdipapirhandelsskik, jf. § 3 og bekendtgørelser udstedt i medfør af § 3.

Stk. 4. Bestemmelsen i stk. 1 er ikke til hinder for, at Finanstilsynet eller Fondsrådet af egen drift videregiver fortrolige oplysninger i summarisk eller sammenfattende form, når hverken det enkelte aktieselskab omfattet af § 7 eller andre omfattet af denne lov eller disses kunder kan identificeres.

Stk. 5. Fortrolige oplysninger kan videregives under en civil retssag, når et aktieselskab omfattet af § 7 eller andre omfattet af denne lov er erklæret konkurs, og såfremt oplysningerne ikke vedrører kundeforhold eller tredjemand, der er eller har været involveret i forsøg på at redde selskabet eller andre omfattet af denne lov.

Stk. 6. Bestemmelsen i stk. 1 er ikke til hinder for, at fortrolige oplysninger videregives til:

- 1) Fondsrådet henholdsvis Finanstilsynet og Det Finansielle Virksomhedsråd.
- 2) Andre offentlige myndigheder, herunder anklagemyndigheden og politiet, i forbindelse med efterforskning og retsforfølgning af strafbare forhold omfattet af straffeloven eller tilsynslovgivningen.
- 3) Vedkommende minister som led i dennes overordnede tilsyn.
- 4) Administrative myndigheder og domstole, som behandler afgørelser, der er truffet af Finanstilsynet eller Fondsrådet.
- 5) Folketingets ombudsmand.
- 6) En parlamentarisk kommission nedsat af Folketinget.
- 7) Undersøgelseskommissioner nedsat ved lov eller i henhold til lov om undersøgelseskommissioner.
- 8) Folketingets stående udvalg vedrørende et selskabs generelle økonomiske forhold som led i den parlamentariske kontrol med forvaltningen, for så vidt angår selskaber omfattet af § 7, stk. 1, eller andre omfattet af denne lov og disse er i betalingsstandsning eller under konkurs, når staten yder garanti eller stiller midler til rådighed for afvikling af selskabet.
- 9) Statsrevisorerne og Rigsrevisionen.
- 10) Skifteretten og andre myndigheder, der medvirker ved likvidation, konkursbehandling eller lignende procedurer, samt personer, der er ansvarlige for den lovpligtige revision af regnskaber for et selskab omfattet af § 7, stk. 1, eller for andre omfattet af denne lov, under forudsætning af at modtagerne af oplysninger har behov herfor til varetagelse af deres opgaver.
- 11) Danmarks Nationalbank, udenlandske centralbanker, Det Europæiske Centralbanksystem og Den Europæiske Centralbank, under forudsætning af at oplysningerne er nødvendige for dem i deres egenskab af pengepolitisk myndighed eller i bankens overvågning af betalingssystemer.
- 12) En institution, der forestår clearing af værdipapirer eller penge, såfremt det er nødvendigt for at sikre, at institutionen reagerer behørigt på misligholdelser eller potentielle misligholdelser på det marked, hvor institutionen er ansvarlig for clearing.
- 13) Myndigheder i andre lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med, der fører tilsyn med selskaber omfattet af § 7, stk. 1, samt andre omfattet af denne lov.
- 14) Myndigheder i andre lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med, der har ansvaret for tilsynet med kreditinstitutter, finansieringsinstitutter, forsikringselskaber eller med kapitalmarkederne og organer, der medvirker ved likvidation, konkursbehandling eller lignende procedurer, samt personer, der er ansvarlige for den lovpligtige

revision af regnskaber for et selskab omfattet af § 7, stk.1, eller for andre omfattet af denne lov, under forudsætning af at modtagerne af oplysninger har behov herfor til varetagelse af deres opgaver.

15) Finansielle tilsynsmyndigheder i lande uden for Den Europæiske Union eller uden for lande, som Fællesskabet har indgået aftale med, der har ansvaret for tilsyn med finansielle virksomheder, finansieringsinstitutter eller kapitalmarkederne, og organer, der medvirker ved likvidation, konkursbehandling eller lignende procedurer, samt personer, der er ansvarlige for den lovpligtige revision af regnskaber for et selskab omfattet af § 7, stk.1, eller for andre omfattet af denne lov, jf. dog stk. 11 og 12.

16) Erhvervs- og Selskabsstyrelsen for så vidt angår oplysninger modtaget som led i Fondsrådets kontrol efter § 83, stk. 2 og 3, og § 83 b eller oplysninger i sager om Finanstilsynets godkendelse af prospekter i medfør af § 23 og i sager om Finanstilsynets kontrol med oplysningsforpligtelsen i § 27, når disse oplysninger har betydning for Erhvervs- og Selskabsstyrelsens regnskabskontrol på vegne af Fondsrådet, jf. § 83, stk. 2.

17) Revisortilsynet og Disciplinærnævnet for Statsautoriserede og Registrerede Revisorer til varetagelsen af deres opgaver.

Stk. 7. Bestemmelsen i stk. 1 er ikke til hinder for, at fortrolige oplysninger videregives til en operatør af et reguleret marked, som har fået tilladelse efter § 8, eller et selskab, der driver en alternativ markedsplads, jf. § 7 a, stk. 2, når

1) det sker for at imødegå eller undersøge, om der er misbrugt intern viden eller udøvet kursmanipulation efter bestemmelserne i kapitel 10 eller

2) det i øvrigt sker for at imødegå eller undersøge, om handelen og prisdannelsen på det regulerede marked eller den alternative markedsplads foregår på en redelig og gennemskelig måde.

Stk. 8. Alle, der i henhold til stk. 5-7 modtager fortrolige oplysninger fra Finanstilsynet eller Fondsrådet, er med hensyn til disse oplysninger undergivet den i stk. 1 omhandlede tavshedspligt.

Stk. 9. Fortrolige oplysninger, som Finanstilsynet eller Fondsrådet modtager, må kun anvendes i forbindelse med tilsynshvervet, til pålæggelse af sanktioner, eller hvis tilsynets eller rådets afgørelse påklages til højere administrativ myndighed eller indbringes for domstolene.

Stk. 10. Adgangen til udlevering af fortrolige oplysninger til Folketingets stående udvalg i henhold til stk. 6, nr. 8, er begrænset til dokumenter i sager, der er oprettet i Finanstilsynet efter den 16. september 1995.

Stk. 11. Videregivelse efter stk. 6, nr. 15, kan alene ske

1) på baggrund af international samarbejdsaftale og

2) under forudsætning af, at modtagerne mindst er underlagt en lovbestemt tavshedspligt, der svarer til tavshedspligten i medfør af stk. 1, og at modtagerne har behov for oplysningerne til varetagelse af deres opgaver.

Stk. 12. Videregivelse efter stk. 6, nr. 15, af fortrolige oplysninger, der hidrører fra lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med, kan endvidere alene ske, såfremt de myndigheder, som har afgivet oplysningerne, har givet deres udtrykkelige tilladelse, og såfremt oplysningerne udelukkende benyttes til det formål, som tilladelsen vedrører.

§ 84 b. Som part i forhold til Finanstilsynet anses alene selskaber omfattet af § 7, stk.1, et registreret betalingssystem, værdipapirhandleren, det kontoførende institut eller udstederen af værdipapirer, som en afgørelse, der er eller vil blive truffet af Finanstilsynet, retter sig mod, jf. dog stk. 2 og 3.

Stk. 2. I nedennævnte tilfælde anses en anden end en virksomhed omfattet af stk. 1 tillige som part i Finanstilsynets afgørelse, for så vidt angår den del af sagen, som vedrører den pågældende:

1) Et selskab, som søger om tilladelse til drift af et reguleret marked, værdipapirclearingvirksomhed og registreringsvirksomhed, jf. § 8, stk. 1.

- 2) Et medlem af en bestyrelse eller en direktion, som Finanstilsynet modtager oplysninger om i forbindelse med godkendelse i medfør af § 9, stk. 1 og 2.
 - 3) Erhververen eller besidderen af en kvalificeret kapitalandel, når Finanstilsynet reagerer som følge af manglende underretning om andelen eller ophæver stemmeretten, der er knyttet til de pågældende ejeres aktier, jf. § 10, stk. 1 og 5, samt § 10 a, stk. 1-3.
 - 4) Den, der overtræder lovens forbud mod at benytte betegnelser omfattet af § 16, stk. 2, og § 42 d, stk. 1.
 - 5) Den, mod hvem Finanstilsynet indleder undersøgelse for overtrædelse af § 29 om indberetning af aktiebesiddelser eller for overtrædelse af kapitel 10.
 - 6) Den, der for Finanstilsynet indbringer en af en operatør af et reguleret marked, et selskab, der driver en alternativ markedsplads, en clearingcentral eller en værdipapircentral truffet beslutning, jf. § 88, stk. 3, og som Finanstilsynet anser for part i sagen, samt øvrige, som Finanstilsynet anser som part i sagen.
 - 7) En erhverver som nævnt i § 31, stk. 1, og § 32, stk. 1 og 2, samt øvrige, som Finanstilsynet i særlige tilfælde anser for part i sagen.
 - 8) Den, som Finanstilsynet i medfør af § 33, stk. 2, har bestemt at indberetningspligten påhviler.
 - 9) Den, der af Finanstilsynet pålægges at udarbejde interne regler efter § 37, stk. 1 og 2, eller foretage ændringer heri.
- Stk. 3. Som part anses i øvrigt et bestyrelsesmedlem, en revisor, en direktør eller andre ledende medarbejdere i et selskab omfattet af § 7 eller i andre virksomheder omfattet af loven, hvis Finanstilsynets påtale eller påbud i medfør af loven eller dennes forskrifter er rettet direkte mod pågældende.
- Stk. 4. Stk. 1 og 3 finder tilsvarende anvendelse på afgørelser truffet af Fondsrådet som led i rådets kontrol efter § 83, stk. 2 og 3, og § 83 b. Som part i forhold til Fondsrådets afgørelser truffet som led i rådets kontrol efter § 83, stk. 2 og 3, og § 83 b anses i øvrigt enhver, som Fondsrådet anser for part i sagen.
- Stk. 5. Partsstatus og partsbeføjelser efter stk. 2 og 3 er begrænset til forhold, hvor tilsynets eller rådets afgørelser træffes efter den 17. december 1998.

§ 84 c. Afgørelser truffet i henhold til § 84, stk. 2, nr. 1, og stk. 3, skal offentliggøres. 1. pkt. gælder også beslutninger om at overgive sager til politimæssig efterforskning, jf. dog stk. 2. Offentliggørelsen skal omfatte virksomhedens navn.

Stk. 2. Offentliggørelse efter stk. 1 kan dog ikke ske, hvis det vil medføre uforholdsmæssig stor skade for virksomheden eller efterforskningsmæssige hensyn taler imod offentliggørelse. Offentliggørelsen må ikke indeholde fortrolige oplysninger om kundeforhold eller oplysninger omfattet af § 12, stk. 1, i lov om offentlighed i forvaltningen. Offentliggørelsen må ikke indeholde fortrolige oplysninger, der hidrører fra finansielle tilsynsmyndigheder i andre lande inden for eller uden for Den Europæiske Union, medmindre de myndigheder, der har afgivet oplysningerne, har givet deres udtrykkelige tilladelse.

Stk. 3. Hvis offentliggørelse er undladt i henhold til stk. 2, 1. pkt., skal der ske offentliggørelse efter stk. 1, når de hensyn, der nødvendiggjorde undladelsen, ikke længere er gældende. Dette gælder dog kun i op til 2 år, efter at den pågældende afgørelse er truffet.

§ 84 d. Finanstilsynet kan i de i stk. 2 nævnte sager offentliggøre navnet på en virksomhed eller en fysisk person, som i henhold til § 83, stk. 1, meddeles en påtale for overtrædelse af loven eller bestemmelser fastsat i medfør heraf. Finanstilsynet kan ligeledes offentliggøre navnet på en virksomhed eller en fysisk person, hvis det i de i stk. 2 nævnte sager konstateres, at virksomheden eller den fysiske person ikke har overtrådt loven eller bestemmelser fastsat i medfør heraf.

Offentliggørelse efter 1. og 2. pkt. kan ske, når det skønnes at være af interesse for investorerne at kende navnet på virksomheden eller den fysiske person. 1.-3. pkt. gælder tilsvarende for Fondsrådets afgørelser i de sagstyper, der er nævnt i stk. 2, nr. 6-8 og 10, når afgørelserne er truffet over for fysiske personer.

Stk. 2. Offentliggørelse kan ske i sager om overtrædelse af

- 1) reglerne om offentliggørelse af intern viden, jf. § 27, stk. 1, 2, 4 og 5,
- 2) reglerne om offentliggørelse af års- og halvårsrapporter, jf. § 27, stk. 7,
- 3) reglerne om offentliggørelse af periodemeddelelser, jf. § 27, stk. 8,
- 4) reglerne om offentliggørelse, registrering og opbevaring af oplysninger, jf. § 27 a, stk. 1-3, og af bestemmelser herom udstedt i medfør af § 30,
- 5) reglerne om meddelelse af besiddelse af egne aktier, jf. § 28,
- 6) reglerne om meddelelse, indberetning og offentliggørelse af ledende medarbejderes transaktioner, jf. § 28 a, stk. 1, 3, 5 og 7, og af bestemmelser herom udstedt i medfør af § 28 a, stk. 8,
- 7) reglerne om udarbejdelse og udbredelse af anbefalinger vedrørende værdipapirer, jf. § 28 b, stk. 1, og af bestemmelser herom udstedt i medfør af § 28 b, stk. 2,
- 8) reglerne om meddelelse af større besiddelse af aktier, jf. § 29, stk. 1, og af bestemmelser herom udstedt i medfør af § 29, stk. 4,
- 9) regler om udstederes oplysningsforpligtelser og ligebehandling af og kommunikation med aktionærer og indehavere af obligationer eller andre former for omsættelige gældsinstrumenter udstedt i medfør af § 30,
- 10) forbuddene mod insiderhandel, videregivelse af intern viden og kursmanipulation, jf. § 35, stk. 1, § 36 og § 39, stk. 1,
- 11) bestemmelserne om udstedelse af interne regler, jf. § 37, stk. 1-3,
- 12) reglerne om udarbejdelse af insiderlister, jf. § 37, stk. 4, og af bestemmelser herom udstedt i medfør af § 37, stk. 10, og
- 13) reglerne om underretning om mistænkelige transaktioner, jf. § 37, stk. 6, 1. pkt., og af bestemmelser herom udstedt i medfør af § 37, stk. 10.

Stk. 3. Finanstilsynet kan i de i stk. 2 nævnte sager endvidere offentliggøre navnet på den virksomhed eller den fysiske person, som tilsynet har pålagt en daglig eller ugentlig bøde i henhold til § 95, hvis det skønnes at være af interesse for investorerne at kende navnet på virksomheden eller den fysiske person.

Stk. 4. Offentliggørelse i henhold til stk. 1 kan ikke ske, hvis den vil medføre uforholdsmæssig stor skade for virksomheden eller den fysiske person.

Stk. 5. Finanstilsynet kan, hvis det skønnes hensigtsmæssigt, offentliggøre et påbud om ændring af forhold i strid med loven eller bestemmelser fastsat i medfør heraf, der i henhold til § 93, stk. 3, 1. og 2. pkt., meddeles en fysisk eller juridisk person eller en sammenslutning af juridiske personer.

Stk. 6. Hvis en udsteder af værdipapirer undlader at efterkomme et påbud om offentliggørelse af oplysninger, der er meddelt i henhold til § 93, stk. 3, kan Finanstilsynet offentliggøre oplysningerne. Offentliggørelse efter 1. pkt. kan ske i sager omfattet af § 27, stk. 1, 7 og 8, § 27 a, stk. 1-3, § 28 og § 29, stk. 1, og sager omfattet af regler udstedt i medfør af § 30.

§ 84 e. Finanstilsynet skal orientere offentligheden om sager om god værdipapirhandlerskik, jf. § 3, og bekendtgørelser udstedt i medfør af § 3, som er behandlet af Finanstilsynet, anklagemyndigheden eller domstolene, og som er af almen interesse eller af betydning for forståelsen af de nævnte bestemmelser.

§ 85. Virksomheder under tilsyn efter denne lov betaler afgift til Finanstilsynet. Afgiften fastsættes efter kapitel 22 i lov om finansiel virksomhed.

§ 86. Finanstilsynet fører tilsyn med, at værdipapirhandlere, operatører af regulerede markeder, registrerede betalingssystemer, clearingcentraler, værdipapircentraler og kontoførende institutters virksomhed, herunder at deres regler, organisationsplaner, forretningsgange og kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger, herunder på it-området, er betryggende og i overensstemmelse med denne lov og bestemmelser fastsat i medfør heraf. Tilsvarende fører Finanstilsynet tilsyn med, at selskaber, der driver multilaterale handelsfaciliteter, overholder deres pligter efter denne lov. Tilsyn føres dog ikke med registrerede betalingssystemer, der er omfattet af Danmarks Nationalbanks overvågning efter stk. 2.

Stk. 2. Danmarks Nationalbank overvåger betalingssystemer, som Danmarks Nationalbank finder har væsentlig betydning for betalingsafviklingen eller gennemførelsen af Danmarks Nationalbanks pengepolitiske transaktioner med det formål at fremme systemernes smidige funktion ved at bidrage til deres effektivitet og stabilitet. Danmarks Nationalbank meddeler Finanstilsynet, hvilke betalingssystemer der er omfattet af Danmarks Nationalbanks overvågning.

Stk. 3. Finanstilsynet udfærdiger en liste over de betalingssystemer, der er omfattet af stk. 2. Listen offentliggøres ved bekendtgørelse

§ 87. Finanstilsynet kan pålægge bestyrelse, direktion og revision for værdipapirhandlere, operatører af regulerede markeder, clearingcentraler, værdipapircentraler, kontoførende institutter, selskaber, der driver multilaterale handelsfaciliteter, registrerede betalingssystemer og udstedere at give de oplysninger, der er nødvendige for Finanstilsynets virksomhed.

Stk. 2. Finanstilsynet kan kræve alle oplysninger, herunder regnskaber, regnskabsmaterialer, udskrift af bøger, andre forretningspapirer, båndoptagelser og lignende i forbindelse med indgåelse af aftaler om transaktioner og elektronisk lagrede data, som skønnes nødvendige for Finanstilsynets virksomhed eller til afgørelse af, om en fysisk eller juridisk person er omfattet af lovens bestemmelser.

Stk. 3. Finanstilsynet kan pålægge de i stk. 1 nævnte selskaber at indberette visse oplysninger i elektronisk form.

Stk. 4. Finanstilsynet kan indhente oplysninger herunder i elektronisk form fra offentlige myndigheder.

Stk. 5. Finanstilsynet kan til enhver tid mod behørig legitimation og uden retskendelse aflægge kontrolbesøg på forretningsstedet for en værdipapirhandler, en operatør af et reguleret marked, et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, en clearingcentral, en værdipapircentral, et kontoførende institut og et registreret betalingssystem.

Stk. 6. Finanstilsynet kan indhente oplysninger efter stk. 1-5 til brug for de i § 84 a, stk. 6, nr. 13-15, nævnte myndigheder.

Stk. 7. Beføjelser efter stk. 1-6 udøves af Danmarks Nationalbank, når der er tale om et registreret betalingssystem omfattet af § 57 a, stk. 7.

§ 87 a. (Ophævet).

§ 88. Afgørelser truffet af Finanstilsynet i henhold til denne lov eller efter regler udstedt i medfør af loven kan indbringes for Erhvervsankenævnet senest 4 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende. Bestemmelsen i 1. pkt. omfatter ikke afgørelser efter stk. 3 eller § 87. Bestemmelserne i dette stykke finder tillige anvendelse på afgørelser truffet af Fondsrådet som led i rådets kontrol

efter § 83, stk. 2 og 3, og § 83 b, stk. 2-4, samt på afgørelser truffet af Danmarks Nationalbank efter § 57 a, stk. 7.

Stk. 2. Stk. 1 finder tillige anvendelse på afgørelser truffet af virksomheder, der udøver beføjelser på Finanstilsynets vegne.

Stk. 3. Afgørelser truffet af operatører af regulerede markeder, selskaber, der driver multilaterale handelsfaciliteter, clearingcentraler eller værdipapircentraler i henhold til denne lov eller regler udstedt i medfør af loven samt de nævnte virksomheders afgørelser i sager af vidtrækkende eller principiel betydning truffet i henhold til egne regelsæt kan indbringes for Finanstilsynet senest 4 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende. Indbringelsen kan tillægges opsættende virkning.

Stk. 4. Erhvervsankenævnets afgørelser og afgørelser, Finanstilsynet træffer efter stk. 3, kan ved et sagsanlæg senest 8 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende, indbringes for domstolene.

Stk. 5. Afgørelser vedrørende registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder i en værdipapircentral truffet af en værdipapircentral og afgørelser truffet af Klagenævnet for Værdipapircentraler er ikke omfattet af stk. 1-4.

§ 89. Finanstilsynet kan fastsætte regler om, at værdipapirhandlere, operatører af regulerede markeder, clearingcentraler, værdipapircentraler, kontoførende institutter, selskaber, der driver multilaterale handelsfaciliteter, og registrerede betalingssystemer skal udarbejde oplysninger til brug for offentligheden til statistiske formål.

Stk. 2. Danmarks Statistik kan tillige fastsætte regler som nævnt i stk. 1.

Stk. 3. Offentlige myndigheder og institutioner, der udsender statistik, som kan have en mærkbar indvirkning på de finansielle markeder, skal udsende statistikken på en måde, der er gennemsigtig, og som sikrer alle en lige adgang til oplysningerne.

§ 90. (Ophævet).

§ 91. Datatilsynet fører tilsyn med, at der ikke sker overtrædelse af lov om behandling af personoplysninger, af bestemmelser, der er fastsat i medfør heraf, eller af § 60, stk. 2-4. Tilsynet påser herunder af egen drift eller efter klage fra en registreret, at en værdipapircentral anvendes i overensstemmelse med de nævnte love og bestemmelser.

Stk. 2. Tilsynet kan af en værdipapircentral eller af et kontoførende institut kræve enhver oplysning, der er af betydning for dets virksomhed, herunder til afgørelse af, om et forhold falder ind under denne lov eller lov om behandling af personoplysninger.

Stk. 3. For så vidt angår værdipapircentraler eller de kontoførende institutter, har tilsynets medlemmer og personale til enhver tid mod behørig legitimation uden retskendelse adgang til alle lokaler, hvorfra værdipapircentralernes registre administreres eller kan benyttes, samt til de lokaler, hvor registeret eller de tekniske hjælpemidler opbevares eller anvendes.

Stk. 4. Såfremt Datatilsynet finder, at en værdipapircentral eller et kontoførende institut ikke overholder § 60, stk. 2-4, meddeler tilsynet den pågældende central eller institut påbud om de foranstaltninger, der skal foretages. Datatilsynets påbud kan ikke indbringes for anden administrativ myndighed.

Kapitel 27

Inddragelse af tilladelse

§ 92. Finanstilsynet kan inddrage tilladelsen efter § 8 for en operatør af et reguleret marked, en clearingcentral og en værdipapircentral, hvis

1) virksomheden ikke påbegyndes inden 12 måneder efter, at tilladelsen er givet,

- 2) virksomheden ikke udøves i en periode på over 6 måneder,
- 3) selskabet udtrykkeligt giver afkald på at gøre brug af tilladelsen,
- 4) selskabet groft eller gentagne gange tilsidesætter sine pligter efter denne lov eller påbud i henhold til § 93, stk. 3, eller bestemmelser udstedt i medfør af loven,
- 5) et medlem af selskabets bestyrelse eller direktion ikke opfylder de i § 9, stk. 1 og 2, nævnte krav eller
- 6) selskabet i øvrigt ikke længere opfylder de betingelser, hvorpå tilladelsen blev meddelt.

Stk. 2. Finder Finanstilsynet, at et kontoførende institut, der omfattes af § 62, stk. 1, nr. 2-8, eller stk. 2-4, groft tilsidesætter sine forpligtelser eller påbud meddelt efter denne lov, kan Finanstilsynet fratræde det pågældende institut retten til at virke i henhold til § 62 og § 76, stk. 2.

Stk. 3. Opfylder en operatør af et reguleret marked, en clearingcentral eller en værdipapircentral ansvarlige kapital ikke kapitalkravet i henhold til § 8, stk. 2, nr. 2, kan Finanstilsynet enten fastsætte en frist til at bringe den ansvarlige kapital op på dette minimum eller straks inddrage tilladelsen. 1. pkt. finder tilsvarende anvendelse i de tilfælde, hvor en værdipapircentral samlede kapitalberedskab ikke opfylder kravet i § 82, stk. 1.

Afsnit VI

Straffebestemmelser m.v.

Kapitel 28

Straffebestemmelser m.v.

§ 93. Overtrædelse af § 8, stk. 1, § 10, stk. 1 og 5-8, § 11, § 12 a, § 12 b, stk. 1, stk. 2, 1. pkt., stk. 3-6 og 10, § 12 c, § 12 d, stk. 1, § 14, stk. 1, 1. pkt., § 15, stk. 3, § 16, stk. 2, 3. pkt., og stk. 3, § 18, § 18 a, stk. 1 og 2, § 18 b, stk. 1 og 2 og stk. 3, 2. og 3. pkt., § 19, § 20, stk. 4, 2. pkt., stk. 5 og stk. 6, 1. pkt., § 21, stk. 1 og 2 og stk. 3, 2. pkt., § 23, stk. 1 og 3, § 24, stk. 1, § 25, stk. 1, 2. pkt., og stk. 2, § 27, stk. 1, stk. 2, 1. pkt., og stk. 7 og 8, § 27 a, stk. 1-3, § 27 b, stk. 1 og stk. 2, 1. pkt., § 28, § 28 a, stk. 1, stk. 3, 4. pkt., stk. 5, 1. pkt., og stk. 7, § 28 b, stk. 1, § 29, stk. 1 og 2, § 31, stk. 1, § 32, stk. 1-3, § 33, stk. 2 og 4, § 33 a, stk. 1 og stk. 2, 2. pkt., § 33 b, stk. 1 og 2, § 37, stk. 1-5, stk. 6, 1. pkt., stk. 7, 1. pkt., og stk. 8 og 9, § 40, § 41, stk. 1, 2. pkt., § 42, stk. 1 og stk. 2, 2. og 3. pkt., § 42 a, § 42 b, stk. 1, § 42 c, § 42 d, stk. 1, 2. pkt., og stk. 2, § 42 e, stk. 1, 2. pkt., og stk. 2, 2. pkt., § 44, stk. 1 og 3, § 45, stk. 1, § 46, stk. 1, § 51, § 52, stk. 1, 2. pkt., § 60, stk. 1, 2. pkt., § 75, stk. 2, 2. pkt., og § 76, stk. 2, straffes med bøde. På samme måde straffes grov eller gentagen overtrædelse af § 23, stk. 6, § 52, stk. 1, 1. pkt., og § 60, stk. 1, 1. pkt.

Stk. 2. Med bøde straffes en finansiel virksomhed eller en finansiel holdingvirksomhed, der ikke efterkommer et påbud efter § 3, stk. 1 og 2. Med bøde straffes et bestyrelsesmedlem i en virksomhed omfattet af § 7, stk. 1, der ikke efterkommer et påbud, som er givet efter § 12 e, stk. 2 og stk. 3, 3. pkt.

Stk. 3. Hvis en fysisk eller juridisk person ikke opfylder sine forpligtelser efter denne lov eller bestemmelser fastsat i medfør heraf, kan Finanstilsynet give den pågældende påbud om ændring af forholdet. Påbud kan ligeledes gives til sammenslutninger af juridiske personer. Beføjelser efter 1. og 2. pkt. udøves af Danmarks Nationalbank, når der er tale om et registreret betalingssystem omfattet af § 57 a, stk. 7. Hvis det skønnes hensigtsmæssigt, kan Finanstilsynet suspendere eller slette de berørte værdipapirer fra handel på det regulerede marked eller den multilaterale handelsfacilitet. Tilsvarende kan Finanstilsynet suspendere eller slette de berørte værdipapirer fra handel, hvis det pågældende værdipapir slettes eller suspenderes på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område. Den, der ikke efterlever et påbud fra Finanstilsynet henholdsvis Danmarks Nationalbank eller afgiver urigtige eller vildledende oplysninger til Finanstilsynet henholdsvis

Danmarks Nationalbank, straffes med bøde, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter anden lovgivning.

Stk. 4. I forskrifter, der udstedes af økonomi- og erhvervsministeren, Finanstilsynet eller Erhvervs- og Selskabsstyrelsen i medfør af denne lov, kan der fastsættes straf af bøde for overtrædelse af bestemmelser i forskrifterne.

Stk. 5. Finanstilsynet kan fastsætte regler om straf af bøde ved overtrædelse af bestemmelser indeholdt i Det Europæiske Fællesskabs forordninger for de områder af loven, som Finanstilsynet fører tilsyn med.

Stk. 6. Der kan pålægges selskaber m.v. (juridiske personer) strafansvar efter reglerne i straffelovens 5. kapitel.

Stk. 7. Forældelsesfristen for strafansvaret er 5 år.

§ 94. Overtrædelse af § 35, stk. 1, § 36 og § 39, stk. 1, straffes med bøde eller fængsel i indtil 1 år og 6 måneder. Er en overtrædelse af § 35, stk. 1, og § 39, stk. 1, forsætlig og af særlig grov beskaffenhed, eller er der begået et større antal forsætlige overtrædelser, kan straffen stige til fængsel i 4 år.

Stk. 2. Bestemmelsen i § 93, stk. 6, finder tilsvarende anvendelse.

§ 95. Undlader en direktion, bestyrelse eller revisor hos en værdipapirhandler, en operatør af et reguleret marked, en clearingcentral, en værdipapircentral, et kontoførende institut, et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, et registreret betalingssystem eller en udsteder at efterkomme de pligter, der efter loven eller efter bestemmelser udstedt i medfør heraf påhviler dem eller pålægges dem af Finanstilsynet, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen eller, når der er tale om et registreret betalingssystem omfattet af § 57 a, stk. 7, Danmarks Nationalbank, kan Finanstilsynet, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen eller Danmarks Nationalbank som tvangsmiddel pålægge de pågældende daglige eller ugentlige bøder.

Stk. 2. Undlader en fysisk eller juridisk person at opfylde de pligter, som påhviler dem efter denne lov, kan Finanstilsynet, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen eller Danmarks Nationalbank som tvangsmiddel pålægge den fysiske eller juridiske person eller de for den juridiske person ansvarlige personer daglige eller ugentlige bøder.

§ 96. Bestyrelsesmedlemmer, direktører, revisorer og deres suppleanter og ansatte hos en operatør af et reguleret marked, en clearingcentral, en værdipapircentral, et registreret betalingssystem, et kontoførende institut eller et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, som uberettiget videregiver eller udnytter fortrolige oplysninger, som de under udøvelsen af deres hverv har fået kendskab til, straffes med bøde, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter anden lovgivning.

Stk. 2. Giver personer, der er knyttet til en operatør af et reguleret marked, et selskab, der driver en multilateral handelsfacilitet, en clearingcentral, en værdipapircentral, et registreret betalingssystem eller et kontoførende institut urigtige eller vildledende oplysninger om forhold vedrørende operatøren af det regulerede marked, selskabet, der driver en multilateral handelsfacilitet, clearingcentralen, værdipapircentralen, det registrerede betalingssystem eller det kontoførende institut til Finanstilsynet, Danmarks Nationalbank, Fondsrådet eller andre offentlige myndigheder, straffes den pågældende med bøde eller fængsel i indtil 4 måneder, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter anden lovgivning.«

Afsnit VII

Omdannelsesbestemmelser m.v.

Kapitel 29

Omdannelsesbestemmelser

§ 97. Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures kan omdannes til aktieselskaber efter reglerne i §§ 98-104.

§ 98. Bestyrelsen i hver af de i § 97 nævnte fonde kan beslutte, at fonden opløses uden likvidation ved overdragelse af aktiver og gæld som helhed til et eller flere af fonden ejede eller oprettede aktieselskaber, der har tilladelse til at drive virksomhed efter lovens § 7, stk. 1, nr. 1, 5 eller 6. Samtidig overdrages aktier i hver af aktieselskaberne svarende til værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld til en nystiftet fond. Bestyrelserne i de nystiftede fonde kan med fondsmyndighedens samtykke beslutte, at fondene sammenlægges.

Stk. 2. Opløsning uden likvidation kan tillige ske ved overdragelse af fondens aktiver og gæld som helhed til et eller flere aktieselskaber, der har tilladelse til at drive virksomhed efter lovens § 7, stk. 1, nr. 1, 5 eller 6. Samtidig overdrages aktier i hver af disse aktieselskaber svarende til værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld til en nystiftet fond. Såfremt overdragelsen sker til et eller flere aktieselskaber, der er oprettet i medfør af stk. 1, kan bestyrelserne i de nystiftede fonde med fondsmyndighedens samtykke beslutte, at fondene sammenlægges.

Stk. 3. Omdannelse efter stk. 1 og 2 kan tillige ske ved, at aktierne i det eller de i stk. 1 og 2 nævnte aktieselskaber overdrages til den eksisterende fond, såfremt dette er i overensstemmelse med den eksisterende fonds vedtægter.

Stk. 4. Beslutning i henhold til stk. 1-3 træffes med det flertal, der i øvrigt kræves til væsentlige beslutninger. Aktionærerne i det eller de i stk. 2 omtalte aktieselskaber skal udarbejde en aktionæroverenskomst, der skal godkendes af økonomi- og erhvervsministeren.

Stk. 5. Den fortsættende fond i henhold til stk. 1, 2. og 3. pkt., stk. 2, 2. og 3. pkt., og stk. 3 anses for erhvervsdrivende efter lov om erhvervsdrivende fonde.

§ 99. Ved omdannelse efter § 98, stk. 1-3, finder aktieselskabslovens §§ 6 a - 6 c og § 33, stk. 1, sammenholdt med §§ 134-134 i eller § 136-136 i tilsvarende anvendelse med de nødvendige tilpasninger.

Stk. 2. Den i aktieselskabslovens § 134 b nævnte fælles regnskabsopstilling og åbningsbalance skal udarbejdes efter de regnskabsregler, der gælder for aktieselskaber, som driver den type virksomhed, som de nystiftede aktieselskaber påtænker at drive.

Stk. 3. Dokumenter, der ifølge aktieselskabsloven skal indsendes til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, indsendes tillige til Finanstilsynet.

Stk. 4. Finanstilsynet skal godkende omdannelsen efter § 98, stk. 1-3.

§ 100. Den fortsættende fond, jf. § 98, stk. 1-3, ledes af en bestyrelse på mindst 5 medlemmer.

Stk. 2. Et flertal af medlemmerne udpeges af aktieselskabets bestyrelse blandt bestyrelsens medlemmer.

Stk. 3. Erhverver fonden i forbindelse med omdannelsen aktier i mere end ét aktieselskab omdannet efter § 98, finder stk. 2 ikke anvendelse.

§ 101. Bestyrelserne i hver af de i § 97 nævnte fonde kan ligeledes beslutte, at fonden eller fondene opløses uden likvidation ved overdragelse af aktiver og passiver som helhed til et eller flere af fonden eller fondene ejede eller oprettede aktieselskaber, der har tilladelse til at drive virksomhed efter lovens § 7, stk. 1, nr. 1, 5 eller 6. De overdragne aktivers værdi skal i hvert aktieselskab svare til eller overstige værdien af den overdragne gæld. I hvert aktieselskab oprettes en bunden

fondsreserve svarende til værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld, jf. §§ 102 og 103.

Stk. 2. Opløsning uden likvidation kan tillige ske ved overdragelse af fondens aktiver og passiver som helhed til et eller flere aktieselskaber, der har tilladelse til at drive virksomhed efter lovens § 7, stk. 1, nr. 1, 5 eller 6. De overtagne aktivers værdi skal i hvert aktieselskab svare til eller overstige værdien af den overtagne gæld. I hvert aktieselskab oprettes en bunden fondsreserve svarende til værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld, eller, såfremt der i forvejen består en sådan bunden fondsreserve i aktieselskabet, forøges denne med værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld, jf. §§ 102 og 103.

Stk. 3. § 98, stk. 4, og § 99 finder tilsvarende anvendelse ved omdannelse efter stk. 1 og 2.

§ 102. Den bundne fondsreserve kan bruges til dækning af underskud, der ikke dækkes af beløb, der kan anvendes til udbytte i aktieselskabet.

Stk. 2. I tilfælde af aktieselskabets ophør kan udlodning til aktionærerne kun finde sted, når forpligtelserne efter stk. 4 er opfyldt.

Stk. 3. Ved overdragelse af aktieselskabets aktiver og passiver til et eller flere aktieselskaber, der driver virksomhed efter lovens § 7, stk. 1, nr. 1, 5 eller 6, overtager det fortsættende selskab fondsreserven på de samme vilkår, som var gældende indtil overdragelsen.

Stk. 4. Der fastsættes i omdannelsesbeslutningen efter § 101, stk. 1 eller 2, nærmere regler for anvendelse af fondsreserven i tilfælde af selskabets ophør. Fondsreserven skal, afhængig af hvorvidt aktieselskabet har tilladelse til at drive virksomhed efter § 7, stk. 1, nr. 1, 5 eller 6, anvendes til formål, som vedrører henholdsvis børsvirksomhed, clearingvirksomhed eller registreringsvirksomhed.

§ 103. Der skal henlægges 10 pct. af årets overskud, der ikke medgår til dækning af underskud fra tidligere år, til fondsreserven. Henlæggelsen kan dog ikke overstige den forrentning af fondsreserven, der svarer til den af skatteministeren fastsatte mindsterente med fradrag af en forholdsmæssig andel af årets selskabsskat.

§ 104. Bestyrelsen i hver af de i § 97 nævnte fonde kan ligeledes beslutte, at omdannelsen skal ske ved kombination af de i §§ 98 og 101 beskrevne omdannelser. Fonden eller fondene overdrager aktiver og gæld som helhed til et eller flere aktieselskaber, jf. § 98, stk. 1 og 2, og § 101, stk. 1 og 2. I hvert aktieselskab oprettes en bunden fondsreserve, jf. §§ 102 og 103. Samtidig overdrages aktier i hvert af aktieselskaberne svarende til værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld og efter fradrag af den bundne fondsreserve til en fond, jf. § 98, stk. 1-3, der anses som erhvervsdrivende efter lov om erhvervsdrivende fonde.

Stk. 2. §§ 98-103 finder med de nødvendige tilpasninger anvendelse på omdannelsen efter stk. 1.

Afsnit VIII

Ændring af andre love

Kapitel 30

Ændring af andre love

§ 105. (Udeladt)

§ 106. (Udeladt)

§ 107. (Udeladt)

§ 108. (Udeladt)

§ 109. (Udeladt)

§ 110. (Udeladt)

- § 111. (Udeladt)
- § 112. (Udeladt)
- § 113. (Udeladt)
- § 114. (Udeladt)
- § 115. (Udeladt)
- § 116. (Udeladt)
- § 117. (Udeladt)
- § 118. (Udeladt)
- § 119. (Udeladt)
- § 120. (Udeladt)
- § 121. (Udeladt)
- § 122. (Udeladt)
- § 123. (Udeladt)
- § 124. (Udeladt)
- § 125. (Udeladt)

Afsnit IX

Ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser m.v.

Kapitel 31

Ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser m.v.

§ 126. Tidspunktet for lovens eller dele af lovens ikrafttræden fastsættes af økonomi- og erhvervsministeren, for så vidt angår § 105, nr. 1, 3-9, 12 og 13, og §§ 106-115 efter drøftelse med skatteministeren, og for så vidt angår § 123-125 efter drøftelse med justitsministeren. § 105, nr. 2, 10 og 11, træder i kraft dagen efter bekendtgørelsen i Lovtidende. For værdipapircentral- og clearingvirksomhed træder loven dog senest i kraft den 1. juni 1997. Loven skal dog senest være trådt i kraft den 1. juni 1996 med undtagelse af § 6, stk. 3, der træder i kraft den 1. juni 1997.

Stk. 2. Økonomi- og erhvervsministeren kan helt eller delvis ophæve lov om Københavns Fondsbørs, jf. lovbekendtgørelse nr. 713 af 8. september 1993, lov om en værdipapircentral, jf. lovbekendtgørelse nr. 807 af 6. oktober 1993, samt lov nr. 213 af 10. april 1991 om prospekter ved første offentlige udbud af visse værdipapirer.

Stk. 3. § 105, nr. 1, 3-9, 12 og 13, § 106, nr. 1, § 107, § 108, nr. 1, 2 og 4, § 109, § 110, § 112, nr. 2, og § 115 har virkning fra og med indkomståret 1997, jf. dog stk. 6 og 7.

Stk. 4. § 105, nr. 10, har virkning for selskaber og foreninger m.v., der fra og med bestemmelsens ikrafttræden bliver omfattet af selskabsskattelovens § 35 K.

Stk. 5. § 112, nr. 1, har virkning fra og med indkomståret 1988.

Stk. 6. Ved omdannelse af Københavns Fondsbørs og Værdipapircentralen til et aktieselskab inden den 1. januar 1997 finder fusionsskattelovens § 14 h, stk. 3, som affattet ved denne lovs § 112, nr. 2, tilsvarende anvendelse.

Stk. 7. Ved omdannelse af Garantifonden for Danske Optioner og Futures til et aktieselskab inden den 1. januar 1997 finder fusionsskattelovens § 14 h som affattet ved denne lovs § 112, nr. 2, tilsvarende anvendelse.

§ 127. Uanset bestemmelserne i § 7, nr. 1, og § 8, stk. 2, nr. 1 og 2, kan Københavns Fondsbørs udøve børsvirksomhed indtil 1. juli 1997. Ved udøvelsen af denne virksomhed betragtes Københavns Fondsbørs som en fondsbørs efter denne lov.

Stk. 2. Uanset bestemmelserne i § 7, nr. 5 og 6, og § 8, stk. 2, nr. 1 og 2, kan Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures fortsat udøve værdipapirclearingvirksomhed. Ved udøvelsen af denne virksomhed betragtes Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralen som clearingcentraler efter denne lov.

Stk. 3. Uanset bestemmelserne i § 7, nr. 6, og § 8, stk. 2, nr. 1 og 2, kan Værdipapircentralen fortsat udøve registreringsvirksomhed. Ved udøvelsen af denne virksomhed betragtes Værdipapircentralen som en værdipapircentral efter denne lov.

Stk. 4. Ved omdannelse af Københavns Fondsbørs til et aktieselskab har medarbejderne i aktieselskabet ret til at udpege et bestyrelsesmedlem. Ved omdannelse af Værdipapircentralen til et aktieselskab har medarbejderne i aktieselskabet ret til at udpege to bestyrelsesmedlemmer.

Stk. 5. Stk. 4 finder anvendelse i en periode på tre år fra omdannelsen, hvorefter selskabets medarbejderes ret til at blive repræsenteret i bestyrelsen reguleres af aktieselskabslovens bestemmelser.

§ 127 a. Værdipapircentralen er en privat selvejende institution. De nærmere regler om Værdipapircentralen og dens virksomhed fastsættes af centralens bestyrelse i en vedtægt, der godkendes af Finanstilsynet.

Stk. 2. Værdipapircentralen ledes af en bestyrelse på indtil 14 medlemmer og en direktion.

Stk. 3. De i bestyrelsen behandlede anliggender afgøres, for så vidt der ikke efter vedtægterne kræves særligt stemmeflertal, ved simpelt flertal. Det kan i vedtægterne bestemmes, at formandens stemme er afgørende i tilfælde af stemmelighed.

Stk. 4. Økonomi- og erhvervsministeren udnævner for tre år af gangen formanden for bestyrelsen og de øvrige bestyrelsesmedlemmer, jf. dog stk. 5-9. Af medlemmer udnævnes fire efter indstilling fra organisationer, der repræsenterer udstederne af fondsaktiverne, fire efter indstilling fra organisationer, der repræsenterer de i § 62, stk. 1, nr. 2 og 3, nævnte kontoførende institutter, og ét efter indstilling fra Danmarks Nationalbank. To af medlemmerne udnævnes med særlig henblik på at varetage interesser for ejerne af fondsaktiverne. For medlemmer skal udnævnes stedfortrædere.

Stk. 5. Værdipapircentralens arbejdstagere har ret til i overensstemmelse med stk. 6-9 at vælge to medlemmer af bestyrelsen og stedfortrædere for disse blandt centralens arbejdstagere.

Stk. 6. Mindst halvdelen af arbejdstagerne skal stemme for en beslutning om at udnytte retten efter stk. 5. Beslutningen meddeles skriftligt til bestyrelsen.

Stk. 7. Arbejdstagernes valg af bestyrelsesmedlemmer og stedfortrædere sker ved skriftlig og hemmelig afstemning. Medlemmerne indtræder i bestyrelsen en måned efter, at denne har fået skriftlig meddelelse om de pågældendes navn og bopæl.

Stk. 8. De bestyrelsesmedlemmer, der vælges af arbejdstagerne, udpeges for tre år ad gangen blandt de arbejdstagere, der i det sidste år før valget har været ansat i Værdipapircentralen.

Stk. 9. Økonomi- og erhvervsministeren fastsætter regler om

- 1) hvem der anses som arbejdstager,
- 2) den nærmere gennemførelse af valg efter stk. 6 og 7,
- 3) muligheden for at undlade afholdelse af valg i henhold til stk. 7, såfremt der kun er opstillet det antal kandidater, der skal vælges som bestyrelsesmedlemmer og som stedfortrædere,
- 4) retlig beskyttelse i ansættelsen for de arbejdstagervalgte bestyrelsesmedlemmer, idet uoverensstemmelse om beskyttelsen og om brud på eller fortolkningen af reglerne afgøres ad fagretlig vej, og
- 5) under hvilken form Værdipapircentralens arbejdstagere skal orienteres om centralens forhold.

Stk. 10. Bestyrelsen ansætter direktionen og sørger for, at Værdipapircentralens virksomhed udøves forsvarligt i overensstemmelse med lovens og Værdipapircentralens vedtægter.

Stk. 11. Direktionen varetager den daglige ledelse af Værdipapircentralen i overensstemmelse med bestyrelsens retningslinjer og anvisninger.

§ 128. For aktieselskaber, der oprettes i henhold til § 101 eller § 104, kan Finanstilsynet uanset bestemmelserne i § 8, stk. 2, nr. 2, meddele tilladelse til udøvelse af henholdsvis børsvirksomhed,

værdipapirclearingvirksomhed og registreringsvirksomhed, såfremt den ansvarlige kapital i selskabet på tilladelsestidspunktet mindst udgør 40 mio. kr. Heraf skal et beløb på mindst 16 mio. kr. være aktiekapital.

§ 129. Bestemmelsen i § 6, stk. 3, 1. pkt., vedrørende kundesamtykke finder anvendelse på nye kundeforhold indgået efter bestemmelsens ikrafttræden. For eksisterende kundeforhold skal der senest 18 måneder efter, at § 6, stk. 3, 1. pkt., er trådt i kraft, være indhentet samtykkeerklæring fra den enkelte kunde, såfremt en værdipapirhandler opbevarer kundens værdipapirer i samledepot.

§ 130. Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, men kan med undtagelse af §§ 105-115, § 123 og § 125 ved kongelig anordning sættes i kraft for disse landsdele med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger.

Stk. 2. § 125 kan ved kongelig anordning sættes i kraft for Færøerne med de afvigelser, som de særlige færøske forhold tilsiger.

Lov nr. 475 af 10. juni 1997 indeholder følgende ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser:

§ 9

Stk. 1. Loven træder i kraft den 1. januar 1998. (2. og 3. punktum udeladt)

Stk. 2. Senest den 1. marts 1998 skal bestyrelsen have udarbejdet interne retningslinjer ifølge (udeladt) § 12 b, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., som affattet ved denne lovs § 4, nr. 1.

Stk. 3. Bestemmelserne i (udeladt) § 14, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., som affattet ved denne lovs § 4, nr. 3 og 4, § 11 a, stk. 3, 2. pkt., (udeladt) finder anvendelse på regnskabsår, der begynder den 1. januar 1998 eller senere.

Stk. 4-6. (Udeladt)

Stk. 7. Uanset reglerne i denne lov, kan direktører, vicedirektører, underdirektører og dermed ligestillede samt filialbestyrere i finansielle institutter omfattet af denne lov varetage bestyrelseserhverv i Danmarks Skibskreditfond, Dansk Eksportfinansiering, Dansk Landsbrugs Realkreditfond, Dansk Udviklingsfinansiering A/S, Finansieringsinstituttet for Hoteller m.v., Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk A/S, Foreningen Norden, Landsbankernes Reallånefond, Totalkredit Realkreditfond og Bornholms Erhvervsfond.

Stk. 8. Personer omfattet af § 12 c, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v., som affattet ved denne lovs § 4, nr. 3, der den 1. januar 1998 varetager hverv som interne revisions- eller vicerevisionschefer i selskaber uden for koncernen, kan fortsætte hermed indtil udløbet af den funktionsperiode, der var påbegyndt den 9. april 1997. Hvis de nævnte personer efter denne dato påbegynder en funktionsperiode som intern revisions- eller vicerevisionschef i et selskab, der ikke omfattes af § 12 c, stk. 3, skal den pågældende fratræde senest den 1. februar 1998.

Stk. 9. Engagementer og sikkerhedsstillelser, der den 1. januar 1998 lovligt var indgået mellem den valgte revision eller en intern revisions- eller vicerevisionschef (udeladt) og de (udeladt) omhandlede (udeladt) selskaber, kan fortsætte til den oprindeligt aftalte udløbsdato.

Stk. 10-12. (Udeladt)

§ 10

Stk. 1. Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, (udeladt) men (udeladt) kan ved kongelig anordning sættes i kraft for disse landsdele med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger.

Stk. 2-3. (Udeladt)

Lov nr. 1327 af 20. december 2000 indeholder følgende ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser:

§ 9

Stk. 1. Loven træder i kraft den 1. april 2001, jf. dog stk. 2-5.

Stk. 2. (Udeladt)

Stk. 3. § 1, nr. 14, § 2, nr. 2, § 3, nr. 2 og 3, § 4, nr. 2, § 5, § 6, nr. 4, og §§ 7 og 8 træder i kraft den 1. januar 2001. Beregning af bidrag sker første gang på grundlag af oplysninger fra regnskabsår, der afsluttes i 2000.

Stk. 4. § 1, nr. 20 og 21, træder i kraft den 1. juli 2001.

Stk. 5. Værdipapirhandlere og virksomheder omfattet af værdipapirhandelslovens § 62, stk. 1, og § 63, der på tidspunktet for lovens ikrafttræden var medlem af en fondsbørs eller tilsluttet en værdipapircentral, kan vedblive hermed uden indhentelse af Finanstilsynets tilladelse.

§ 10

Stk. 1. §§ 1, 2, 4, 5, 7 og 8 gælder ikke for Færøerne og Grønland, men kan ved kongelig anordning sættes i kraft for disse landsdele med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger.

Stk. 2. (Udeladt)

Lov nr. 427 af 6. juni 2002 indeholder følgende ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser:

§ 3

Loven træder i kraft den 1. juli 2002, jf. dog stk. 2.

Stk. 2. § 1, nr. 13, 14, 16-18, 35 og 39, træder i kraft den 1. oktober 2002. Økonomi- og erhvervsministeren fastsætter tidspunktet for ikrafttrædelsen af § 1, nr. 5, 8-12, 19, 26, 30, 31, 33, 34, 37 og 38, samt § 2.

§ 4

Stk. 1. Status over de samlede besiddelser i selskaber, som personer omfattet af § 34, stk. 4, og § 37, stk. 3, jf. denne lovs § 1, nr. 16 og 17, er i besiddelse af, skal meddeles til den pågældende udsteder samt indberettes af sidstnævnte til den pågældende fondsbørs henholdsvis den autoriserede markedsplads, hvor selskabets aktier er optaget til notering eller handel, senest den 1. januar 2003.

Stk. 2. Fondsrådets bekendtgørelse nr. 429 af 28. maj 2001 om god værdipapirhandelsskik ved handel med visse værdipapirer skal dog fortsat have gyldighed, indtil økonomi- og erhvervsministeren har udstedt regler på området.

§ 5

Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, men kan ved kongelig anordning sættes i kraft for disse landsdele med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger.

Lov nr. 453 af 10. juni 2003 indeholder følgende ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser:

§ 375. Loven træder i kraft den 1. januar 2004, jf. dog stk. 2 og 3.

Stk. 2-3. (Udeladt).

§§ 376-437. (Udeladt).

§ 438. Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, men kan ved kongelig anordning sættes i kraft for disse landsdele med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger, jf. dog stk. 2-4.

Stk. 2-4. (Udeladt).

Lov nr. 1171 af 19. december 2003 indeholder følgende ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser:

§ 6

Stk. 1. Loven træder i kraft den 1. januar 2004, jf. dog stk. 2 og 3.

Stk. 2. Økonomi- og erhvervsministeren fastsætter tidspunktet for ikrafttræden af lovens § 2. § 2 kan dog tidligst sættes i kraft med virkning fra det tidspunkt, hvor Haagerkonventionen om, hvilken lov der skal anvendes på visse rettigheder over værdipapirer, der opbevares af en mellemmand, træder i kraft i forhold til Den Europæiske Union.

Stk. 3. (Udeladt).

§ 7

Interne revisions- og vicerevisionschefer kan uanset forbuddet i lov om værdipapirhandel m.v. § 12 b, stk. 9, jf. denne lovs § 1, nr. 3, opretholde og udnytte økonomiske interesser, som vedkommende ejer ved lovens ikrafttræden.

§ 8

Stk. 1. Kapitel 18 a i lov om værdipapirhandel m.v. som affattet ved denne lovs § 1, nr. 12, finder anvendelse på aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, slutaftægning m.v. indgået efter lovens ikrafttræden.

Stk. 2. § 58 i lov om værdipapirhandel m.v., jf. lov bekendtgørelse nr. 587 af 9. juli 2002, som ændret ved § 426 i lov nr. 453 af 10. juni 2003, finder fortsat anvendelse for aftaler om netting indgået før lovens ikrafttræden.

§ 9

(Udeladt).

§ 10

Stk. 1. Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, men kan ved kongelig anordning sættes i kraft helt eller delvis for disse landsdele med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger, jf. dog stk. 2.

Stk. 2. (Udeladt).

Lov nr. 491 af 9. juni 2004 indeholder følgende ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser:

§ 6

Stk. 1. Loven træder i kraft den 1. januar 2005, jf. dog stk. 2 og 3.

Stk. 2. § 1, nr. 14, træder i kraft dagen efter bekendtgørelsen i Lovtidende.

Stk. 3. § 1, nr. 4, 7-10, 13, 30, 34, 37 og 41, § 2, nr. 1-3, 12 og 13, § 3, nr. 1 og 2, § 4, nr. 5, og § 5 træder i kraft den 1. juli 2004.

Stk. 4. Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, men kan ved kongelig anordning sættes i kraft for disse landsdele med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger.

Lov nr. 1383 af 20. december 2004 indeholder følgende ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser:

§ 17

Stk. 1. Loven træder i kraft den 1. januar 2005, jf. dog stk. 2-4.

Stk. 2-4. (udeladt)

§ 18

Stk. 1. Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, jf. dog stk. 2 og 3.

Stk. 2-3. (Udeladt)

Lov nr. 1460 af 22. december 2004 indeholder følgende ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser:

§ 3

Stk. 1. Loven træder i kraft den 1. april 2005, jf. dog stk. 2 og 3.

Stk. 2. § 1, nr. 2 og 3, 8-12, 14, 18-20, 22-24 og 30, samt § 2 træder i kraft den 1. juli 2005.

Stk. 3. § 1, nr. 7 og 21, træder i kraft den 1. januar 2005.

Stk. 4. Uanset reglerne i denne lovs § 1 kan kreditinstitutter, der er omfattet af undtagelsen i artikel 5, litra a, i direktiv 89/298/EØF, og som ikke er omfattet af § 23, stk. 5, nr. 8, til offentligheden i Danmark udbyde obligationer eller andre omsættelige værdipapirer svarende til obligationer, der udstedes løbende eller ad gentagne gange, indtil den 31. december 2008.

§ 4

Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, men kan ved kongelig anordning sættes i kraft helt eller delvis for disse landsdele med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger.

Lov nr. 411 af 1. juni 2005 indeholder følgende ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser:

§ 6

Stk. 1. Loven træder i kraft den 1. juli 2005

Stk. 2-4. (Udeladt)

§ 7

Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, men kan ved kongelig anordning sættes i kraft for disse landsdele med de afvigelser, som de særlige færøske eller grønlandske forhold tilsiger.

Lov nr. 604 af 24. juni 2005 indeholder følgende ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser:

§ 5

Stk. 1. Loven træder i kraft dagen efter bekendtgørelsen i Lovtidende, jf. dog stk. 2.

Stk. 2. (Udeladt)

Stk. 3. Lovens § 1, nr. 11, finder anvendelse på beslutninger om fremsættelse af overtagelsestilbud, der er truffet efter lovens ikrafttræden. Lovens § 1, nr. 14-16, finder anvendelse på overdragelser, jf. § 31, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., der foretages efter lovens ikrafttræden.

§ 6

Stk. 1. §§ 1-3 gælder ikke for Færøerne og Grønland, men kan ved kongelig anordning sættes i kraft for disse landsdele med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger.

Stk. 2. (Udeladt)

Lov nr. 1428 af 21. december 2005 indeholder følgende ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser:

§ 6

Loven træder i kraft den 1. januar 2006.

§ 10

Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, men §§ 1, 3 og 4 kan ved kongelig anordning sættes i kraft for disse landsdele med de afvigelser, som de særlige færøske eller grønlandske forhold tilsiger.

Lov nr. 116 af 27. februar 2006 indeholder følgende ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser:

§ 5

Loven træder i kraft den 1. marts 2006.

§ 6i

Stk. 1. Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, jf. dog stk. 2.

Stk. 2. §§ 1 og 2 kan ved kongelig anordning sættes i kraft for Færøerne og Grønland med de afvigelser, som de særlige færøske eller grønlandske forhold tilsiger.

Lov nr. 527 af 7. juni 2006 indeholder følgende ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser:

§ 4

Stk. 1. Loven træder i kraft den 1. januar 2007, jf. dog stk. 2.

Stk. 2. (Udeladt)

§ 5

(Udeladt)

§ 6

Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, men kan ved kongelig anordning sættes i kraft for disse landsdele med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger.

Lov nr. 108 af 7. februar 2007 har følgende ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser:

§ 21

Stk. 1. (Udeladt)

Stk. 2. (Udeladt)

Stk. 3. § 1, nr. 88, § 3, nr. 1, 3, 11, 24, 27, 30, 40-43, 58, 61, 62, 68, 69, 76, 81, 83, 85 og 86, § 6, nr. 1-9, § 7, § 8, nr. 3, 8 og 9, § 9, nr. 6 og 7, § 10, nr. 6, og §§ 11-15 træder i kraft den 15. februar 2007.

Stk. 4. § 1, nr. 2, 3, 54-60, 62, 63, 90, 93, 94, 105-109, 116, 118 og 119, § 3, nr. 74, og § 4 træder i kraft den 1. juni 2007.

Stk. 5. (Udeladt)

Stk. 6. § 1, nr. 88, § 3, nr. 62, § 11, nr. 1, § 12, nr. 12, og § 13, nr. 2, har virkning fra den 1. januar 2006.

Stk. 7. (Udeladt)

§ 22

Stk. 1. § 16 træder i kraft dagen efter bekendtgørelsen i Lovtidende.

Stk. 2. Uanset reglerne i denne lovs § 1 kan selskaber med tilladelse efter § 8, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. til at drive virksomhed som fondsbørs eller autoriseret markedsplads uden ny tilladelse fortsat drive denne virksomhed under overholdelse af reglerne for operatører af regulerede markeder.

Stk. 3. Uanset reglerne i denne lovs § 1 kan selskaber med tilladelse efter § 8, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. til at drive virksomhed som alternativ markedsplads uden ny tilladelse fortsat drive denne virksomhed under overholdelse af reglerne for selskaber, der driver multilaterale handelsfaciliteter, herunder alternative markedspladser.

Stk. 4. Uanset reglerne i denne lovs § 1 betragtes aktier, aktiecertifikater og obligationer, der er optaget til notering af en fondsbørs efter § 22 i lov om værdipapirhandel m.v. fortsat som noterede.

Stk. 5. Finansielle virksomheder, som den 1. november 2007 har tilladelse til at udføre aktiviteter i medfør af § 9, stk. 1, jf. § 7, stk. 2, § 8, stk. 2, § 9, stk. 2, § 10, stk. 2, eller § 403 i lov om finansiell virksomhed, kan fortsætte disse aktiviteter som hidtil.

Stk. 6. Selskaber, der den 1. november 2007 har tilladelse efter § 8, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., til pengemarkedsrådgivningsvirksomhed, kan fortsætte disse aktiviteter, hvis de inden den 1. februar 2008 anmelder aktiviteterne til Finanstilsynet. Finanstilsynet meddeler i henhold til § 9, stk. 1, i lov om finansiell virksomhed tilladelse til de anmeldte aktiviteter og tilladelse til formidling af ind- og udlån mellem deltagere på pengemarkedet. Selskaberne kan i perioden efter anmeldelsen og frem til, at Finanstilsynet har meddelt tilladelse i medfør af § 9, stk. 1, fortsætte med at udføre de anmeldte aktiviteter, herunder formidling af ind- og udlån mellem deltagere på pengemarkedet.

Stk. 7. En virksomhed eller person, der den 1. november 2007 driver virksomhed som investeringsrådgiver, jf. § 343 a i lov om finansiell virksomhed, jf. denne lovs § 3, nr. 59, og som senest den 1. februar 2008 indsender ansøgning om tilladelse i medfør af § 343 c i lov om finansiell virksomhed, jf. denne lovs § 3, nr. 59, kan fortsætte med at yde investeringsrådgivning, indtil Finanstilsynet har behandlet ansøgningen om tilladelse. En ansøgning anses for modtaget i Finanstilsynet, når oplysninger om samtlige de forhold, der er nævnt i § 343 c, er fremsendt til Finanstilsynet.

§ 23

Stk. 1. Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, jf. dog stk. 2 og 3.

Stk. 2. §§ 1-6, 13 og 14 kan ved kongelig anordning helt eller delvis sættes i kraft for Færøerne og Grønland med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger.

Stk. 3. (Udeladt)

Stk. 4. (Udeladt)

Lov nr. 181 af 28. februar 2007 har følgende ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser:

§ 8

Stk. 1. Loven træder i kraft den 1. januar 2008.

Stk. 2. Retsplejelovens kapitel 23 a som affattet ved denne lovs § 1, nr. 10, finder anvendelse i sager, der anlægges efter lovens ikrafttræden.

Stk. 3. Justitsministeren fremsætter forslag om revision af loven i folketingsåret 2010-11.

§ 9

Stk. 1. Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland.

Stk. 2. § 3 kan ved kongelig anordning sættes i kraft for Færøerne og Grønland

Stk. 3. §§ 5-7 kan ved kongelig anordning helt eller delvis sættes i kraft for Færøerne og Grønland med de afvigelser, som de særlige færøske eller grønlandske forhold tilsiger.

Lov nr. 576 af 6. juni 2007 har følgende ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser:

§ 12

Stk. 1. Loven træder i kraft den 1. juli 2007, jf. dog stk. 2 og 3.

Stk. 2. (Udeladt)

Stk. 3. (Udeladt)

§ 13

(Udeladt)

§ 14

Stk. 1. Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, jf. dog stk. 2 og 3.

Stk. 2. §§ 1-5 kan ved kongelig anordning helt eller delvis sættes i kraft for Færøerne og Grønland med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger.

Stk. 3. (Udeladt)

Lov nr. 515 af 17. juni 2008 har følgende ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser:

§ 10

Stk. 1. Loven træder i kraft den 1. juli 2008, jf. dog stk. 2.

Stk. 2. (Udeladt)

§ 11

Stk. 1. Lovens §§ 1-5 og 7-9 gælder ikke for Færøerne og Grønland, jf. dog stk. 2-4.

Stk. 2. (Udeladt).

Stk. 3. §§ 1, 2 og 4 kan helt eller delvis sættes i kraft for Færøerne med de afvigelser, som de særlige færøske forhold tilsiger.

Stk. 4. §§ 1-5 og 9 kan helt eller delvis sættes i kraft for Grønland med de afvigelser, som de særlige grønlandske forhold tilsiger.

Lov nr. 517 af 17. juni 2008 har følgende ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser:

§ 13

Stk. 1. Loven træder i kraft den 1. juli 2008, jf. dog stk. 2-5.

Stk. 2. (Udeladt)

Stk. 3. (Udeladt)

Stk. 4. (Udeladt)

Stk. 5. (Udeladt)

§ 14

Stk. 1. Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, jf. dog stk. 2 og 3.

Stk. 2. § 1, 2, 6, 10 og 12 kan ved kongelig anordning helt eller delvis sættes i kraft for Færøerne og Grønland med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger.

Stk. 3. (Udeladt)

Økonomi- og Erhvervsministeriet, den 19. august 2008

Bendt Bendtsen

/ Henrik Bjerre-Nielsen

Officielle noter

[1\)](#) Loven indeholder bestemmelser, der gennemfører Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF af 19. maj 1998 om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer, (EF-Tidende 1998 nr. L 166, s. 45) (finality-direktivet), dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/64/EF af 7. november 2000, (EF-Tidende 2000 nr. L 290, s. 27), om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, 92/49/EØF, 92/96/EØF og 93/22/EØF (udveksling af oplysninger med tredjelande), dele af direktiverne 79/279/EØF, 80/390/EØF, 82/121/EØF og 88/627/EØF, der nu er sammenskrevet i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/34/EF af 28. maj 2001 vedrørende betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om disse værdipapirer, (EF-Tidende 2001 nr. L 184, s. 1) (betingelses- og oplysningsdirektivet), Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/47/EF af 14. juni 2002 om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, (EF-Tidende 2002 nr. L 168, s. 43) (collateral-direktivet), Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug), (EU-Tidende 2003 nr. L 96, s. 16) (markedsmisbrugsdirektivet), dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF, (EU-Tidende

2003 nr. L 345, s. 64) (prospektdirektivet), Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation, (EU-Tidende 2003 nr. L 339, s. 70), Kommissionens direktiv 2004/72/EF af 29. april 2004 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF, for så vidt angår accepteret markedspraksis, definition af intern viden i forbindelse med varederivater, udarbejdelse af lister over insidere, anmeldelse af ledende medarbejderes transaktioner og af mistænkelige transaktioner, (EU-Tidende 2004 nr. L 162, s. 70), dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud, (EU-Tidende 2004 nr. L 142, side 12) (overtagelsesdirektivet), dele af Europaparlamentets og Rådets direktiv 2004/109 EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF, (EU-Tidende 2004 nr. L 390, s.38) (gennemsigtighedsdirektivet), dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF, (EU-Tidende 2004 nr. L 145, s. 1) (MiFID-direktivet), og dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/31/EF af 5. april 2006 om ændring af direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter, for så vidt angår visse frister, (EU-Tidende 2006 nr. L 114, s. 60) (udsættelsesdirektivet).

Bilag 8 – BEK nr. 1189 af 10 oktober 2007 om indberetning af transaktioner med værdipapirer

Bekendtgørelse om indberetning af transaktioner med værdipapirer 1)

I medfør af § 33, stk. 5, § 93, stk. 3, og § 93, stk. 4, i lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 1077 af 4. september 2007 med de ændringer, der følger af lov nr. 108 af 7. februar 2007, fastsættes:

Indberetning af transaktioner, der er gennemført med værdipapirer, som er optaget til handel på et reguleret marked

§ 1. Værdipapirhandlere, som er omfattet af kapitel 9 i lov om værdipapirhandel m.v., har pligt til at indberette oplysninger om transaktioner med værdipapirer, der er optaget til handel på et reguleret marked her i landet, et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område. Indberetningen skal ske hurtigst muligt og senest ved det regulerede markedes lukketid hverdagen efter transaktionens gennemførelse.

Stk. 2. Oplysningerne kan indberettes af værdipapirhandleren selv, en tredjemand på værdipapirhandlerens vegne, eller af et match- eller rapporteringssystem, der er godkendt af Finanstilsynet, eller af operatøren af det regulerede marked eller det selskab, der driver den multilaterale handelsfacilitet, gennem hvis systemer transaktionen er gennemført.

Stk. 3. Finanstilsynet kan godkende match- og rapporteringssystemer, der opfylder kravene angivet i artikel 12 i Kommissionens forordning om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår registreringsforpligtelser for investeringsselskaber, indberetning af transaktioner, markedsgennemsigtighed, optagelse af finansielle instrumenter til handel samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv.

Stk. 4. Indberetning af transaktioner skal ske til Finanstilsynet eller den, som Finanstilsynet har bemyndiget til at modtage indberetningerne på Finanstilsynets vegne.

Stk. 5. Indberetning af transaktioner skal ske i et eller flere formater fastsat af Finanstilsynet.

Stk. 6. Ved indberetning af transaktioner omfattet af stk. 1, med undtagelse af transaktioner i obligationer og investeringsforeningsbeviser, skal indberetningen indeholde oplysninger om depotnummer samt navn på den kunde, på hvis vegne værdipapirhandleren har gennemført transaktionen.

Stk. 7. For indberetning af transaktioner gælder i øvrigt Kommissionens forordning om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår registreringsforpligtelser for investeringsselskaber, indberetning af transaktioner, markedsgennemsigtighed, optagelse af finansielle instrumenter til handel samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv.

Indberetning af transaktioner, der er gennemført med værdipapirer, som er optaget til handel på en alternativ markedsplads

§ 2. Værdipapirhandlere, som er omfattet af kapitel 9 i lov om værdipapirhandel m.v., har pligt til at indberette oplysninger om transaktioner med værdipapirer, der er optaget til handel på en alternativ markedsplads. Indberetningen skal ske hurtigst muligt og senest ved den alternative markedsplads' lukketid hverdagen efter transaktionens gennemførelse.

Stk. 2. Ved en transaktion forstås køb og salg af et finansielt instrument, dog ikke værdipapirfinansieringstransaktioner, udnyttelse af optioner eller covered warrants eller primærmarkedstransaktioner (så som udstedelse, tildeling eller tegning) i finansielle instrumenter.

Stk. 3. Ved værdipapirfinansieringstransaktioner forstås ud- eller indlån af aktier eller andre finansielle instrumenter, genkøbs- eller omvendte genkøbsforretninger eller buy/sell-back-forretninger.

Stk. 4. Oplysningerne kan indberettes af værdipapirhandleren selv, en tredjemand på værdipapirhandlerens vegne, eller af et match- eller rapporteringssystem, der er godkendt af Finanstilsynet, eller af det selskab, der driver den alternative markedsplads eller multilaterale handelsfacilitet, gennem hvis systemer transaktionen er gennemført.

Stk. 5. Finanstilsynet kan godkende match- og rapporteringssystemer, der

- 1) sikrer de indberettede datas sikkerhed og fortrolighed,
- 2) indeholder mekanismer til identificering og korrektion af fejl i en indberetning,
- 3) indeholder mekanismer til autentifikation af kilden til indberetningen,
- 4) omfatter passende sikkerhedsforanstaltninger, sådan at indberetningen kan genoptages snarest muligt i tilfælde af systemsvigt, og
- 5) muliggør indberetning af de oplysninger, der kræves efter § 3 i det format, som Finanstilsynet fastsætter, og inden for den frist, der er fastsat i stk. 1.

Stk. 6. Indberetning af transaktioner skal ske til Finanstilsynet eller til den, som Finanstilsynet har bemyndiget til at modtage indberetningerne på Finanstilsynets vegne.

Stk. 7. Indberetning af transaktioner skal ske i et eller flere formater fastsat af Finanstilsynet.

Stk. 8. Indberetning af transaktioner skal ske elektronisk. Finanstilsynet kan i særlige tilfælde dispensere herfra, hvis indberetning af transaktioner kan ske på et andet medium, som muliggør lagring af oplysningerne på en måde, der giver Finanstilsynet adgang til dem til fremtidig brug.

§ 3. Indberetning af transaktioner med værdipapirer, der er optaget til handel på en alternativ markedsplads, skal indeholde følgende oplysninger:

- 1) Identifikation af det indberettende selskab.

- 2) Handelsdag.
- 3) Handelstidspunkt.
- 4) Købs- og salgsindikator.
- 5) Handelskapacitet.
- 6) Identifikation af værdipapiret (instrumentet).
- 7) Værdipapirets kodetype.
- 8) Identifikation af det underliggende værdipapir.
- 9) Kodetypen for identifikation af det underliggende instrument.
- 10) Instrumenttype.
- 11) Forfaldsdag.
- 12) Derivattype.
- 13) Put/call.
- 14) Aftalekurs.
- 15) Prismultiplikator.
- 16) Enhedspris.
- 17) Prisnotering.
- 18) Kvantitet.
- 19) Kvantitetsnotering.
- 20) Modpart.
- 21) Identifikation af handelssystem.
- 22) Transaktionens referencenummer.
- 23) Annulleringsangivelse.
- 24) Depotnummer på den kunde, på hvis vegne værdipapirhandleren har gennemført transaktionen.
- 25) Navn på den kunde, på hvis vegne værdipapirhandleren har gennemført transaktionen.

Stk. 2. Stk. 1, nr. 24 og 25, finder ikke anvendelse på indberetninger af transaktioner i obligationer og investeringsforeningsbeviser.

Stk. 3. Uanset stk. 1 skal indberetningen kun omfatte de oplysninger, som er relevante for den pågældende type af værdipapirer, og som Finanstilsynet har oplyst, at Finanstilsynet ikke allerede er i besiddelse af eller ikke har adgang til på anden vis.

Stk. 4. Med henblik på identifikation af en modpart til transaktionen, hvis modparten er en alternativ markedsplads eller et andet foretagende, der handler som central modpart, fremlægger Finanstilsynet en liste over identifikationskoder for de alternative markedspladser og alle andre foretagender, der handler som centrale modparter for en alternativ markedsplads.

Straffe- og ikrafttrædelsesbestemmelser

§ 4. Overtrædelse af § 1, stk. 1, 4, 5 og 6, § 2, stk. 1, 6, 7 og 8, § 3, stk. 1, straffes med bøde.

Stk. 2. Overtrædelse af artikel 7, 8, 12, stk. 1, og 13, stk. 1, i Kommissionens forordning om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår registreringsforpligtelser for investeringsselskaber, indberetning af transaktioner, markedsgennemsigthed, optagelse af finansielle instrumenter til handel samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv straffes med bøde.

Stk. 3. Der pålægges selskaber m.v. (juridiske personer) strafansvar efter reglerne i straffelovens 5. kapitel, jf. § 93, stk. 5, i lov om værdipapirhandel m.v.

§ 5. Bekendtgørelsen træder i kraft den 1. november 2007, jf. dog stk. 2.

Stk. 2. Kravet i § 1, stk. 6, og § 3, stk. 1, nr. 25 om, at indberetninger skal indeholde oplysninger om navn på den kunde, på hvis vegne værdipapirhandleren har gennemført transaktionen, finder anvendelse på indberetninger, der foretages fra den 1. juli 2008.

Stk. 3. Samtidig ophæves bekendtgørelserne nr. 414 af 21. maj 2001 om indberetning af handler med værdipapirer, der er noteret på en fondsbørs m.v. og nr. 306 af 26. marts 2007 om indberetning af transaktioner med værdipapirer.

Finanstilsynet, den 10. oktober 2007

Henrik Bjerre Nielsen

/ Mads Mathiassen

1) Bekendtgørelsen indeholder bestemmelser, der gennemfører dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF (EU-Tidende 2004, nr. L 145, s. 1), (MiFID-direktivet) og dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/31/EF af 5. april 2006 om ændring af direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter for så vidt angår visse frister (EU-Tidende 2006, nr. L 114, s. 60), (udsættelsesdirektivet).

Bilag 9 – BEK nr. 1178 af 11 oktober 2007 om bindende prisstillelser på aktier , samt gennemsigtighed for handel med værdipapirer

Bekendtgørelse om bindende prisstillelser på aktier samt gennemsigtighed for handel med værdipapirer [1\)](#)

I medfør af § 18 b, stk. 4 og 5, § 33 a, stk. 4, § 33 b, stk. 3 og 4, § 42, stk. 3 og 4, § 93, stk. 3, og § 93, stk. 4, i lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 1077 af 4. september 2007 med de ændringer, der følger af lov nr. 108 af 7. februar 2007, fastsættes:

Definitioner

§ 1. I denne bekendtgørelse forstås ved:

- 1) Handelssystem: Et reguleret marked, en multilateral handelsfacilitet eller en værdipapirhandler, der systematisk internaliserer.
- 2) »Almindelig åbningstid« for et handelssystem eller en værdipapirhandler: Det tidsrum, som handelssystemet eller værdipapirhandleren på forhånd har fastsat og offentliggør som sin åbningstid.
- 3) Handelsdag: En hvilken som helst dag, hvor handelssystemet er åbent for handel.
- 4) Handelsdags åbning: Det tidspunkt, hvor handelssystemets almindelige åbningstid begynder.
- 5) Afslutning af en handelsdag: Det tidspunkt, hvor handelssystemets almindelige åbningstid slutter.
- 6) Transaktion: Køb og salg af et finansielt instrument, dog ikke værdipapirfinansieringstransaktioner, udnyttelse af optioner eller covered warrants eller primærmarkedstransaktioner (såsom udstedelse, tildeling eller tegning) i finansielle instrumenter.
- 7) Værdipapirfinansieringstransaktion: Ud- og indlån af aktier eller andre finansielle instrumenter, genkøbs- eller omvendte genkøbsforretninger eller buy/sell-back-forretninger.
- 8) Professionel kunde: En kunde, som er omfattet af betingelserne i bilag 1 eller bilag 2 til bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel.
- 9) Detalkunde: En kunde, som ikke er professionel kunde.
- 10) Likvidt marked: Et marked for en aktie anses for at være likvidt, hvis aktien handles dagligt med et frit omløb på ikke under 500 mio. EUR, antallet af gennemsnitlige daglige transaktioner er på ikke under 500 og den gennemsnitlige daglige omsætning er på ikke under 2 mio. EUR.

Værdipapirhandleres pligt til at offentliggøre priser på aktier optaget til handel på et reguleret marked (systematisk internalisering)

§ 2. Værdipapirhandlere, som er omfattet af kapitel 9 i lov om værdipapirhandel m.v., og som systematisk internaliserer i aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked her i landet eller

et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, skal offentliggøre bindende priser på de pågældende aktier i overensstemmelse med reglerne § 2, stk. 2-9 samt §§ 3-6 i denne bekendtgørelse.

Stk. 2. Værdipapirhandleren skal kun stille bindende priser, hvis der findes et likvidt marked for den pågældende aktie. Hvis der ikke findes et likvidt marked for den aktie, der systematisk internaliseres i, skal værdipapirhandleren meddele bindende priser efter anmodning.

Stk. 3. Stk. 1 og 2 finder kun anvendelse for handler op til normal markedsstørrelse.

Stk. 4. Værdipapirhandleren kan bestemme inden for hvilken eller hvilke størrelser, værdipapirhandleren vil stille priser. Værdipapirhandleren kan således differentiere sine priser i forhold til størrelsen.

Stk. 5. Når værdipapirhandleren stiller priser, skal prisstillelsen omfatte en bindende købs- eller salgspris, eller priser for en eller flere mængder op til normal markedsstørrelse for den aktieklasse, som aktien tilhører. Priserne skal afspejle de gældende markedsvilkår for den pågældende aktie.

Stk. 6. Markedet for hver enkelt aktie udgøres af alle ordrer udført i Den Europæiske Union vedrørende denne aktie, bortset fra ordrer, der er store i forhold til den normale markedsstørrelse.

Stk. 7. Finanstilsynet offentliggør årligt, til hvilken aktieklasse den enkelte aktie hører.

Stk. 8. Værdipapirhandleren skal underrette Finanstilsynet, når værdipapirhandleren påbegynder systematisk internalisering eller ophører hermed.

Stk. 9. For værdipapirhandlerens offentliggørelse af priser gælder i øvrigt Kommissionens forordning om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår registreringsforpligtelser for investeringsselskaber, indberetning af transaktioner, markeds gennemsigthed, optagelse af finansielle instrumenter til handel samt definition af begreber med henblik på nævnte direktiv.

§ 3. Priserne skal offentliggøres løbende i den almindelige åbningstid. Offentliggørelse skal ske på en måde, der er let tilgængelig for andre markedsdeltagere og på rimelige forretningsmæssige vilkår.

Stk. 2. Værdipapirhandleren har ret til at opdatere sine prisstillelser på et hvilket som helst tidspunkt.

Stk. 3. Værdipapirhandleren kan trække sine prisstillelser tilbage under usædvanlige markedsforhold.

§ 4. Værdipapirhandleren, der systematisk internaliserer, skal udføre ordrer fra detailkunder til de priser, der er stillet på det tidspunkt, hvor ordrerne modtages. Ordre skal udføres på de for kunden gunstigste vilkår i overensstemmelse med reglerne herom i bekendtgørelse om værdipapirhandleres udførelse af ordrer.

Stk. 2. Værdipapirhandleren skal udføre ordrer fra professionelle kunder til de priser, der er stillet på det tidspunkt, hvor ordrene modtages. Dog kan værdipapirhandleren udføre sådanne ordrer til bedre priser i berettigede tilfælde, hvis disse priser falder inden for et offentliggjort interval, som ligger tæt på markedsvilkårene, og hvis ordrene er af et omfang, der er større end omfanget af de ordrer, en detailkunde almindeligvis afgiver.

Stk. 3. Værdipapirhandleren kan udføre ordrer fra professionelle kunder til priser, der er forskellige fra de stillede priser, uden at betingelserne i stk. 2 er opfyldt, for så vidt angår transaktioner, hvor udførelsen i flere værdipapirer er en del af én transaktion, eller hvor ordren afhænger af andre vilkår end den pågældende markedspris.

Stk. 4. Hvis værdipapirhandleren, der kun stiller én pris, eller hvis største mængde, for hvilken der stilles en pris, er mindre end normal markedsstørrelse, modtager en ordre, der er større end værdipapirhandlerens prisstillelse, men mindre end den normale markedsstørrelse, kan værdipapirhandleren udføre den del af ordren, der går ud over, hvad værdipapirhandlerens prisstillelse dækker, forudsat at denne del af ordren udføres til den fastsatte pris.

Stk. 5. Hvis værdipapirhandleren stiller priser i flere størrelser og modtager en ordre af et omfang, der ligger mellem disse prisstillelser, og værdipapirhandleren vælger at udføre ordren, skal værdipapirhandleren udføre ordren til en af de stillede priser i overensstemmelse med reglerne for behandling af kundeordrer i bekendtgørelsen om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel.

§ 5. Værdipapirhandleren, der systematisk internaliserer, har ret til på grundlag af sin forretningspolitik og på en objektiv, ikke diskriminerende måde at beslutte, hvilke investorer værdipapirhandleren giver adgang til sine prisstillelser, forudsat at der er klare kriterier for styring af adgangen til disse prisstillelser.

Stk. 2. Værdipapirhandleren kan på grundlag af kommercielle overvejelser nægte at etablere forretningsforbindelser med investorer eller afbryde sådanne. Kommercielle overvejelser kan f.eks. vedrøre:

- 1) Investorens kreditværdighed.
- 2) Modpartsrisiko.
- 3) Endelig afvikling af transaktionen.

§ 6. For at begrænse risikoen for at blive udsat for gentagne transaktioner med samme kunde har værdipapirhandleren, der systematisk internaliserer, ret til på en ikke-diskriminerende måde at begrænse antallet af transaktioner fra samme kunde, som værdipapirhandleren påtager sig at indgå på de offentliggjorte betingelser.

Stk. 2. Værdipapirhandleren har ret til på en ikke-diskriminerende måde og i overensstemmelse med reglerne for behandling af kundeordrer i bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel at begrænse det samlede antal af transaktioner fra forskellige kunder på samme tid, hvis antallet eller omfanget af ordrer, som kunderne ønsker udført, væsentligt overstiger det normale omfang.

Offentliggørelse af oplysninger om pris, mængde og tidspunkt for transaktioner, der er gennemført med andre værdipapirer end aktier, og som er optaget til handel på et reguleret marked

§ 7. Operatører af regulerede markeder og selskaber, der driver multilaterale handelsfaciliteter, skal offentliggøre pris, mængde og tidspunkt for transaktioner, der er gennemført inden for deres systemer med realkreditobligationer, særligt dækkede obligationer, særligt dækkede realkreditobligationer, erhvervsobligationer eller andele i kollektive investeringsordninger, der er optaget til handel på et reguleret marked her i landet, i overensstemmelse med §§ 8-12 i denne bekendtgørelse.

Stk. 2. Værdipapirhandlere, som er omfattet af kapitel 9 i lov om værdipapirhandel m.v., og som for egen regning eller en kundes regning gennemfører transaktioner med realkreditobligationer, særligt dækkede obligationer, særligt dækkede realkreditobligationer, erhvervsobligationer eller andele i kollektive investeringsordninger, der er optaget til handel på et reguleret marked her i landet, uden for et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, skal offentliggøre pris, mængde og tidspunkt for transaktionens gennemførelse i overensstemmelse med §§ 8-12 i denne bekendtgørelse.

Stk. 3. Oplysningerne skal gøres tilgængelige for offentligheden på rimelige forretningsmæssige vilkår, så tæt på realtid som muligt og på en måde, som er let tilgængelig for andre markedsdeltagere.

§ 8. Offentliggørelsen af pris, mængde og tidspunkt for transaktioner omfattet af § 7 skal indeholde følgende oplysninger:

- 1) Handelsdagen, hvor transaktionen blev udført.
- 2) Tidspunktet for transaktionens gennemførelse.
- 3) Identificering af værdipapiret (instrumentet) ved angivelse af fondskode (ISIN - International Securities Identification Number).
- 4) Handelskursen på værdipapiret eksklusiv provision og eventuelle påløbne renter.
- 5) Valutaen, i hvilken prisen er angivet.
- 6) Handelsmængde.
- 7) Identificering af handelssystemet, hvor transaktionen er udført eller, hvis der ikke er tale om et handelssystem, angivelsen af »OTC«.
- 8) Eventuelle ændringer i tidligere offentliggjorte oplysninger.

Stk. 2. Hvis en transaktion udføres uden for et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, skal en af følgende værdipapirhandlere efter aftale mellem parterne sørge for at offentliggøre oplysningerne som angivet i stk. 1:

- 1) den værdipapirhandler, der sælger det pågældende værdipapir,
- 2) den værdipapirhandler, der handler på vegne af eller sørger for transaktionen for sælger
- 3) den værdipapirhandler, der handler på vegne af eller sørger for transaktionen for køber eller
- 4) den værdipapirhandler, der køber det pågældende værdipapir.

Stk. 3. Hvis der ikke foreligger en aftale, påhviler pligten den værdipapirhandler, der sælger det pågældende værdipapir, subsidiært den værdipapirhandler, der handler på vegne af eller sørger for transaktionen for sælger, mere subsidiært den værdipapirhandler, der handler på vegne af eller sørger for transaktionen for køber, eller mest subsidiært den værdipapirhandler, der køber det pågældende værdipapir.

Stk. 4. Parterne skal tage rimelige skridt for at sikre, at transaktionen offentliggøres som en enkelt transaktion. I den forbindelse betragtes to handler, der modsvarer hinanden, og som indgås samtidig og til samme kurs med samme modpart, som en enkelt transaktion.

§ 9. Offentliggørelse af oplysninger om transaktioner med realkreditobligationer, særligt dækkede obligationer, særligt dækkede realkreditobligationer og erhvervsobligationer kan forsinkes, jf. stk. 2 og 3, hvis transaktionen foretages mellem en værdipapirhandler, der handler for egen regning, og en af værdipapirhandlerens kunder.

Stk. 2. Offentliggørelse af oplysningerne om transaktioner med realkreditobligationer, særligt dækkede obligationer og særligt dækkede realkreditobligationer kan forsinkes indtil handelsdagens afslutning, hvis transaktionen er lig med eller større end 100 mio. kr.

Stk. 3. Offentliggørelse af oplysninger om transaktioner med erhvervsobligationer kan forsinkes indtil handelsdagens afslutning, hvis transaktionen er lig med eller større end 20 mio. kr.

§ 10. Oplysninger om transaktioner, der gennemføres i et reguleret markeds system eller en multilateral handelsfacilitets system i den almindelige åbningstid, offentliggøres så tæt på realtid som muligt, dog senest tre minutter efter, at transaktionen har fundet sted.

Stk. 2. Oplysninger om transaktioner, der gennemføres i et reguleret markeds system eller en multilateral handelsfacilitets system uden for den almindelige åbningstid, offentliggøres, før den næste handelsdag for det handelssystem, hvor transaktionen fandt sted, begynder.

Stk. 3. Oplysninger om transaktioner, der finder sted uden for et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, offentliggøres så tæt på realtid som muligt, dog senest 3 minutter efter transaktionen har fundet sted, hvis transaktionen finder sted i løbet af en handelsdag på det marked, hvor det pågældende værdipapir er optaget til handel, eller i værdipapirhandlerens almindelige åbningstid.

Stk. 4. Hvis transaktionen ikke er omfattet af stk. 3 og finder sted uden for et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, skal oplysninger om transaktionen offentliggøres umiddelbart ved begyndelse af værdipapirhandlerens almindelige åbningstid, eller senest før den næste handelsdag begynder på det marked, hvor det pågældende værdipapir er optaget til handel.

§ 11. Oplysningerne betragtes som offentliggjort eller gjort tilgængelige for offentligheden, når de stilles til rådighed via

- 1) faciliteterne på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet,
- 2) en tredjeparts faciliteter, eller

3) værdipapirhandlerens egne faciliteter.

§ 12. Ordninger til brug for offentliggørelse af oplysninger skal opfylde følgende betingelser:

1) De skal omfatte alle nødvendige foranstaltninger, der sikrer, at de oplysninger, der skal offentliggøres, er pålidelige, konstant kontrolleres for fejl og korrigeres, så snart der konstateres fejl.

2) De skal lette konsolideringen af disse data med lignende data fra andre kilder.

3) Oplysningerne skal stilles til rådighed for offentligheden på et ikke-diskriminerende grundlag.

Straffe- og ikrafttrædelsesbestemmelser

§ 13. Overtrædelse af § 2, stk. 1, 2, 5 og 8, § 3, stk. 1, og §§ 4-10 straffes med bøde.

Stk. 2. Overtrædelse af artikel 17, 24, 25, 27 og 29 i Kommissionens forordning om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår registreringsforpligtelser for investeringsselskaber, indberetning af transaktioner, markedsgennemsigtighed, optagelse af finansielle instrumenter til handel samt definition af begreber med henblik på nævnte direktiv straffes med bøde.

Stk. 3. Der kan pålægges selskaber m.v. (juridiske personer) strafansvar efter reglerne i straffelovens 5. kapitel, jf. § 93, stk. 5, i lov om værdipapirhandel m.v.

§ 14. Bekendtgørelsen træder i kraft den 1. november 2007, jf. dog stk. 2.

Stk. 2. Kravet i § 1, stk. 6, og § 3, stk. 1, nr. 25, om at indberetninger skal indeholde oplysninger om navn på den kunde, på hvis vegne værdipapirhandleren har gennemført transaktionen, finder anvendelse på indberetninger, der foretages fra den 1. juli 2008.

Stk. 3. Samtidig ophæves bekendtgørelse nr. 389 af 26. april 2007 om bindende prisstillelser på aktier samt gennemsigtighed for handel med værdipapirer.

Stk. 4. Værdipapirhandlere, som inden den 1. november 2007 allerede foretager systematisk internalisering i aktier, skal senest den 1. november 2007 underrette Finanstilsynet herom.

Finanstilsynet, den 11. oktober 2007

Henrik Bjerre-Nielsen
/ Mads Mathiasen
Officielle noter

[1](#)) Bekendtgørelsen indeholder bestemmelser, der gennemfører dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF (EU-Tidende 2004, nr. L 145, s. 1), (MiFID-direktivet) og dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/31/EF af 5. april 2006 om ændring af direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter, for så vidt angår visse frister (EU-Tidende 2006 nr. L 114, s. 60), (udsættelsesdirektivet).

Bilag 10 – Systematiske Internaliserer

http://mifidatabase.cesr.eu/Index.aspx?sectionlinks_id=16&language=0&pageName=MiFIDSystematicSearch&subsection_id=0



[Larger fonts](#)

Site search

Username Password

[Home](#) [Shares admitted to trading on EU Regulated Markets](#) [Systematic Internalisers](#) [Multilateral Trading Facilities](#) [Regulated Markets](#) [Central Counterparty](#)

Systematic Internalisers

According to Article 21, paragraph 4, of Commission Regulation n 1287/2006 of 10 August 2006, each competent authority has to ensure the maintenance and publication of a list of all systematic internalisers, in respect of securities admitted to trading on a regulated market, which it has authorised as investment firms, and review the list at least annually.

According to Article 34, paragraph 5, of the same Regulation CESR has to publish on its website the consolidation of every systematic internaliser. The list published by CESR represents the consolidation of national lists communicated by CESR members. This list will be regularly updated.

CESR has previously included some branches in the list of systematic internalisers. In order to clarify on which branches are included in the database, CESR announced in the Feedback Statement on Improving the Functioning of the MiFID Database (Ref. CESR/08-147) that it will provide additional clarifications on what basis a branch's systematic internalisation activity can be considered to be separate from the head office's one and publish it on its website. Pending the results of this work, CESR has decided on 28 July to remove all the branches of EEA investment firms from the database in order to ensure that the database provides uniform minimum information for all EEA Member States.

Search

Version date:

19

August

[View all](#)

[Reset search fields](#)

Search complete and partial BIC codes and systematic names:

BIC Code

Name

Go

[Download results as
CSV](#)

10 results found

1

Page

BIC Code	Name	Authority	Count
DEUTDEFFXXX	Deutsche Bank Aktiengesellschaft, Frankfurt/Main, Germany	BaFin	DE
DABADKKKXXX	Danske Bank	Finanstilsynet	DK
NDEADKKKXXX	Nordea Bank Danmark A/S	Finanstilsynet	DK
LEBEGB21XXX	Lehman Brothers International Europe	FSA	GB
SBILGB2LXXX	Citigroup Global Markets Limited	FSA	GB
SBUKGB21XXX	Citigroup Global Markets U.K. Equity Limited	FSA	GB
UBSWGB24XXX	UBS Ltd	FSA	GB
UBSWGB2LXXX	UBS AG (London Branch)	FSA	GB
VOLKGB21XXX	Credit Suisse Securities Europe Ltd	FSA	GB
 ABNANL2AXXX	ABN AMRO BANK N.V.	NL AFM	NL

[Download results as
CSV](#)

10 results found

1

Page



Copyright 2006/Created by Lixao

Bilag 11 – kapitel 9 fra BEK nr. 686 af 20. juni 2007 om god skik

Kapitel 9

Særlige regler om værdipapirhandel

§ 32. Såfremt et pengeinstitut eller en værdipapirhandler anbefaler eller medvirker til særligt risikofyldte investeringer, skal der i samarbejde med kunden foretages en omhyggelig vurdering af kundens muligheder for at bære et eventuelt tab.

Stk. 2. Forespørger en kunde på eget initiativ et pengeinstitut eller en værdipapirhandler om en investering eller finansiering af en investering, hvis konsekvenser overstiger kundens økonomiske formåen, skal pengeinstituttet eller værdipapirhandleren fraråde en sådan disposition.

§ 33. En værdipapirhandler skal udføre værdipapirhandel for sine kunder i deres bedste interesse og under hensyn til markedets integritet.

Stk. 2. En værdipapirhandler skal bestræbe sig på, at der ikke opstår interessekonflikter og sørge for, hvis disse ikke kan undgås, at kunderne behandles korrekt, at interessekonflikter varetages på en redelig måde, og at kunderne oplyses om interessekonflikterne.

§ 34. Ved etablering af et kundeforhold omfattende handel med værdipapirer skal der indgås en aftale, jf. § 6, der i det omfang det er relevant, indeholder følgende oplysninger:

- 1) Kundens navn, adresse, CVR- eller CPR-nummer, samt hvem der eventuelt kan disponere på kundens vegne.
- 2) Selskabets eller filialens navn, adresse, hjemsted og juridiske form.
- 3) Om selskabet indgår i en koncern og i givet fald hvilken.
- 4) Navnet på den myndighed, der fører tilsyn med den finansielle virksomhed.
- 5) De finansielle ydelser samt værdipapirer omfattet af § 2 i lov om værdipapirhandel m.v. som aftalen med kunden omfatter.
- 6) De investorgarantiordninger som de relevante værdipapirer og kontante indeståender er dækket af, dækningens omfang, beregning af det dækkede beløb, og hvorledes en kunde skal forholde sig, hvis der skal ske udbetaling fra investorgarantiordningen, samt, hvor det er relevant, oplysninger om andre garantiordninger i clearinghuse, herunder Værdipapircentralen A/S.
- 7) Bestemmelser om opbevaring af kundernes værdipapirer og kontante midler, herunder om kundernes værdipapirer opbevares i samledepot.
- 8) Hvor ofte den finansielle virksomhed rapporterer til kunden i form af kontoudskrifter, notaer og lignende samt indholdet af denne rapportering.
- 9) Aftalens løbetid, opsigelsesvarsel samt adgang til ændringer af aftalen.
- 10) Konsekvenser i tilfælde af kundens misligholdelse af aftalen.
- 11) Værdipapirhandlerens beregningsmetode for omkostninger, herunder hvorvidt der anvendes tillæg henholdsvis fradrag for handelskursen.

Stk. 2. Aftaler om porteføljepleje skal indeholde oplysninger om kundens målsætninger og risikoprofil, inden for hvilke rammer værdipapirhandleren kan disponere, værdiansættelsesprincipper for de værdipapirer, der indgår i porteføljen, samt eventuel anvendelse af benchmark.

Stk. 3. Oplysninger om principperne for en eventuel kursfastsættelse kan gives ved henvisninger til forretningsbetingelser eller lignende.

§ 35. En værdipapirhandler skal indhente oplysninger om kundens finansielle situation, erfaring med de relevante finansielle ydelser, formål med at få ydelsen leveret samt risikovillighed og på grundlag heraf rådgive kunden om, hvorvidt de konkrete finansielle ydelser er egnede for kunden.

Omfanget og karakteren af de oplysninger, der indhentes, og den rådgivning, der gives, skal afpasses efter de konkrete ydelser og de oplysninger, som kunden allerede har modtaget.

Stk. 2. Har en kunde et løbende kundeforhold med værdipapirhandleren, herunder om adgang til at handle ved hjælp af elektronisk kommunikation, kan værdipapirhandleren og kunden aftale, i hvilket omfang værdipapirhandleren kan tilbyde kunden finansielle ydelser uden samtidig løbende rådgivning.

Stk. 3. Såfremt kunden anmoder værdipapirhandleren om at levere ydelser, der ikke er omfattet af aftalen i henhold til stk. 2, skal kunden oplyses om, at den pågældende ydelse falder uden for aftalen. Ydelsen kan kun leveres, hvis kunden herefter over for værdipapirhandleren har bekræftet, at ydelsen ønskes leveret.

§ 36. Hvis en værdipapirhandler ikke kan eller ikke ønsker at levere en finansiell ydelse, skal værdipapirhandleren straks give kunden meddelelse herom.

§ 37. En værdipapirhandler skal, hvis ikke andet er aftalt med kunden, mindst én gang om året fremsende en engagementsoversigt til kunden. Oversigten skal indeholde oplysninger om værdipapirbeholdninger, indeståender og værdipapirudlån.

Bilag 12 – BEK nr. 72 af 31 januar 2003 om god værdipapirhandelsskik, samt vejledning

Bekendtgørelse nr. 72 af 31. januar 2003 om god værdipapirhandelsskik er udstedt med hjemmel i § 3, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v.

Bekendtgørelsen er opbygget således, at **kapitel 1** fastlægger anvendelsesområdet, både hvad angår aktører, værdipapirer og transaktioner.

Kapitel 2 fastlægger vilkårene for handlers udførelse. Kapitlet indeholder bekendtgørelsens generalklausul om god værdipapirhandelsskik ("best execution"), og stiller krav til indholdet af den aftale, der indgås mellem værdipapirhandleren og kunden, krav til værdipapirhandlerens oplysninger om de forskellige handelstyper og krav til indholdet af værdipapirhandlerens almindelige forretningsbetingelser. **Kapitel 3** fastslår, hvilke afregningsregler der gælder, når det drejer sig om værdipapirer, der er noteret eller optaget til handel på en fondsbørs henholdsvis en autoriseret markedsplads i Danmark. **Kapitel 4** indeholder tilsvarende reglerne for afregning af værdipapirer, der ikke er noteret eller optaget til handel. **Kapitel 5** indeholder de specifikke krav i relation til den afregningsnota, som kunden skal modtage fra værdipapirhandleren efter handlens gennemførelse. **Kapitel 6** indeholder tilsyns- og straffebestemmelser, og **kapitel 7** ikrafttrædelsestidspunktet for bekendtgørelsen.

Emissioner er ikke omfattet af bekendtgørelsen, da disse er reguleret i reglerne om prospekter.

Vejledningen er bygget op således, at de enkelte paragraffer i bekendtgørelsen først citeres, hvorefter der kommenteres herpå.

Kapitel 1

Anvendelsesområde m.v.

§ 1 . Bekendtgørelsen finder anvendelse på handel med værdipapirer (køb, salg og formidling), hvor kun den ene part er en værdipapirhandler.

Stk. 2. Ved en værdipapirhandler forstås et pengeinstitut, et fondsmæglerselskab eller et realkreditinstitut. Bekendtgørelsen finder tillige anvendelse på handel med værdipapirer foretaget af Danmarks Nationalbank og Finansstyrelsen, når modparten ikke er en værdipapirhandler.

Stk. 3. Bekendtgørelsen finder anvendelse på handel med værdipapirer, uanset hvilken kommunikationsform - herunder elektronisk kommunikation - der anvendes mellem værdipapirhandleren og kunden vedrørende handlen.

Kommentar:

Stk. 1 angiver bekendtgørelsens anvendelsesområde ud fra aktørerne og bestemmer, at bekendtgørelsen omfatter handel med værdipapirer, hvor kun den ene part er en værdipapirhandler. Handler mellem private eller mellem professionelle er således ikke omfattet. Ved handel forstås køb, salg og formidling af værdipapirer.

Bekendtgørelsens regler gælder for samtlige værdipapirhandlere, uanset om disse er medlemmer af en fondsbørs henholdsvis en autoriseret markedsplads. Således skal såvel medlemmerne af en fondsbørs henholdsvis en autoriseret markedsplads, som andre værdipapirhandlere, herunder øvrige pengeinstitutter m.fl., opfylde kravene i bekendtgørelsen.

Udenlandske værdipapirhandlere, der har etableret filial eller driver grænseoverskridende tjenesteydelsesvirksomhed i Danmark, er omfattet af bekendtgørelsen.

Såfremt disse tjenesteydere er medlem af en fondsbørs henholdsvis en autoriseret markedsplads, vil de tillige være omfattet af den pågældende fondsbørs/markedsplads' regelsæt. Handlerne vil endvidere være omfattet af hjemlandets lovgivning - herunder hjemlandets regler om "best execution".

Stk. 2 gentager definitionen i lov om værdipapirhandel m.v. af en værdipapirhandler samt bestemmer, at bekendtgørelsen ligeledes finder anvendelse på Danmarks Nationalbank og Finansstyrelsen, når modparten ikke er en værdipapirhandler, dvs. når disse institutioner handler med private kunder.

Stk. 3. præciserer, at bekendtgørelsen finder anvendelse, uanset hvilken kommunikationsform der benyttes mellem værdipapirhandleren og kunden angående transaktionen. Bekendtgørelsen gælder således, når kommunikationen sker skriftligt, telefonisk, personligt eller via et elektronisk kommunikationssystem, f.eks. e-mail. Herved understreges det, at kunden ved elektronisk kommunikation skal have den samme beskyttelse og modtage de samme oplysninger som en kunde, der henvender sig personligt/telefonisk, generelt vil få. Dette indebærer bl.a., at der ikke er krav om realtidsoplysninger.

§ 2 . § 5 finder anvendelse på handel med værdipapirer som nævnt i § 2 i lov om værdipapirhandel m.v.

Stk. 2. Herudover finder §§ 4 og 6-12 anvendelse på handel med følgende værdipapirer:

- 1) aktier og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse, samt aktierelaterede værdipapirer, når kursværdien pr. handel, eller kursværdien af det underliggende instrument pr. handel udgør op til 1 mio. kr.,*
- 2) obligationer og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse, samt obligationsrelaterede værdipapirer, når kursværdien pr. handel eller kursværdien af det underliggende instrument pr. handel udgør op til 3 mio. kr., og*
- 3) andre værdipapirer som nævnt i § 2, stk. 1, nr. 3, 4 og 11, i lov om værdipapirhandel m.v., når kursværdien pr. handel udgør op til 1 mio. kr.*

Stk. 3. Ved aktie- henholdsvis obligationsrelaterede værdipapirer forstås finansielle futures og tilsvarende instrumenter samt optioner, hvor det underliggende værdipapir er en aktie henholdsvis en obligation eller værdipapirer, der kan sidestilles hermed, eller indekser heraf, jf. § 2, stk. 1, nr. 6 og 10, i lov om værdipapirhandel m.v.

Kommentar:

Bestemmelsen fastlægger anvendelsesområdet for bekendtgørelsen ud fra værdipapirer og transaktioner.

Stk. 1 angiver, at generalklausulen i bekendtgørelsens § 5 ("best execution") finder anvendelse ved handel (køb, salg og formidling) med samtlige de typer værdipapirer, der er nævnt i § 2 i lov om værdipapirhandel m.v. Det understreges hermed, at begrebet "god værdipapirhandelsskik" gælder bredt.

Stk. 2 angiver de værdipapirtyper, der - ved handler op til visse beløbsgrænser - er omfattet af bekendtgørelsens specifikke beskyttelsesregler i §§ 4 og 6-12. Valget af værdipapirtyper samt beløbsgrænser tager udgangspunkt i, at beskyttelsesinteressen er koncentreret omkring den private kunde/investor. Oplistningen i stk. 2 omfatter derfor de transaktioner, der typisk vil blive foretaget af private, herunder handel med pantebreve. Bestemmelsen omfatter såvel noterede som unoterede værdipapirer.

De anførte beløbsgrænser er minimumsgrænser, således at det er muligt at tilbyde en bedre beskyttelse/tilbyde større handler omfattet af bekendtgørelsens bestemmelser.

Hvorvidt en handel er omfattet af stk. 2 skal afgøres på det tidspunkt, hvor kunden afgiver sin ordre, således at det kan afgøres, hvilke af bekendtgørelsens regler, der finder anvendelse. Da den nøjagtige kursværdi ikke kendes før efter handlens gennemførelse, må vurderingen ske efter et skøn.

De værdipapirer, der er omfattet af lov om værdipapirhandel m.v., er karakteriseret ved, at udstedelse og omsætning heraf primært har et finansielt formål, og at de omsættes på kapitalmarkedet.

"Aktier og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse" omfatter aktier samt ejerandele i andre selskaber end aktie- og anpartsselskaber. Derimod er interessentskabsandele, andelsbeviser eller lignende i andelsboligforeninger samt andele - anparter - i anpartsselskaber ikke omfattet. Kommanditanparter er omfattet, hvis kommanditanparterne omsættes på kapitalmarkedet og har et finansielt sigte.

"Obligationer og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse" omfatter bl.a. realkreditobligationer, statsobligationer, præmieobligationer og erhvervsobligationer.

Stk. 3 definerer "aktie- henholdsvis obligationsrelaterede værdipapirer" under henvisning til § 2, stk. 1, nr. 6 og 10, i lov om værdipapirhandel m.v.

§ 3. En fysisk eller juridisk person, herunder en institutionel investor, der som led i sin erhvervsmæssige virksomhed regelmæssigt handler værdipapirer over beløbsgrænserne i § 2, stk. 2, kan indgå aftale med en værdipapirhandler med den retsvirkning, at §§ 4 og 6-12 ikke finder anvendelse, uanset at den konkrete værdipapirhandel er omfattet af § 2, stk. 2.

Stk. 2. En kunde kan ved indgåelse af aftale med en værdipapirhandler vælge, at §§ 4 og 10-12 skal finde anvendelse, uanset at den konkrete handel ikke er omfattet af § 2, stk. 2.

Kommentar:

Stk. 1 giver mulighed for at fravige de specifikke regler i §§ 4 og 6-12 og dermed give afkald på den beskyttelse, som bekendtgørelsen ellers giver. Betingelserne herfor er, at der er tale om investorer, der erhvervsmæssigt regelmæssigt handler værdipapirer over beløbsgrænserne i § 2, stk. 2, samt at der mellem kunden og værdipapirhandleren indgås en aftale om fravigelsen. Der kan dog ikke gives afkald på beskyttelsen i henhold til generalklausulen i § 5 ("best execution").

Handlen med værdipapirer skal ske som "led i sin [den pågældendes] erhvervsmæssige virksomhed" men ikke nødvendigvis udgøre den pågældende kundes hovederhverv.

Stk. 2 giver en kunde mulighed for ved handler, der ligger over beløbsgrænserne i stk. 2, at vælge det højere beskyttelsesniveau, som bekendtgørelsen giver for handler under beløbsgrænserne. Dette kan f.eks. være en mulighed, hvis kunden normalt handler for større beløb, men ikke føler at have tilstrækkelig kendskab til markedet. Det forudsættes, at værdipapirhandleren informerer kunden om denne mulighed for at vælge et højere beskyttelsesniveau.

Bestemmelsen indebærer ikke en kontraheringspligt for værdipapirhandleren, og kunden vil derfor kunne afvises bl.a. med den begrundelse, at værdipapirhandlerens tekniske systemer ikke kan opfylde kundens ønsker.

Kapitel 2

Vilkår for handlers udførelse

§ 4. Værdipapirhandlerens almindelige forretningsbetingelser skal indeholde en beskrivelse af vilkårene for handel med værdipapirer. Af beskrivelsen skal fordelingen af rettigheder og forpligtelser mellem værdipapirhandleren og kunden fremgå. Beskrivelsen skal mindst indeholde oplysninger om

- 1) *hvilke handelstyper der tilbydes samt en beskrivelse af disses karakteristika, herunder om der kan handles på grundlag af opsamlede ordrer fra flere ordregivere, og om ordrer, herunder opsamlede ordrer, kan handles delt,*
- 2) *værdipapirhandlerens retningslinier for hurtighed i relation til ekspedering af modtagne ordrer,*
- 3) *principper for kursfastsættelse i de tilfælde, hvor der på handelsdagen ikke er løbende handel,*

- 4) værdipapirhandlerens beregningsmetode for omkostninger, herunder hvorvidt der anvendes tillæg til henholdsvis fradrag i handelskursen, og
- 5) hvorvidt der er mulighed for, at værdipapirhandleren kan foretage selvindtræde, hvis der handles i kommission.

Stk. 2. Beskrivelsen skal i forbindelse med etablering af kundeforhold vedrørende køb henholdsvis salg af værdipapirer og inden første ordreafgivelse udleveres til og på foranledning af kunden gennemgås med denne. Værdipapirhandleren skal endvidere af egen drift gennemgå beskrivelsen med kunden, hvis værdipapirhandleren skønner, at der er behov herfor.

Stk. 3. Værdipapirhandleren skal i forbindelse med den konkrete ordreafgivelse, såfremt der er behov herfor, redeligt oplyse om de forskellige handelstyper.

Stk. 4. Før en værdipapirhandler kan gennemføre en handel, skal denne aftale følgende med kunden:

- 1) hvorvidt kunden ønsker at erhverve og/eller afhænde værdipapirer,
- 2) hvilket værdipapir der ønskes handlet,
- 3) hvilken mængde værdipapirer der ønskes handlet, og
- 4) den ønskede handelstype, eller om der handles i kommission.

Stk. 5. For værdipapirer noteret på en dansk fondsbørs eller optaget til handel på en dansk autoriseret markedsplads skal handlen gennemføres over den fondsbørs henholdsvis den autoriserede markedsplads' handelssystem, hvor værdipapiret er optaget til notering henholdsvis optaget til handel, med mindre kunden på handelstidspunktet kan opnå den samme mængde til den samme eller en bedre pris ved en anden handelstype, eller andet er aftalt, jf. stk. 4, nr. 4.

Bestemmelsen stiller krav til indholdet af værdipapirhandlerens almindelige forretningsbetingelser samt fastlægger, at handlen kun kan gennemføres, hvis der er indgået en klar aftale mellem værdipapirhandleren og kunden om en række forhold.

Stk. 1. Forretningsbetingelserne skal indeholde en beskrivelse af vilkårene for handel med værdipapirer og skal specifikt informere om fordelingen af rettigheder og pligter i forholdet mellem kunde og værdipapirhandler.

Efter nr. 1 skal betingelserne konkret indeholde oplysninger om de forskellige handelstyper, som værdipapirhandleren generelt tilbyder sine kunder. For særlige handelstyper som værdipapirhandleren kun tilbyder selektivt, skal forretningsbetingelserne i de konkrete tilfælde suppleres med en beskrivelse af disse handelstyper i et tillæg til forretningsbetingelserne eller i en individuel aftale med de pågældende kunder. Dog skal værdipapirhandleren altid kunne oplyse om de handelsformer, der fremgår af de børsetiske regler, jf. stk. 3, hvilket pt. for privatkunder normalt vil være:

børshandel: Kunden får lagt sin ordre ind i handelssystemet på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads - enten via henvendelse til værdipapirhandleren eller via internet/homebank. Såfremt der i systemet findes en tilsvarende modordre, matches de to ordrer. Hvis der ikke findes en tilsvarende modordre, vil handlen ikke blive gennemført umiddelbart men kan, alt efter likviditeten i det pågældende papir, matches senere af en modgående ordre. Kunden har mulighed for at limitere sin ordre, dvs. angive en minimum- henholdsvis maksimumkurs. Handlen vil i givet fald kun blive gennemført, såfremt ovennævnte modordre honorerer dette krav. Det bemærkes, at ovenstående beskrivelse ikke er udtømmende.

Værdipapirhandleren kan vælge - enten på egne vegne eller på en (anden) kundes vegne - selv at lægge en modordre ud på handelssystemet. Dette handelssystem kan være indrettet således, at denne modordre "springer over" eventuelle øvrige modsatrettede ordrer i systemet med samme kurs, således at værdipapirhandleren bliver kundens modpart i handlen. Det er f.eks. tilfældet på Københavns Fondsbørs A/S' handelssystem. Dette kaldes en "krydset handel", og det skal fremgå af afregningsnotaen, såfremt værdipapirhandleren selv er indtrådt i handlen.

strakshandel: Kunden handler med værdipapirhandleren som modpart via sidstnævntes egenbeholdning, og kursen er aftalt forud for handlens gennemførelse. Begge karakteristika skal således være til stede.

gennemsnitskurshandel: Kunden handler med værdipapirhandleren som modpart via sidstnævntes egenbeholdning til en af de gennemsnitskurser, som beregnes af en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads som et omsætningsvejet kursgennemsnit.

Herudover skal de forskellige handelstypers karakteristika angives, herunder risici og muligheder. Ved en gennemsnitskurshandel skal det endvidere fremgå, hvorledes gennemsnitskursen fastlægges. Værdipapirhandleren skal endvidere oplyse, om denne har mulighed for at handle på baggrund af delte og/eller opsamlede ordrer.

Medlemmer af Københavns Fondsbørs A/S skal i henhold til de børsetiske regler i deres vejledning af kunder vedrørende handelstype anvende ovenstående betegnelser for handelstyper, såfremt de pågældende handelstyper tilbydes. Det er således ikke i overensstemmelse med de børsetiske regler at give en handelstype et andet "navn", når der reelt er tale om en af de ovenstående handels-typer.

Som følge af § 6, stk. 1, skal alle værdipapirhandlere, som handler med værdipapirer, der er noteret på Københavns Fondsbørs A/S, følge de børsetiske regler vedrørende angivelse af handelstype. Det medfører, at angivelse af handelstype skal opgives som de ovenstående handelstyper - børs-, straks- og gennemsnitskurshandel - eller i givet fald en anden handelstype.

Handlens øvrige karakteristika skal endvidere beskrives i værdipapirhandlerens almindelige forretningsbetingelser. Værdipapirhandleren skal således oplyse om karakteristika ved f.eks. en limiteret handel eller en terminshandel

Nr. 2 fastslår, at de almindelige forretningsbetingelser endvidere skal indeholde oplysning om de retningslinier, den pågældende værdipapirhandler har opstillet for hurtighed i relation til at ekspedere ordrer. Det kan f.eks. dreje sig om, hvor hurtigt en ordre skal lægges ud på handelssystemet på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads.

Efter nr. 3 skal der oplyses om principperne for kursfastsættelse, hvis der på handelsdagen ikke er løbende handel i det pågældende papir. Ved "løbende handel" forstås en kontinuerlig handel med en ikke ubetydelig omsætning, hvor der normalt dagligt på regelmæssig basis tilbydes aktuelle priser på handler i et bestemt værdipapir.

Bestemmelsen omfatter ligeledes den situation, hvor der i forbindelse med strakshandel ikke på handelstidspunktet er bud henholdsvis udbud i handelssystemet på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads. Nr. 3 skal således fortolkes i overensstemmelse med formuleringen i § 7.

Nr. 4 fastslår, at betingelserne endvidere skal indeholde oplysning om værdipapirhandlerens beregningsmetode for omkostninger - herunder anvendelse af tillæg/fradrag til handelskursen.

Efter nr. 5 skal det oplyses, hvorvidt værdipapirhandleren - hvis der handles i kommission - har mulighed for at foretage selvindtræde.

For så vidt angår kommissionshandel og selvindtræde gælder følgende:

Kunden kan anmode værdipapirhandleren om på kundens vegne at købe/sælge en post værdipapirer (kommissionshandel).

I forbindelse med aftalen om en kommissionshandel kan kunden give særlige instrukser til værdipapirhandleren, f.eks. om at handelen skal gennemføres over en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads' handelssystem. Værdipapirhandleren skal gennemføre handlen under iagttagelse af instruksen.

Dette følger tillige af kommissionsloven, hvis hovedprincipper er, at kommissionæren (værdipapirhandleren) påtager sig det hverv at sælge varer, værdipapirer eller andet løsøre for en andens (kundens) regning, men i eget navn. Værdipapirhandleren skal ved udførelsen af sit hverv varetage kommittentens (kundens) interesser og skal følge kommittentens forskrifter, så vidt det er muligt.

Kommissionæren kan indtræde som køber eller sælger for egen regning (foretage selvindtræde), såfremt aftale, handelsbrug eller anden sædvane giver ham ret dertil. I forbindelse med værdipapirhandel vil værdipapirhandleren jf. handelsbrug og sædvane have ret til at foretage selvindtræde.

Det er af afgørende betydning for tilliden mellem parterne, at kunden på forhånd får oplyst, hvorvidt værdipapirhandleren har mulighed for selv at indtræde i handlen, jf. § 4, stk. 1, nr. 5, når der er aftalt kommissionshandel, eller hvis der undtagelsesvis ikke er aftalt noget om handelstypen. Såfremt værdipapirhandleren konkret har benyttet adgangen til selvindtræde, skal dette fremgå af afregningsnotaen, jf. § 11, stk. 1, nr. 4, og § 12, stk. 1, nr. 4.

Stk. 2 stiller krav om, at værdipapirhandleren - før der indgås en aftale med en kunde om køb henholdsvis salg af værdipapirer, og før kunden afgiver den første ordre om køb henholdsvis salg - skal udlevere et eksemplar af værdipapirhandlerens almindelige forretningsbetingelser til kunden. For så vidt angår kundeforhold, der på tidspunktet for bekendtgørelsens ikrafttræden allerede er etableret, gælder det, at såfremt de almindelige forretningsbetingelser ændres - eventuelt som følge af bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik - skal kunden have et eksemplar af de ændrede forretningsbetingelser udleveret.

I langvarige kundeforhold, som der f.eks. er tale om på realkreditområdet, vil det være hensigtsmæssigt, at selskabet med passende mellemrum orienterer kunden om ændringer i selskabets almindelige forretningsbetingelser, f.eks. ved fremsendelse af de reviderede betingelser. Såfremt kunden udtrykker ønske herom, skal betingelserne gennemgås med kunden. Endvidere skal værdipapirhandleren gennemgå beskrivelsen af egen drift, hvis værdipapirhandleren skønner, at der er behov herfor. Den enkelte kunde kan have behov for ekstra rådgivning, og det er værdipapirhandlerens pligt at rådgive i denne situation. Der ligger heri således en pligt for værdipapirhandleren til at kende sin kunde ("know your customer"), og det nærmere indhold heraf skal fastlægges i overensstemmelse med bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder. Gennemgangen skal sikre, at kunden har den fornødne forståelse for risici og muligheder ved værdipapirhandel.

Bekendtgørelsen stiller ikke krav til forretningsbetingelsernes form. Elektronisk materiale ligestilles med fysisk materiale, og forretningsbetingelserne kan således "udleveres" i elektronisk form. Valget af kommunikationsmiddel i den konkrete sag skal afspejle, hvorledes kommunikationen mellem kunden og værdipapirhandleren normalt foregår. Det er dog ikke tilstrækkeligt, at kunden er gjort opmærksom på, hvor på værdipapirhandlerens hjemmeside, forretningsbetingelserne kan hentes.

Stk.3. Ifølge bestemmelsen skal værdipapirhandleren i forbindelse med den konkrete ordreafgivelse, såfremt der er behov herfor, informere om de forskellige handelstyper, jf. de børsetiske regler. Det drejer sig her om de tre handelstyper, som er beskrevet ovenfor - dvs. børs-, straks- og gennemsnitskurshandel. Dette gælder uanset, om den konkrete værdipapirhandler tilbyder alle tre handelstyper. Formålet med denne bestemmelse er at sikre, at kunden er tilstrækkelig orienteret om de forskellige handelsformer, der findes på markedet, og de fordele og ulemper, der knytter sig til dem, således at kunden kan træffe et bevidst valg om handelsformen. Bestemmelsen indebærer, at værdipapirhandleren i forbindelse med ordrens afgivelse skal informere om, at der eksempelvis eksisterer handelstypen børshandel, selvom denne handelstype ikke tilbydes af den pågældende værdipapirhandler.

Efter stk. 4 skal værdipapirhandleren før gennemførelsen af en handel aftale en række forhold med kunden. Dette skal sikre, at værdipapirhandleren ved den enkelte handel opnår aftalemæssig klarhed over, hvilken handel, kunden ønsker. Denne klarhed omkring handlen skal modvirke senere tilfælde, hvor der er divergens mellem kundens og værdipapirhandlerens opfattelse af, hvad der blev aftalt og sikre, at kunden har truffet et bevidst valg med hensyn til handelstypen.

Der er fuld aftalefrihed for kunden, men kunden skal kunne træffe denne aftale på fuldt oplyst grundlag.

Det er i alle tilfælde værdipapirhandlerens pligt at skabe klarhed omkring aftalen. Værdipapirhandleren skal derfor i alle tilfælde vente med at gennemføre handlen, indtil værdipapirhandleren har skabt fuld klarhed omkring aftalens indhold. Er der ikke fuld klarhed om punkterne anført stk. 4, kan handlen ikke gennemføres, og værdipapirhandleren må vende tilbage til kunden og få en klar aftale.

Ifølge nr. 1 skal værdipapirhandleren forud for handlens gennemførelse aftale med kunden, hvorvidt kunden ønsker at erhverve eller afhænde et værdipapir.

Ifølge nr. 2 skal værdipapirhandleren aftale, hvilket værdipapir der skal handles.

Ifølge nr. 3 skal værdipapirhandleren aftale, hvilken mængde værdipapirer, der ønskes handlet.

Nr. 4 medfører, at værdipapirhandleren skal aftale med kunden, hvilken handelstype kunden ønsker, eller om der handles i kommission. Det betyder, at kunden enten kan lægge sig fast på og aftale en bestemt handelstype eller overlade det til værdipapirhandleren at beslutte hvilken handelstype, værdipapirhandleren vurderer, der er udtryk for "best execution" i det enkelte tilfælde. Aftalen mellem værdipapirhandleren og kunden er baseret på de oplysninger, som kunden har modtaget om de tilbudte handelstyper i forretningsbetingelserne, jf. stk. 1, nr. 1, og de oplysninger om de forskellige handelstyper, som værdipapirhandleren ifølge stk. 3 skal give i forbindelse med den konkrete ordreaftagelse.

Stk. 5 angiver, at handel med værdipapirer, der er noteret på en dansk børs/optaget på en autoriseret handelsplads, skal afvikles som en børshandel, medmindre kunden kan opnå den samme eller en bedre pris ved at handlen gennemføres på anden måde. Dette gælder dog ikke, hvis der jf. stk. 4 er indgået aftale om en anden handelsform. Der er således fuld aftalefrihed for kunden. Bestemmelsen i stk. 5 får betydning i de tilfælde, hvor kunden ikke har aftalt noget specifikt om handelstypen, fordi det er aftalt, at der skal handles i kommission.

Såfremt værdipapirhandleren vurderer, at der ved at byde ind i spread'et er en rimelig grad af sandsynlighed for, at kunden kan opnå en bedre pris, skal værdipapirhandleren forsøge at gennemføre handlen over et handelssystem. Det er dog en betingelse, at værdipapirhandleren tager udgangspunkt i kundens forhold, herunder at kunden efter værdipapirhandlerens vurdering er indstillet på at risikere, at handlen eventuelt ikke gennemføres eller gennemføres til en mere ufordelagtig kurs.

Et eksempel herpå kunne være, at værdipapirhandleren gennemfører handlen med sig selv som modpart til en kurs, der ligger på yderpunkterne af spread'et - dvs. forskellen mellem bud henholdsvis udbud - på det pågældende handelssystem.

§ 5. Værdipapirhandleren skal ved udførelsen af modtagne ordrer sikre den efter omstændighederne, herunder tid og mængde, bedst mulige pris samt bedste betingelser i øvrigt for sine kunder ("best execution").

Stk. 2. Kundens forhold er afgørende for, hvad der i den konkrete situation er "best execution". Værdipapirhandleren skal op til en måned efter handlens gennemførelse kunne dokumentere, at handlen ud fra en samlet vurdering på tidspunktet for dennes gennemførelse er blevet udført i overensstemmelse med princippet om "best execution".

Kommentar:

Stk. 1 er bekendtgørelsens "generalklausul" og fastslår, hvad værdipapirhandleren skal "levere" for at leve op til kravet om god værdipapirhandelsskik generelt ("best execution").

Værdipapirhandleren skal først og fremmest respektere den aftale, der er indgået med kunden, ligesom værdipapirhandleren så vidt muligt skal sikre sig, at der ikke hersker tvivl om aftalens indhold. Hvis der inden for rammerne af denne aftale er forskellige valgmuligheder, er det en

individuel vurdering af kundens forhold, der afgør, hvad der er "best execution". Værdipapirhandleren skal afgøre, hvad der i den konkrete situation vil være det mest hensigtsmæssige for kunden.

Kunden skal sikres den efter omstændighederne bedst mulige pris samt bedste betingelser i øvrigt. Hvad der ligger heri fastlægges ud fra en række hensyn. De hensyn, som værdipapirhandleren skal have med i sin vurdering, er bl.a. den enkelte kundes behov for at få handlen gennemført, muligheder herfor samt risikoen for ændringer i markedet.

Indkomne ordrer skal eksekveres hurtigst muligt. Det vil kun sjældent være i overensstemmelse med "best execution" ikke at eksekvere en ordre straks, og det skal i givet fald være begrundet i særlige forhold.

Der kan således være stor variation mellem, hvad der i forbindelse med forskellige kunder - i forskellige situationer - skal til, for at kravet om "best execution" kan siges at være opfyldt. Nogle kunder vil således lægge vægt på sikkerhed for handlens gennemførelse, mens andre vil lægge vægt på bedst mulig pris.

Stk. 2 fastslår, at det er den enkelte kundes individuelle forhold, der er afgørende for, hvorledes den konkrete værdipapirhandel skal gennemføres for at leve op til kravet om "best execution".

Der stilles desuden krav om, at værdipapirhandleren op til en måned efter handlens gennemførelse skal kunne dokumentere, at handlen ud fra en samlet vurdering af forholdene på tidspunktet for dennes gennemførelse er blevet udført i overensstemmelse med princippet om "best execution". Der er ikke tale om en reklamationsfrist, der afskærer kunden, men alene en regulering af, hvor længe en værdipapirhandler er forpligtet til at kunne fremskaffe dokumentationen.

Kapitel 3

Afregning af handel med værdipapirer, der er optaget til notering på en dansk fondsbørs eller optaget til handel på en dansk autoriseret markedsplads

§ 6. Ved afregning af handel med værdipapirer, der er optaget til notering på en dansk fondsbørs eller optaget til handel på en dansk autoriseret markedsplads, skal alle værdipapirhandlere anvende de regler om afregning, der måtte være fastsat af den pågældende fondsbørs henholdsvis autoriserede markedsplads.

Stk. 2. Såfremt en handel med værdipapirer omfattet af stk. 1 gennemføres med værdipapirhandleren som modpart, og der ikke er tale om en gennemsnitskurshandel, skal handlen udføres til en kurs ekskl. terminstillæg/-fradrag, som på handelstidspunktet ligger inden for eller på det bedst stillede bud henholdsvis udbud i den pågældende fondsbørs henholdsvis markedsplads' handelssystem.

Stk. 3. Såfremt kunden måtte ønske det, har værdipapirhandleren pligt til at give denne de fornødne oplysninger om faktuelle forhold i relation til den konkrete værdipapirhandel. Værdipapirhandleren skal endvidere af egen drift give sådanne oplysninger til kunden, hvis værdipapirhandleren skønner, at der er behov herfor.

Stk. 4. Ved handel med obligationer i forbindelse med belåning af fast ejendom, hvor kunden får en provenu- eller rentesikring, kan værdipapirhandleren afregne efter andre vilkår end angivet i stk. 1. Vilkårene for afregningen skal beskrives i værdipapirhandlerens almindelige forretningsbetingelser, jf. § 4, stk. 1.

Kommentar:

Stk. 1 indeholder ikke egentlige afregningsregler men fastlægger, at de regler, som en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads har fastlagt, skal gælde for hele markedet, når værdipapiret er optaget til notering eller til handel. I praksis medfører det, at de afregningsregler, som fondsbørsen har fastsat eksempelvis i de børsetiske regler, gælder for hele markedet og ikke kun for medlemmerne af fondsbørsen henholdsvis den autoriserede markedsplads.

Stk. 2 fastlægger, at såfremt en handel gennemføres med værdipapirhandleren som modpart, og der ikke er tale om en gennemsnitskurshandel, skal denne handel gennemføres inden for eller på spread'et på den fondsbørs eller autoriserede markedsplads, hvor det pågældende værdipapir er optaget til notering henholdsvis optaget til handel.

Hvis der ikke er registreret et kursinterval i ordrebogen på handelstidspunktet, skal handlen indgå til en kurs, der afspejler markedsforholdene på handelstidspunktet.

Stk. 3 fremhæver princippet om, at værdipapirhandleren har pligt til at informere kunden om faktuelle forhold i relation til den konkrete værdipapirhandel, hvis kunden ønsker dette. Hvis værdipapirhandleren skønner, at der er behov herfor, skal denne af egen drift give sådanne oplysninger til kunden.

Disse faktuelle forhold kan f.eks. være information om mulig handelskurs samt om spread'et, senest handlede kurs og seneste handelstidspunkt, omkostninger ved handlen samt oplysninger om markedet i øvrigt.

Såfremt værdipapirhandleren giver kunden mulighed for selvstændigt at handle via internettet, har værdipapirhandleren pligt til at give kunden mulighed for at få de samme faktuelle informationer, som en kunde der henvender sig personligt/telefonisk, generelt har mulighed for at få. Dette indebærer bl.a., at der ikke er krav om realtidsinformation.

Stk. 4 fastlægger, at handel med obligationer i forbindelse med belåning, omprioritering og/eller indfrielse af gæld i fast ejendom kan afregnes efter andre regler end dem, der er nævnt i stk. 1. Baggrunden herfor er den særegne karakter, der er kendetegnende for denne type værdipapirhandler.

Det fastslås endvidere, at disse "andre vilkår" for afregning skal fremgå af værdipapirhandlerens almindelige forretningsbetingelser, der jf. § 4, stk. 1, skal udleveres til kunden - og på foranledning af kunden gennemgås med denne - forud for etableringen af kundeforholdet og forud for kundens første ordreafgivelse. Dette skal sikre, at kunden er klar over de afvigende afregningskrav.

§ 7. For værdipapirer, hvori der ikke løbende er handel, eller hvor der i en situation omfattet af § 6, stk. 2, ikke på handelstidspunktet er bud henholdsvis udbud i de i bestemmelsen anførte handelssystemer, skal værdipapirhandleren afregne til en kurs, der efter omstændighederne giver den bedst mulige pris samt bedste betingelser i øvrigt for kunden, blandt andet under hensyntagen til rente- og kursudviklingen, viden om udbud og efterspørgsel i markedet, kursen på eventuelt tilsvarende værdipapirer og tilgængelige markedsrelevante oplysninger om udstederen af værdipapiret samt forholdene i øvrigt.

Kommentar:

Bestemmelsen fastlægger, hvordan handler med illikvide værdipapirer skal afregnes. Det fremgår, at såfremt der ikke er løbende handel i et værdipapir, skal dette afregnes til en kurs, der efter omstændighederne giver kunden den bedst mulige pris samt bedste mulige betingelser i øvrigt ud fra en række forskellige hensyn.

For så vidt angår en definition af "løbende handel", henvises der til det ovenfor under § 4, stk. 1, nr. 3, anførte.

Afregningskursen skal sædvanligvis tage udgangspunkt i den senest handlede kurs men under hensyntagen til de hensyn, der er nævnt i bestemmelsen. Som eksempler på disse hensyn er anført rente- og kursudviklingen, viden om udbud og efterspørgsel i markedet, kursen på eventuelt tilsvarende værdipapirer, tilgængelige markedsrelevante oplysninger om udstederen samt forholdene i øvrigt. De listede hensyn svarer til de i § 9 anførte.

§ 8. For handel uden for et handelssystems åbningstid, skal der, hvis der ved handelssystemets lukketid findes bud henholdsvis udbud, ved afregningen af handlen anvendes en kurs, der ligger inden for eller på bedste bud henholdsvis udbud på lukketidspunktet.

Stk. 2. Hvis der umiddelbart før lukketid er sket væsentlige ændringer i bud henholdsvis udbud, eller der efter lukketid sker ændring af markedsforholdene, skal afregning ske i henhold til § 7.

Kommentar:

Stk.1 fastlægger afregningsprincipperne ved handel med værdipapirer uden for et handelssystems åbningstid.

Bestemmelsen angiver, at såfremt der handles uden for et handelssystems åbningstid, skal der som udgangspunkt ved afregningen af handlen anvendes en kurs, der ligger inden for eller på bedste bud/udbud i systemet på lukketidspunktet, såfremt der ved lukketid findes bud henholdsvis udbud. Hvis der ikke er registreret et kursinterval i ordrebogen, når handelsperioden slutter, skal handlen indgås til en kurs, der afspejler markedsforholdene på handelstidspunktet

Stk. 2 modificerer dette udgangspunkt, idet det angives, at såfremt der umiddelbart før handelssystemets lukketid er sket væsentlige ændringer i bud henholdsvis udbud, eller der efter lukketid sker ændringer på markedet, skal afregningen ske efter reglerne i § 7 .

Som eksempler herpå kan nævnes oplysninger til markedet fra udstederen af værdipapiret, afgivelse af tilbud til aktionærerne i det pågældende selskab samt ændring af forholdene på andre markeder.

Bestemmelsen sikrer i vidt omfang endvidere mod problemer i relation til "skæve" kurser, der er stillet umiddelbart før systemets lukketid.

Kapitel 4

Afregning af værdipapirer der ikke er optaget til notering på en fondsbørs eller optaget til handel på en autoriseret markedsplads

§ 9. For værdipapirer, der ikke er optaget til notering på en fondsbørs eller optaget til handel på en autoriseret markedsplads, skal værdipapirhandleren afregne til en kurs, der efter omstændighederne giver den bedst mulige pris samt bedste betingelser i øvrigt for kunden, blandt andet under hensyntagen til rente- og kursudviklingen, viden om udbud og efterspørgsel i markedet, kursen på eventuelt tilsvarende værdipapirer og tilgængelige markedsrelevante oplysninger om udstederen af værdipapiret samt forholdene i øvrigt.

Kommentar:

Bestemmelsen fastlægger principperne for afregning af handel med værdipapirer, når disse ikke er noteret på en fondsbørs eller optaget til handel på en autoriseret markedsplads. Dette gælder såvel danske som udenlandske fondsbørser henholdsvis autoriserede markedspladser. Bestemmelsen omfatter bl.a. pantebreve.

Disse handler skal afregnes ved anvendelse af en kurs, der efter omstændighederne giver kunden den bedst mulige pris samt bedste mulige betingelser i øvrigt - ud fra en række forskellige hensyn.

Som eksempler på disse hensyn er nævnt rente- og kursudviklingen, viden om udbud og efterspørgsel i markedet, kursen på eventuelt tilsvarende værdipapirer, tilgængelige markedsrelevante oplysninger om udstederen samt forholdene i øvrigt. De listede hensyn svarer til de i § 7 anførte.

Kapitel 5

Afregningsnotaen og dens indhold

§ 10. Senest børsdagen efter handlens gennemførelse eller dagen efter værdipapirhandlerens modtagelse fra tredjemand af bekræftelse heraf skal værdipapirhandleren fremsende eller udlevere en afregningsnota til kunden, jf. dog stk. 2.

Stk. 2. Ved handel med obligationer i forbindelse med belåning af fast ejendom kan afregningsnotaen fremsendes sammen med de øvrige låneoplysninger, dog senest én måned efter handlens gennemførelse. I forbindelse med handel med pantebreve fremsendes afregningsnotaen hurtigst muligt efter tinglysning.

Kommentar:

Stk. 1 fastlægger, at værdipapirhandleren senest børsdagen efter handlens gennemførelse skal fremsende eller udlevere en afregningsnota. Såfremt handlen er gennemført via tredjemand, skal afregningsnotaen fremsendes senest dagen efter, at værdipapirhandleren har modtaget bekræftelse fra denne tredjemand om, at handlen er gennemført. Bekendtgørelsen stiller ikke krav til afregningsnotaens form. En elektronisk nota ligestilles med en fysisk nota, og notaen kan således udleveres eller fremsendes i fysisk eller elektronisk form. Valget af kommunikationsmiddel i den konkrete sag skal afspejle, hvorledes kommunikationen mellem kunden og værdipapirhandleren normalt foregår.

Af stk. 2 fremgår, at såfremt der er tale om handel med obligationer i forbindelse med belåning af fast ejendom, kan afregningsnotaen fremsendes til kunden sammen med de øvrige oplysninger vedrørende lånet. Dette skyldes, at en realkreditværdipapirhandel indgår i sammenhæng med etablering og/eller afvikling af en kundes låneforhold ved belåning af fast ejendom. Notaaoplysningerne er således her en integreret del af et bredere, samlet og retvisende kundeoutput om kundeforholdet. Herudover er det ved en række lånekonstruktioner ikke muligt at fremsende notaen børsdagen efter handlens gennemførelse. Det gælder f.eks. ved refinansiering af rentetilpasningslån, indgåelse af kursaftaler, blokemissionsfinansiering m.v., hvor der ikke er samtidighed mellem afdækningssalg af obligationer og kundens indgåelse af låneaftale. Desuden er realkreditte kendetegnet ved "spidsbelastningssituationer", der umuliggør overholdelse af én dagsfristen.

Herudover kan afregningsnotaen fremsendes til kunden senere, såfremt der er tale om handel med pantebreve. Baggrunden herfor er, at fremsendelse af nota i disse tilfælde afventer tinglysning, og bestemmelsen fastlægger, at afregningsnotaen i disse tilfælde skal fremsendes hurtigst muligt efter tinglysningen af pantebrevet.

§ 11. For værdipapirhandel, der er omfattet af kapitel 3, skal kunden i afregningsnotaen have følgende oplysninger:

- 1) *Værdipapirhandlerens navn og adresse.*
- 2) *Kundens navn og adresse samt relevant konto- og depotnummer.*
- 3) *Navn og identifikationskode på det handlede værdipapir samt den handlede mængde.*
- 4) *Hvilken handelstype der er anvendt. Såfremt der er handlet i kommission, skal det endvidere fremgå, hvis værdipapirhandleren har foretaget selvindtræde.*
- 5) *Den pågældende fondsbørs henholdsvis autoriserede markedsplads, såfremt der er handlet på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads' systemer.*
- 6) *Tidspunktet for handlens gennemførelse, med mindre der er tale om en gennemsnitskurshandel. Hvis en ordre eller opsamlede ordrer er delt, oplyses handelstidspunktet for hver enkelt delhandel.*
- 7) *Handelssystemets bedste bud henholdsvis udbud på tidspunktet for handlens gennemførelse, såfremt der er tale om en handel, der gennemføres uden for en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads' handelssystemer, og der ikke er tale om en gennemsnitskurshandel.*
- 8) *Handelskursen. Hvis en ordre eller opsamlede ordrer er delt, oplyses handelskurserne eller den gennemsnitlige handelskurs for de enkelte delhandler.*
- 9) *Det samlede beløb, der er handlet værdipapirer for.*
- 10) *Handelsomkostningerne, herunder eventuelle tillæg til henholdsvis fradrag i handelskursen, som værdipapirhandleren har beregnet sig. De enkelte omkostningselementer skal anføres, ligesom omkostningerne skal fremgå som ét samlet beløb.*
- 11) *Principperne for hvorledes kursen er fastsat i de i § 7 omhandlede situationer, samt at kunden ved henvendelse til værdipapirhandleren kan få yderligere oplysninger herom. Hvis*

værdipapirhandleren skønner, at der er behov herfor, skal disse yderligere oplysninger endvidere angives.

12) *Ved afregning af handler efter § 8, stk. 1, handelssystemets bedste bud henholdsvis udbud ved systemets lukketid, såfremt et sådant findes.*

Stk. 2. For værdipapirer, der er optaget til notering på en udenlandsk fondsbørs eller til handel på en udenlandsk autoriseret markedsplads, skal kunden have de i stk. 1, nr. 1-3, 9 og 10, nævnte oplysninger. Desuden skal handelskursen angives.

Kommentar:

Stk. 1 angiver minimumskravene til den afregningsnota, som værdipapirhandleren skal fremsende til kunden. Bestemmelsen gælder alene værdipapirer, der er noteret på en dansk fondsbørs eller optaget til handel på en dansk autoriseret markedsplads, og bestemmelsen skal gøre det muligt for kunden at kontrollere, hvad værdipapirhandleren har foretaget sig - herunder om dette er i overensstemmelse med det aftalte.

Efter nr. 1 skal værdipapirhandlerens navn og adresse fremgå af afregningsnotaen.

Efter nr. 2 skal kundens navn og adresse samt relevant konto- og depotnummer fremgå af afregningsnotaen.

Nr. 3 angiver, at kunden i afregningsnotaen skal have oplyst navn og identifikationskode på det handlede værdipapir samt den handlede mængde.

Efter nr. 4 skal det fremgå, hvilken handelstype der er anvendt. Der henvises her til de ovenfor under § 4, stk. 1, nr. 1, anførte beskrivelser af handelstyper. Det drejer sig om børshandel, strakshandel og gennemsnitskurshandel. Ved gennemsnitskurshandel skal det fremgå, hvilken gennemsnitskurs der er anvendt.

Såfremt værdipapirhandleren er kommissionær for kunden, skal det af afregningsnotaen endvidere fremgå, hvis værdipapirhandleren selv er indtrådt i handlen. Det forudsættes her, at værdipapirhandleren har haft adgang til at foretage selvindtræde, hvilket i almindelighed vil være tilfældet. Der henvises i øvrigt til det ovenfor under § 4 anførte.

For så vidt angår selvindtræde gælder følgende i en række konkrete situationer:

- a) Et ikke-medlem af en fondsbørs henholdsvis en autoriseret markedsplads indgår aftale med en kunde om en værdipapirhandel, og ikke-medlemmet handler herefter via et medlem (børsmedlem). Såfremt handlen gennemføres med medlemmet som modpart, er der ikke tale om selvindtræde, og der skal således ikke oplyses herom i afregningsnotaen.
- b) En værdipapirhandler indgår aftale med en kunde om en værdipapirhandel, og ordren lægges ud på et handelssystem. Værdipapirhandleren gennemfører herefter en "krydset handel", jf. nedenfor. Der er i denne situation tale om selvindtræde, med mindre værdipapirhandleren optræder på to kunders vegne. Hvis der er tale om selvindtræde, skal der oplyses herom på afregningsnotaen.
- c) En kunde lægger via automatisk ordreformidling en ordre ind på et handelssystem. Værdipapirhandleren lægger selv en ordre ud, og de to ordrer matches tilfældigt. Der er her tale om selvindtræde, og der skal således oplyses herom i afregningsnotaen.
- d) Samme situation som under c). En anden kunde lægger også via automatisk ordreformidling hos den samme værdipapirhandler en ordre ud på systemet, og de to ordrer matches. Der er her ikke tale om selvindtræde, da værdipapirhandleren ikke er modpart "for egen regning", og der skal således ikke oplyses herom i afregningsnotaen.

Ved en "krydset handel" forstås handler, hvor der kun er ét børsmedlem involveret, dvs. handler mellem en kunde og børsmedlemmet, eller handler hvor værdipapirhandleren har medvirket ved en transaktion mellem to kunder.

Såfremt værdipapirhandleren - enten på egne vegne eller på en (anden) kundes vegne - har lagt en modordre ud på handelssystemet, kan dette handelssystem være indrettet således, at denne

modordre "springer over" eventuelle øvrige modsatrettede ordrer i systemet med samme kurs, således at værdipapirhandleren bliver kundens modpart i handlen.

Efter nr. 5 skal værdipapirhandleren anføre, hvilken fondsbørs henholdsvis autoriseret markedsplads, der er handlet på, hvis der er handlet på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads' systemer.

Nr. 6 omfatter såvel strakshandler som handler over en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads' handelssystemer, dvs. børshandler. Ved sådanne handler skal afregningsnotaen indeholde oplysning om tidspunktet for handlens gennemførelse. Tidspunkt omfatter både dato og klokkeslæt. Gennemsnitskurshandler er udtrykkeligt undtaget fra bestemmelsen, da der her er tale om en objektiv konstaterbar kursberegningsmetode, der er kendt på aftaletidspunktet.

Såfremt der er tale om, at en ordre eller opsamlede ordrer er blevet delt, skal samtlige handelstidspunkter fremgå af notaen.

Nr. 7 omfatter handler, der gennemføres uden om en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads' handelssystemer ("off-exchange handler"). Ved sådanne handler skal afregningsnotaen indeholde oplysning om bedste bud henholdsvis udbud på handelstidspunktet i det pågældende handelssystem. Hvis der på handelstidspunktet ikke var bud henholdsvis udbud i systemet, skal dette udtrykkeligt fremgå af afregningsnotaen.

Gennemsnitskurshandler er udtrykkeligt undtaget fra bestemmelsen med samme begrundelse som ovenfor under nr. 6.

Efter nr. 8 skal handelskursen angives. Såfremt der er tale om, at en ordre eller opsamlede ordrer er blevet delt, skal de forskellige handelskurser eller den gennemsnitlige handelskurs anføres. Såfremt der er handlet på termin, skal det ved afregningen af realkreditlån tydeligt fremgå, om terminstillæg/-fradrag indgår i kursen. Ved gennemsnitskurshandler må gennemsnitskursen ikke indeholde tillæg/fradrag. Såfremt terminstillægget/fradraget ikke indgår i handelskursen, skal tillægget/fradraget fremgå særskilt.

Efter nr. 9 skal værdipapirhandleren oplyse det samlede beløb, der er handlet værdipapirer for. Der er tale om handlet mængde ganget med handelskursen.

Efter nr. 10 skal angivelse af handelsomkostningerne på en let overskuelig måde gøre det muligt for kunden at se, hvor meget omkostningerne beløber sig til, og hvilke omkostningselementer der indgår i afregningen. Afregningsnotaen skal indeholde såvel oplysninger om de enkelte delelementer af handelsomkostningerne som angivelse af de samlede handelsomkostninger som ét samlet beløb.

Nr. 9 og 10 indebærer således et forbud mod "skjult kursskæring". Ved "skjult kursskæring" forstås den situation, hvor en værdipapirhandler sælger eller køber et værdipapir til en kunde til en kurs, der ligger uden for kursintervallet (spread'et) på en fondsbørs eller autoriseret markedsplads. Den ændrede kurs er udtryk for en skjult handelsomkostning, ligesom "skjult kursskæring" modvirker gennemsigtighed i markedet.

Til handelsomkostninger henregnes bl.a. kurtage samt diverse tillæg/fradrag - dog ikke terminstillæg/-fradrag, jf. bemærkningerne til nr. 8. Omkostningerne kan beregnes både som en procentsats og som et fast beløb. Det skal fremgå af notaen, hvilken beregningsmetode der er anvendt. Selve angivelsen af handelsomkostningerne i afregningsnotaen skal derimod fremgå som et beløb i en valuta. Det er således ikke tilstrækkeligt at angive handelsomkostningerne som en procentsats eller som kurspoint.

Efter nr. 11 skal principperne for kursberegningen angives, såfremt kursen er fastsat efter bekendtgørelsens § 7, dvs. for værdipapirer, hvori der ikke er løbende handel. Da oplysning efter nr. 11 ofte vil have et mere standardmæssigt indhold, skal afregningsnotaen indeholde oplysning om, at kunden ved henvendelse til værdipapirhandleren kan få oplysning om grundlaget for

kursfastsættelsen. Hvis værdipapirhandleren skønner, at der er behov herfor, skal disse yderligere oplysninger endvidere fremgå af notaen.

Nr. 12 vedrører handel uden for et handelssystems åbningstid. Afregningsnotaen skal i disse tilfælde indeholde oplysning om handelssystemets bedste bud henholdsvis udbud ved systemets lukketid, såfremt der på dette tidspunkt fandtes et sådant.

Stk. 2 fastlægger - under henvisning til stk. 1 - minimumskravene til afregningsnotaen, når der er tale om handel med værdipapirer, der er noteret på en udenlandsk fondsbørs eller optaget til handel på en udenlandsk autoriseret markedsplads.

Der stilles i disse situationer lempeligere krav til notaens indhold, idet der ved handel på udenlandske markeder og/eller via udenlandske mæglere ofte vil være meget store problemer forbundet med at fremskaffe oplysninger svarende til de i stk. 1 anførte.

Der henvises i øvrigt til det ovenfor under stk. 1 anførte.

§ 12. For værdipapirhandel, der er omfattet af kapitel 4, skal kunden have følgende oplysninger:

- 1) *Værdipapirhandlerens navn og adresse.*
- 2) *Kundens navn og adresse samt relevant konto- og depotnummer.*
- 3) *Navn på det handlede værdipapir samt den handlede mængde.*
- 4) *Hvorvidt der er handlet i kommission eller med værdipapirhandleren som modpart. Såfremt der er handlet i kommission, skal det endvidere fremgå, hvis værdipapirhandleren har foretaget selvindtræde.*
- 5) *Datoen for handlens gennemførelse. Hvis en ordre eller opsamlede ordrer er delt, oplyses handelsdatoen for hver enkelt delhandel.*
- 6) *Handelskursen. Hvis en ordre eller opsamlede ordrer er delt, oplyses handelskurserne eller den gennemsnitlige handelskurs for hver enkelt delhandel.*
- 7) *Det samlede beløb, der er handlet værdipapirer for.*
- 8) *Handelsomkostningerne, herunder eventuelle tillæg til henholdsvis fradrag i handelskursen, som værdipapirhandleren har beregnet sig. De enkelte omkostningselementer skal anføres, ligesom omkostningerne skal fremgå som ét samlet beløb.*

Kommentar:

Bestemmelsen fastlægger minimumskravene til afregningsnotaen i forbindelse med handel med værdipapirer, når disse ikke er noteret på en fondsbørs eller optaget til handel på en autoriseret markedsplads. Dette gælder såvel danske som udenlandske fondsbørser henholdsvis autoriserede markedspladser.

For så vidt angår nr. 1-3 henvises der til det ovenfor anførte under § 10, stk. 1, nr. 1-3, anførte.

Der stilles i nr. 4 krav om oplysning om, hvorvidt der er handlet med værdipapirhandleren som modpart eller i kommission. Hvis der er handlet i kommission, skal det endvidere oplyses, hvis værdipapirhandleren har foretaget selvindtræde. Der henvises i øvrigt til det ovenfor under §§ 4 og 11 anførte.

Efter nr. 5 skal afregningsnotaen indeholde oplysning om datoen for handlens gennemførelse. Såfremt der er tale om, at en ordre eller opsamlede ordrer er blevet delt, skal samtlige handelsdatoer fremgå af notaen.

Efter nr. 6 skal handelskursen angives. Såfremt der er tale om, at en ordre eller opsamlede ordrer er blevet delt, skal de forskellige handelskurser eller den gennemsnitlige handelskurs anføres.

Såfremt der er handlet på termin, skal terminstillæg henholdsvis -fradrag indgå i kursen.

For så vidt angår kravene i nr. 7 og 8 henvises der til det ovenfor under § 11, stk. 1, nr. 9 og 10, anførte.

Kapitel 6

Tilsyn og straffebestemmelse

§ 13. Finanstilsynet fører tilsyn med bekendtgørelsens overholdelse.

Stk. 2. Finanstilsynet kan jf. § 3, stk. 1 i lov om værdipapirhandel m.v. give påbud om berigtigelse af forhold, der er i strider med kap. 2-5.

Kommentar:

Bestemmelsen fastlægger, at det er Finanstilsynet, der fører tilsyn med bekendtgørelsens overholdelse.

Stk. 2 fastlægger, at Finanstilsynet kan give påbud om berigtigelse af forhold, der er i strid med bestemmelserne i kapitel 2 til 5.

§ 14. Med bøde straffes den, der undlader at efterkomme påbud efter § 13, stk. 2.

Kommentar:

Straffen for ikke at efterkomme et påbud efter § 13, stk. 2, er bøde.

Kapitel 7

Ikrafttrædelsesbestemmelse

§ 15. Bekendtgørelsen træder i kraft den 15. februar 2003, jf. dog stk. 2.

Stk. 2. § 2, stk. 2, § 4, stk. 3-5, og §§ 11 og 12 træder i kraft den 1. juli 2003.

Stk. 3. Bekendtgørelse nr. 429 af 28. maj 2001 om god værdipapirhandel ved handel med visse værdipapirer ophæves den 15. februar 2003, jf. dog stk. 4.

Stk. 4. § 2, stk. 2, § 4, stk. 2, § 5, stk. 3, og §§ 9-11 i bekendtgørelse nr. 429 af 28. maj 2001 forbliver i kraft indtil den 1. juli 2003.

Kommentar:

Bestemmelsen fastlægger ikrafttrædelsestidspunktet for bekendtgørelsen.

Denne vejledning afløser Fondsrådets vejledning af 17. september 2001 til bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik ved handel med visse værdipapirer.

Finanstilsynet, den 25. november 2003

Stig Nielsen

/Henning Lykke Nielsen

Bilag 13 – BEK nr. 809 af 29. juni 2007 om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel

Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel ¹⁾

I medfør af § 43, stk. 2, og § 373, stk. 4, i lov om finansiel virksomhed, jf. lovbekendtgørelse nr. 381 af 19. april 2007, fastsættes:

Kapitel 1

Anvendelsesområde og definitioner

Anvendelsesområde

§ 1. Bekendtgørelsen finder anvendelse på følgende virksomhed, jf. dog stk. 2-6:

- 1) Danske værdipapirhandleres aktiviteter her i landet.
- 2) Aktiviteter her i landet hos tredjelands værdipapirhandlere, der har tilladelse til filialetablering eller grænseoverskridende virksomhed, jf. lov om finansiel virksomhed.
- 3) Aktiviteter i danske filialer af investeringsselskaber og kreditinstitutter fra EU/EØS-lande.
- 4) Danske værdipapirhandleres aktiviteter i andre EU/EØS-lande, når dette foregår som grænseoverskridende aktiviteter uden filialetablering.

Stk. 2. Bekendtgørelsen finder ikke anvendelse på grænseoverskridende tjenesteydelser ydet her i landet af investeringsselskaber og kreditinstitutter, der er meddelt tilladelse i et andet land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

Stk. 3. § 8, stk. 2-6, § 9, stk. 2 og 3, § 11, stk. 1, nr. 1-4, § 12, § 14, §§ 16-20 finder ikke anvendelse på værdipapirhandel med realkreditobligationer, når værdipapirhandlen sker i tilknytning til og som forudsætning for udførelse af kunders realkreditforretninger.

Stk. 4. § 5-7, § 11, stk. 1, nr. 1-4 og nr. 6, § 12, § 14, § 16, § 18 og § 20 finder tilsvarende anvendelse på investeringsrådgivere, jf. kapitel 20 a i lov om finansiel virksomhed.

Stk. 5. Bekendtgørelsen finder, bortset fra § 4, ikke anvendelse, når værdipapirhandlerens kunder er godkendte modparter.

Stk. 6. Bekendtgørelsen finder ikke anvendelse på transaktioner mellem medlemmer af en multilateral handelsfacilitet, en alternativ markedsplads eller et reguleret marked her i landet eller i andre lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

Stk. 7. § 21 finder anvendelse på ordrer vedrørende omsættelige pantebreve med pant i fast ejendom eller løsøre.

Definitioner

§ 2. Ved værdipapirhandel forstås investeringsservice som nævnt i bilag 4, afsnit A i lov om finansiell virksomhed samt, hvis det er relevant, accessoriske tjenesteydelser, som nævnt i bilag 4, afsnit B, i lov om finansiell virksomhed.

Stk. 2. Som værdipapirhandlere anses i denne bekendtgørelse virksomheder omfattet af § 1, stk. 1.

Stk. 3. Ved finansielle instrumenter forstås de instrumenter, der er nævnt i bilag 5, nr. 1-10 i lov om finansiell virksomhed.

Stk. 4. Ved investeringsrådgivning forstås personlige anbefalinger til en kunde om transaktioner i tilknytning til finansielle instrumenter.

Stk. 5. Ved personlig anbefaling forstås en anbefaling, der gives til en person i dennes egenskab af investor, som tager udgangspunkt i personens egne omstændigheder og som udgør en anbefaling til at tage et af følgende skridt:

- 1) At købe, sælge tegne, udveksle indløse, beholde eller garantere et bestemt finansielt instrument, eller
- 2) at udøve eller undlade at udøve en rettighed, der skyldes et bestemt finansielt instrument, til at købe, sælge, tegne, udveksle eller indløse et finansielt instrument.

Kapitel 2

Formkrav til levering af information

Varigt medium

§ 3. Information, der er personligt rettet til kunden, og som leveres efter § 4, stk. 5, §§ 10-14, § 21, stk. 1, § 22, stk. 1 og stk. 7, § 24, stk. 1 og § 25, stk. 3 skal leveres på papir. Informationen kan leveres på andet varigt medium end papir, hvis følgende betingelser er opfyldt:

- 1) Leveringen af informationen er hensigtsmæssig i forhold til den måde, hvorpå forretningerne mellem værdipapirhandleren og kunden udføres.
- 2) Kunden vælger, at oplysningerne gives på et andet varigt medium end papir.

Stk. 2. Information, der ikke er personligt rettet til kunden, og som leveres efter §§ 10-14 og § 25, stk. 3, kan leveres via en hjemmeside, der ikke udgør et varigt medium, hvis følgende betingelser er opfyldt:

- 1) Leveringen af informationen er hensigtsmæssig i forhold til den måde, hvorpå forretningerne mellem værdipapirhandleren og kunden udføres.

- 2) Kunden har samtykket hertil.
- 3) Kunden informeres om hjemmesidens adresse, samt hvor på hjemmesiden informationen findes.
- 4) Informationen er opdateret.
- 5) Informationen er tilgængelig på hjemmesiden i den for kunden nødvendige periode.

Kundekategorier

§ 4. En værdipapirhandler skal inddele sine kunder i kategorier som henholdsvis

- 1) professionelle kunder, jf. bilag 1,
- 2) godkendte modparter, jf. bilag 2, eller
- 3) detailkunder, som hverken er professionelle kunder eller godkendte modparter.

Stk. 2. Værdipapirhandleren kan på eget initiativ enten generelt eller på ad hoc-basis behandle en professionel kunde eller en godkendt modpart som en detailkunde.

Stk. 3. Værdipapirhandleren kan på anmodning fra en kunde enten generelt eller på ad hoc-basis behandle en professionel kunde som en godkendt modpart, eller en godkendt modpart som en professionel kunde.

Stk. 4. En detailkunde kan efter anmodning, og hvis vedkommende opfylder de i bilag 1 afsnit b anførte betingelser, blive behandlet som en professionel kunde.

Stk. 5. En værdipapirhandler skal informere sine kunder om, hvilken kundegruppe de er kategoriseret i, om adgangen til at anmode om en anden kategorisering, og om hvilken betydning kategoriseringen har for graden af kundebeskyttelse.

Kapitel 3

Generelle regler om investorbeskyttelse

Generalklausul

§ 5. En værdipapirhandler skal handle redeligt og professionelt.

Kundeaftaler

§ 6. En værdipapirhandler skal indgå og registrere en aftale med sin kunde, som indeholder en beskrivelse af parternes væsentlige rettigheder og pligter, samt hvilke finansielle ydelser, der er omfattet af aftalen.

Stk. 2. Vilkår, der indgår i aftalen, kan fremgå ved henvisning til separate dokumenter, herunder til værdipapirhandlerens almindelige forretningsbetingelser og standardvilkår.

Stk. 3. En værdipapirhandler skal indgå eller bekræfte alle aftaler med sine kunder på et varigt medium, jf. § 3, stk. 1.

Præmiering

§ 7. En værdipapirhandler må ikke modtage eller give præmiering i forbindelse med værdipapirhandel, medmindre præmieringen

- 1) Ydes eller modtages af kunden eller kundens fuldmægtig.
- 2) Ydes eller modtages af tredjemand eller dennes fuldmægtig, hvis præmieringen er udformet med henblik på at øge kvaliteten af den tjeneste, der ydes kunden, og ikke berører værdipapirhandlerens forpligtelse til at handle i overensstemmelse med kundens interesse, og kunden er blevet oplyst om præmieringens eksistens, størrelse og karakteren forud for opfyldelsen af aftalen. Hvis det ikke er muligt at oplyse størrelsen på præmieringen, skal beregningsmetoden oplyses.
- 3) Udgør et gebyr, som gør det muligt eller er nødvendigt for at gennemføre værdipapirhandlen og ikke kan give anledning til konflikter med værdipapirhandlerens pligt til at handle redeligt og professionelt.

Stk. 2. Vilkår om præmiering i værdipapirhandlerens aftaler, jf. stk. 1, nr. 2 kan gives i summarisk form. Der skal på kundens anmodning gives yderligere oplysninger herom.

Kapitel 4

Generel information

Information til detailkunder

§ 8. Information, som må antages at blive modtaget af detailkunder, skal være klar og ikke-vildledende. Informationen skal indeholde værdipapirhandlerens navn.

Stk. 2. Indeholder informationen en sammenligning af værdipapirhandel, finansielle instrumenter eller værdipapirhandlere, skal

- 1) sammenligningen være retvisende og afbalanceret,
- 2) kilderne til oplysningerne i sammenligningen angives, og
- 3) de anvendte nøgledata og forudsætninger medtages.

Stk. 3. Indeholder informationen oplysninger om tidligere afkast for et finansielt instrument, et finansielt indeks eller en værdipapirhandel, skal værdipapirhandleren

- 1) medtage oplysninger om afkast for de foregående fem år eller hele den periode, hvori det finansielle instrument er blevet udbudt, det finansielle indeks har været etableret, eller den finansielle ydelse har været tilbudt, hvis denne periode er kortere end fem år eller en længere

periode, som værdipapirhandleren fastsætter, og som i hvert enkelt tilfælde er baseret på hele tolv måneders perioder,

2) angive referenceperioden og oplysningskilden tydeligt,

3) oplyse, at tallene er historiske, og at tidligere afkast ikke kan anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast, og såfremt informationen er baseret på beløb i en anden valuta end den, som anvendes i det land, hvor detailkunden er bosiddende, skal valutaen angives tydeligt, og der skal gives information om, at gevinsterne kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurserne, og

4) angive konsekvenserne af gebyrer, provisioner eller andre omkostninger, hvis oplysningerne er baseret på bruttoafkast.

Stk. 4. Såfremt informationen indeholder oplysninger om eller henvisninger til simulerede tidligere afkast, skal informationen relatere sig til et finansielt instrument eller et finansielt indeks og

1) baseres på et faktisk tidligere afkast af et eller flere finansielle instrumenter eller finansielle indekser, der er det samme som eller ligger til grund for det pågældende finansielle instrument,

2) for så vidt angår det faktiske tidligere afkast i nr. 1, skal betingelserne i stk. 3, nr. 1-4, være opfyldt, og

3) informere om, at tallene henviser til simulerede tidligere afkast, og at tidligere afkast ikke kan anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast.

Stk. 5. Indeholder informationen oplysninger om fremtidige afkast,

1) må oplysningerne ikke være baseret på eller henvise til simulerede tidligere afkast,

2) skal oplysningerne være baseret på rimelige formodninger understøttet af objektiv data,

3) skal der oplyses om virkningerne af gebyrer, provisioner eller andre omkostninger, hvis oplysningerne er baseret på bruttoafkast, og

4) skal der oplyses om, at sådanne prognoser ikke kan anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast.

Stk. 6. Henvises der i informationen til en særlig skattebehandling, skal det tydeligt angives, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte kundes individuelle situation og kan ændre sig fremover.

Stk. 7. En kompetent myndigheds navn må ikke anvendes på en måde, der antyder, at myndigheden anbefaler eller godkender værdipapirhandlerens produkter eller tjenester.

Markedsføringsmateriale til detailkunder

§ 9. Oplysninger, som fremgår af værdipapirhandlerens markedsføringsmateriale, skal stemme overens med de oplysninger, som værdipapirhandleren giver i forbindelse med en værdipapirhandel.

Stk. 2. Hvis værdipapirhandlerens markedsføringsmateriale indeholder et tilbud om at indgå en aftale om et finansielt instrument eller om at udføre værdipapirhandel for de personer, der tager imod tilbudet og materialet indeholder en svarformular eller specificerer, hvorledes der skal svares, skal de oplysninger, der følger af §§ 11-14, og som er relevante for tilbudet eller opfordringen, fremgå. Tilsvarende finder anvendelse, hvis markedsføringsmaterialet indeholder en opfordring til enhver person til at komme med et tilbud om at indgå en aftale om et finansielt instrument eller om at udføre værdipapirhandel.

Stk. 3. Stk. 2 finder ikke anvendelse, hvis kunden for at kunne svare på tilbudet eller opfordringen skal henvises til dokumenter, der indeholder de oplysninger, der følger af §§ 11-14.

Kapitel 5

Specifik information om aftalevilkår og finansielle instrumenter

Oplysning om vilkår

§ 10. En værdipapirhandler skal, senest når vedkommende indgår en aftale med en detailkunde om levering af en tjenesteydelse, eller leverer en tjenesteydelse til en detailkunde, hvis dette tidspunkt ligger forud, oplyse om vilkårene for aftalen. Kunden skal samtidig have de oplysninger, der følger af § 11. Senest samtidig med leveringen af tjenesteydelsen skal værdipapirhandleren desuden give en detailkunde de oplysninger, der følger af §§ 11-14 i denne bekendtgørelse og § 4, stk. 3, nr. 1-3 og stk. 7, 1. pkt. i bekendtgørelse om værdipapirhandleres udførelse af ordrer.

Stk. 2. Hvis aftalen på en detailkundes anmodning er indgået ved brug af fjernkommunikation, og værdipapirhandleren derfor ikke er i stand til at overholde de i stk. 1 fastsatte frister, eller hvis aftalen er indgået ved brug af taletelefoni i overensstemmelse med § 11, stk. 2, i lov om visse forbrugeraftaler, skal oplysningerne gives til kunden straks efter, at aftalen er indgået eller, at værdipapirhandleren er begyndt at opfylde aftalen.

Stk. 3. Værdipapirhandleren skal give en professionel kunde de oplysninger, der følger af § 13, stk. 3 og 4, senest samtidig med leveringen af en tjenesteydelse.

Stk. 4. Når en værdipapirhandler foretager væsentlige ændringer i de i §§ 11-14 omhandlede oplysninger af betydning for den tjenesteydelse, som leveres til kunden, skal kunden have oplysning herom i rimelig tid inden ændringen. Meddelelsen skal gives på et varigt medium, hvis de oplysninger, den vedrører, blev givet på et varigt medium.

Oplysninger om værdipapirhandleren til detailkunder

§ 11. En værdipapirhandler skal, når det er relevant, give følgende oplysninger til detailkunder:

1) Værdipapirhandlerens navn og adresse, og hvordan den pågældende kan kontaktes, herunder hvordan og på hvilket sprog kommunikationen skal foregå.

- 2) Navn og adresse på den myndighed, der har meddelt tilladelse til virksomheden.
- 3) Virker værdipapirhandleren gennem en tilknyttet agent, skal dette oplyses med angivelse af det land i Den Europæiske Union eller land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, hvor agenten er registreret.
- 4) Arten og hyppigheden af samt tidspunktet for den rapportering over udførte tjenesteydelser, som værdipapirhandleren skal give kunden.
- 5) En kortfattet beskrivelse af de foranstaltninger, som værdipapirhandleren træffer for at beskytte de finansielle instrumenter og midler, som værdipapirhandleren opbevarer for kunden, herunder en beskrivelse af garantifonden for indskydere og investorer eller i tilfælde af filialer en tilsvarende garantiordning i virksomhedens hjemland.
- 6) En beskrivelse af værdipapirhandlerens politik vedrørende interessekonflikter, jf. regler udstedt herom i medfør af § 72, stk. 5, i lov om finansiell virksomhed. Hvis oplysningerne gives i summarisk form, skal værdipapirhandleren på kundens anmodning give detaljerede oplysninger herom.

Stk. 2. Tilbyder en værdipapirhandler porteføljepleje, skal værdipapirhandleren, når det er relevant, ud over de i stk. 1 nævnte oplysninger, give kunderne følgende oplysninger:

- 1) En beskrivelse af metoden for og hyppigheden af vurderingen af de finansielle instrumenter i kundeporteføljen.
- 2) Beskrivelse af enhver uddelegering af den skønsmæssige styring af kundens portefølje.
- 3) En specifikation af benchmark, som afkastene af kundens portefølje måtte blive sammenlignet med.
- 4) De typer finansielle instrumenter, der kan indgå i kundeporteføljen, og de typer transaktioner, der kan gennemføres med sådanne instrumenter, herunder eventuelle grænseværdier.
- 5) Styringsmålene, og risikoniveauet, der skal afspejles i bestyrerens skønsmæssige kompetence, og eventuelle specifikke begrænsninger heri.

Stk. 3. Hvis værdipapirhandleren udfører porteføljepleje, skal der indføres en passende metode til evaluering og sammenligning, fx et relevant benchmark, der er baseret på kundens investeringsformål og de typer af finansielle instrumenter, der er i kundens portefølje, således at kunden kan vurdere værdipapirhandlerens resultater.

Oplysninger om finansielle instrumenter

§ 12. Værdipapirhandlere skal, når det er relevant, give kunderne en generel beskrivelse af de finansielle instrumenters art eller den foreslåede investeringsstrategi og de dermed forbundne risici. Beskrivelsen skal sætte kunden i stand til at træffe investeringsbeslutninger på et informeret grundlag. Beskrivelsen skal, når det er relevant i forhold til det specifikke type instrument samt

kundens status som enten detailkunde eller professionel kunde, jf. § 4 og kundens vidensniveau, omfatte følgende:

- 1) Risici ved de specifikke typer instrumenter, herunder en forklaring af gearing og dens virkninger samt risikoen for at miste hele investeringen.
- 2) Kursudsvingene for sådanne instrumenter og eventuelle begrænsninger på det tilgængelige marked for sådanne instrumenter.
- 3) Om transaktionen indebærer faktiske eller potentielle forpligtelser for kunden, som går ud over udgifterne ved at erhverve instrumenterne.
- 4) Eventuelle margenkrav eller lignende forpligtelser, der gælder for denne type instrumenter.

Stk. 2. Giver en værdipapirhandler en detailkunde oplysninger om et finansielt instrument, der på det pågældende tidspunkt udbydes til offentligheden, og er der offentliggjort et prospekt, skal værdipapirhandleren informere kunden om, hvor prospekterne er gjort tilgængelige for offentligheden.

Stk. 3. Forventes risiciene ved et finansielt instrument, der består af to eller flere forskellige finansielle instrumenter eller tjenesteydelser, at være større end risiciene ved nogen af enkeltdelene, skal værdipapirhandleren give en dækkende beskrivelse af instrumentets enkeltdelte og den måde, hvorpå deres indbyrdes påvirkning øger risiciene.

Stk. 4. Ved finansielle instrumenter, der indeholder en garanti fra tredjemand, skal oplysningerne om garantien omfatte information om garanten og garantien, så detailkunden kan foretage en rimelig vurdering af garantien.

Opbevaring og udlån af finansielle instrumenter

§ 13. Opbevares en detailkundes finansielle instrumenter eller midler af tredjemand på værdipapirhandlerens vegne skal værdipapirhandleren, når det er relevant, oplyse kunden om:

- 1) Hvor instrumenterne eller midlerne opbevares.
- 2) Det ansvar, for tredjemands handlinger eller undladelser, som værdipapirhandleren er pålagt efter gældende ret.
- 3) Konsekvensen for kunden, hvis tredjemand bliver insolvent.

Stk. 2. Opbevarer tredjemand en detailkundes finansielle instrumenter eller midler på et samledepot, skal værdipapirhandleren oplyse kunden om de dermed forbundne retsvirkninger.

Stk. 3. Er eller bliver conti, der indeholder finansielle instrumenter eller midler, som tilhører en kunde, underlagt retsreglerne i et land udenfor Den Europæiske Union eller udenfor et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, skal værdipapirhandleren gøre kunden opmærksom på, at kundens rettigheder i forbindelse med disse finansielle instrumenter eller midler kan variere som følge heraf.

Stk. 4. Har en værdipapirhandler eller en depositar mulighed for at stille sikkerhed for, at have pant i kundens finansielle instrumenter eller midler, eller have modregningsret i relation til disse instrumenter eller midler, skal værdipapirhandleren oplyse kunden herom, og om muligt vilkårene herfor.

Stk. 5. Før en værdipapirhandler foretager udlån af finansielle instrumenter, som værdipapirhandleren opbevarer for en detailkunde, eller før en værdipapirhandler på anden måde anvender de finansielle instrumenter for egen regning eller for en anden kundes regning, skal værdipapirhandleren senest samtidig med udlånet eller anvendelsen give detailkunden oplysning om værdipapirhandlerens forpligtelser om anvendelsen af de pågældende finansielle instrumenter, herunder vilkårene for tilbagelevering og de hermed forbundne risici.

Prisoplysninger

§ 14. En værdipapirhandler skal, når det er relevant, give detailkunden følgende oplysninger:

1) Den samlede pris, herunder alle hermed forbundne omkostninger og de skatter, der skal betales via værdipapirhandleren. Hvis der ikke kan angives en præcis pris, skal grundlaget for beregningen af den samlede pris oplyses, således at kunden kan kontrollere den. De provisioner, som værdipapirhandleren opkræver, skal fordeles separat på hvert enkelt finansielt instrument.

2) Meddelelse om, at der kan forekomme omkostninger, herunder skatter, som ikke er pålagt værdipapirhandleren, eller som ikke betales af denne.

3) Betalingsbetingelser eller betingelser for andre ydelser.

Stk. 2. Hvis en del af den samlede pris i stk. 1, nr. 1 skal betales i eller repræsenterer et beløb i udenlandsk valuta, skal dette angives, herunder den anvendte valuta og principperne for beregning af omregningskursen, og de dermed forbundne omkostninger.

Forenklete prospekter

§ 15. Ved markedsføring af andele i en investeringsforening eller afdeling skal en værdipapirhandler oplyse, at der er udarbejdet et fuldstændigt og et forenklet prospekt, samt oplyse om, hvordan offentligheden kan få prospekterne udleveret eller få adgang hertil.

Stk. 2. Værdipapirhandleren skal tilbyde en kunde det forenklete prospekt vederlagsfrit inden køb af andele.

Stk. 3. På en kundes anmodning skal værdipapirhandleren udlevere prospekterne vederlagsfrit.

Stk. 4. Forenklete prospekter, der opfylder kravene i bekendtgørelse om oplysninger i investeringsforeningers, specialforeningers, godkendte fåmandsforeningers og hedgeforeningers prospekter, opfylder kravene i § 12 og § 14.

Kapitel 6

Kend din kunde-princippet

Egnethedstest

§ 16. Når en værdipapirhandler udøver investeringsrådgivning eller porteføljepleje, skal værdipapirhandleren indhente de nødvendige oplysninger om en kundes kendskab til og erfaring på det investeringsområde, som er relevant for den specifikke type produkt eller tjenesteydelse samt for kundens finansielle situation og investeringsformål, så værdipapirhandleren kan anbefale kunden den værdipapirhandel og de finansielle instrumenter, der egner sig for vedkommende.

Stk. 2. Ved udøvelse af porteføljepleje og investeringsrådgivning skal værdipapirhandleren på baggrund af de i stk. 1 indhentede oplysninger under hensyntagen til den leverede tjenesteydelses art og omfang sørge for, at den specifikke transaktion, der anbefales eller udføres, opfylder følgende kriterier:

- 1) Den opfylder kundens investeringsformål.
- 2) Kunden er finansielt i stand til at bære de med handlen forbundne investeringsrisici, der er i overensstemmelse med den pågældendes investeringsformål.
- 3) Kunden har den nødvendige erfaring og det nødvendige kendskab til at kunne forstå risiciene ved transaktionen eller porteføljeplejen.

Stk. 3. Hvis en værdipapirhandler udøver porteføljepleje eller investeringsrådgivning, jf. stk. 1, for en professionel kunde, kan værdipapirhandleren lægge til grund, at kunden har den nødvendige erfaring og det nødvendige kendskab, jf. stk. 2, nr. 3, i forbindelse med de produkter, transaktioner og tjenesteydelser, hvormed kunden er klassificeret som professionel. Hvis værdipapirhandlen består i levering af investeringsrådgivning til en professionel kunde, der er omfattet af bilag 1, afsnit a, kan værdipapirhandleren lægge til grund, at kunden finansielt er i stand til at bære eventuelle tab som følge af investeringen.

Stk. 4. Hvis en værdipapirhandler ikke får de oplysninger, der kræves i henhold til stk. 1, må værdipapirhandleren ikke rådgive kunden om investeringsvalg eller porteføljepleje.

Hensigtsmæssighedstest

§ 17. Når en værdipapirhandler udfører eller formidler ordrer for en detailkunde uden at yde investeringsrådgivning eller porteføljepleje, skal værdipapirhandleren udbede sig oplysninger fra kunden om dennes kendskab til og erfaring på det investeringsområde, som er relevant for den type produkt eller tjenesteydelse, der udbydes eller efterspørges. På baggrund af oplysningerne skal værdipapirhandleren vurdere, om det påtænkte produkt eller den påtænkte tjenesteydelse er hensigtsmæssig for kunden, jf. dog § 19. Værdipapirhandleren skal herunder afgøre, om kunden har den nødvendige erfaring og viden til at forstå de risici, der er forbundet med den specifikke type produkt eller tjenesteydelse, der tilbydes eller anmodes om.

Stk. 2. Finder værdipapirhandleren på grundlag af de oplysninger, som er modtaget i medfør af stk. 1, at produktet eller tjenesteydelsen ikke er hensigtsmæssig for kunden, skal kunden gøres udtrykkeligt opmærksom herpå. Denne information kan gives i en standardiseret form.

Stk. 3. Hvis kunden giver utilstrækkelige oplysninger om sit kendskab og sine erfaringer, jf. stk. 1, skal kunden gøres udtrykkeligt opmærksom på, at værdipapirhandleren på grund af den mangelfulde information ikke kan afgøre, om produktet eller tjenesteydelsen er hensigtsmæssig for vedkommende. Denne information kan gives i en standardiseret form.

Oplysninger til brug for egnetheds- og hensigtsmæssighedstest

§ 18. Når en værdipapirhandler i medfør af § 16 og § 17 indhenter eller udbeder sig oplysninger om en kundes kendskab til og erfaring på investeringsområdet, skal oplysningerne vedrøre følgende forhold:

- 1) De typer tjenester, transaktioner og finansielle instrumenter, som kunden er bekendt med.
- 2) Arten, antallet og hyppigheden af kundens transaktioner i finansielle instrumenter og den periode, hvori de er blevet gennemført.
- 3) Kundens uddannelsesniveau, beskæftigelse eller tidligere relevante beskæftigelse.

Stk. 2. Når en værdipapirhandler i medfør af § 16 indhenter oplysninger om en kundes finansielle situation, skal kundeoplysningerne, når det er relevant, indeholde information om indtægtsforhold, aktiver, herunder likvide aktiver, investeringer og fast ejendom samt kundens normale finansielle forpligtelser.

Stk. 3. Når en værdipapirhandler i medfør af § 16 indhenter oplysninger om en kundes investeringsformål, skal kundeoplysningerne, når det er relevant, indeholde information om investeringshorisont, risikovillighed, risikoprofil og formålet med investeringen.

Stk. 4. En værdipapirhandler må ikke opfordre en kunde til at undlade at give de oplysninger, som kræves i medfør af §§ 16 og 17.

Udelukkende ordreudførelse ("execution only")

§ 19. Når en værdipapirhandler alene modtager, formidler eller udfører en kundes ordrer med eller uden accessoriske tjenesteydelser (execution only), kan værdipapirhandleren undlade at opfylde forpligtelserne i §§ 16-18, hvis betingelserne i nr. 1-4 er opfyldt:

- 1) Tjenesteydelsen skal vedrøre
 - a) aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked her i landet, i andre lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller på et tilsvarende tredjelandsmarked,
 - b) pengemarkedsinstrumenter,
 - c) gældsinstrumenter, der ikke omfatter et afledt instrument,
 - d) andele i investeringsforeninger eller tilsvarende investeringsinstitutter omfattet af rådets direktiv 85/611/EØS (UCITS), eller

e) andre ikke komplekse finansielle instrumenter.

2) Tjenesteydelsen skal ydes på kundens initiativ.

3) Kunden er underrettet om, at værdipapirhandleren ikke har pligt til at vurdere det leverede eller tilbudte instruments eller den ydede eller tilbudte tjenesteydelses hensigtsmæssighed, og at kunden derfor ikke nyder godt af beskyttelsen efter reglerne i §§ 16 og 17. Denne information kan gives i en standardiseret form.

4) Værdipapirhandleren opfylder forpligtelserne i § 72, stk. 2, nr. 2 i lov om finansiel virksomhed, samt bekendtgørelser udstedt i medfør af § 72, stk. 6.

Kapitel 7

Afregningsnota m.v.

Rapport til kunden

§ 20. Værdipapirhandlere skal, når det er relevant, rapportere til deres kunder om de ydelser, som værdipapirhandleren har udført for kunderne, og som ikke er omfattet af §§ 21-24. Rapporten skal, hvor det er relevant, informere om omkostninger i forbindelse med de transaktioner og tjenesteydelser, der er gennemført for kundens regning.

Afregningsnota

§ 21. Når en værdipapirhandler på en kundes vegne har udført en ordre, som ikke er udført i forbindelse med porteføljepleje, skal værdipapirhandleren hurtigst muligt give kunden de væsentlige oplysninger om udførelsen. Hvis ordren er udført for en detailkunde, skal værdipapirhandleren sende kunden en afregningsnota senest den første hverdag efter udførelsen, eller hvis værdipapirhandleren modtager bekræftelsen fra tredjemand, senest den første hverdag efter modtagelsen af bekræftelsen. Dette gælder dog ikke, hvis afregningsnotaen indeholder de samme oplysninger som en afregningsnota, der straks sendes til detailkunden af tredjemand.

Stk. 2. Ved handel med obligationer i forbindelse med belåning af fast ejendom kan de væsentlige oplysninger om udførelsen og afregningsnotaen fremsendes sammen med de øvrige oplysninger, dog senest én måned efter handlens gennemførelse. I forbindelse med handel med pantebreve fremsendes afregningsnotaen hurtigst muligt efter tinglysning.

Stk. 3. Afregningsnotaen, jf. stk. 1, 2. pkt., skal, hvor det er muligt og relevant, indeholde følgende oplysninger:

1) Værdipapirhandlerens navn og adresse.

2) Kundens navn og adresse samt relevante konto- og depotnumre.

3) Tidspunktet for handlens gennemførelse.

4) Ordrens type.

5) Handelssted.

6) Navn eller identifikationskode på det handlede instrument samt den handlede mængde.

7) Køb, salg eller anden transaktion.

8) Handelskurs.

9) Det samlede beløb, der er handlet værdipapirer for, herunder den valuta, i hvilket beløbet er angivet.

10) Handelsomkostningerne, herunder eventuelle tillæg til henholdsvis fradrag i handelskursen, som værdipapirhandleren har beregnet sig. Omkostningerne skal fremgå som et samlet beløb, ligesom de enkelte omkostningselementer på kundens anmodning skal oplyses.

11) Kundens ansvar for afregning af transaktionen, herunder betalings- eller leveringsfrist samt passende kontooplysninger, hvis disse oplysninger og nævnte ansvar ikke allerede er meddelt til kunden.

12) Hvis kundens modpart er værdipapirhandleren selv eller en person i værdipapirhandlerens virksomhed, meddeles dette, medmindre ordren er blevet udført gennem et handelssted, hvor der handles anonymt.

Stk. 4. Hvis en værdipapirhandler modtager ordrer fra en detailkunde i forbindelse med andele i kollektive investeringsforeninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., og andele i andre institutter for kollektiv investering, der udføres periodisk, skal værdipapirhandleren enten sende kunden afregningsnotaer, jf. stk. 1, 2. pkt., eller give kunden de i stk. 3 anførte oplysninger om ordrens udførelse mindst hver sjette måned.

Stk. 5. Udover oplysningsforpligtelsen i stk. 1 skal en værdipapirhandler på en kundes anmodning give denne oplysninger om ordrens status.

Stk. 6. Oplysninger, jf. stk. 3, kan gives ved brug af standardkoder, hvis der gives en forklaring på de anvendte koder.

Periodisk oversigt

§ 22. En værdipapirhandler, der udøver porteføljepleje, skal give sine kunder periodiske oversigter om porteføljeplejen, med mindre sådanne oversigter gives af tredjemand.

Stk. 2. Ved udøvelse af porteføljepleje for en detailkunde skal den periodiske oversigt, jf. stk. 1, indeholde følgende oplysninger, når det er relevant:

1) Værdipapirhandlerens navn og adresse.

2) Kundens navn og adresse samt relevante konto- og depotnumre.

- 3) En redegørelse for indholdet og værdiansættelsen af porteføljen, herunder nærmere enkeltheder om hvert enkelt finansielt instrument, dets markedskurs eller dagskurs, hvis markedskursen ikke er tilgængelig, og kontantsaldoen ved begyndelsen og udgangen af perioden samt porteføljens resultat for perioden.
- 4) Gebyrernes samlede størrelse i perioden med angivelse af fordelingen af som minimum gebyrerne for porteføljepleje og de samlede udgifter til udførelsen af ordrene og meddelelse om, at der på anmodning kan gives en mere detaljeret opdeling.
- 5) En sammenligning af resultatet i den periode, som den periodiske oversigt dækker med det benchmark for investeringsresultatet, som værdipapirhandleren og kunden eventuelt er enedes om.
- 6) De samlede udbytter, renter og andre indbetalinger, der i perioden er tilflydt kundens portefølje.
- 7) Oplysninger om anden erhvervsmæssig udvikling, der medfører rettigheder vedrørende finansielle instrumenter i porteføljen.
- 8) De oplysninger, hvortil der henvises i § 21, stk. 3, nr. 3-12 for hver enkelt transaktion, der er udført i løbet af perioden, medmindre kunden vælger at modtage oplysninger om gennemførte transaktioner efter hver enkelt transaktion, jf. stk. 7.

Stk. 3. En værdipapirhandler skal give en detailkunde periodiske oversigter, jf. stk. 1, hver sjette måned.

Stk. 4. På anmodning skal værdipapirhandleren give kunden periodiske oversigter hver tredje måned. Kunden skal informeres om, at vedkommende har ret til at fremsætte anmodningen.

Stk. 5. Hvis en kunde, jf. stk. 7, vælger at modtage oplysninger efter hver enkelt transaktion, skal værdipapirhandleren give kunden periodiske oversigter mindst hver tolvte måned. For transaktioner i finansielle instrumenter, der er omfattet af § 2, stk. 1, nr. 1-10, i lov om værdipapirhandel m.v. skal den periodiske oversigt dog gives hver sjette måned.

Stk. 6. Hvis aftalen mellem værdipapirhandleren og en detailkunde om porteføljepleje muliggør en gearret portefølje, skal værdipapirhandleren give kunden periodiske oversigter mindst én gang om måneden.

Stk. 7. En kunde kan vælge at modtage de væsentligste oplysninger om gennemførte transaktioner efter hver enkelt transaktion på det tidspunkt, hvor porteføljebestyreren udfører transaktionen.

Stk. 8. Værdipapirhandleren skal, i de i stk. 7 omhandlede tilfælde, sende en detailkunde en bekræftelse af transaktionen med de oplysninger, der følger af § 21, stk. 3. Bekræftelsen skal sendes senest den første hverdag efter udførelsen, eller, hvis værdipapirhandleren modtager bekræftelsen fra tredjemand, senest den første hverdag efter modtagelsen af bekræftelsen. Dette gælder dog ikke, hvis bekræftelsen indeholder de samme oplysninger som en afregningsnota, der straks sendes til detailkunden af tredjemand.

Underretning om tab

§ 23. En værdipapirhandler, der tilbyder porteføljepleje eller bestyrer en konto, der inkluderer en udækket åben position i en eventualforpligtelse, skal give sine detailkunder underretning om eventuelle tab, der overstiger den eventuelle tærskel, der på forhånd er aftalt mellem værdipapirhandleren og kunden. Underretningen skal ske senest ved udgangen af den hverdag, hvor overskridelsen finder sted, eller, hvis det sker på en helligdag, ved begyndelsen af den første kommende hverdag.

Årlig oversigt

§ 24. En værdipapirhandler, der opbevarer kunders værdipapirer i depot, skal mindst én gang om året sende hver kunde en oversigt over de opbevarede finansielle instrumenter eller midler, medmindre en sådan oversigt er indeholdt i andre periodiske oversigter. 1. pkt. finder ikke anvendelse på indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales, i penge- eller realkreditinstitutter.

Stk. 2. Oversigten skal indeholde oplysninger om

- 1) samtlige finansielle instrumenter eller midler, som værdipapirhandleren opbevarer for den pågældende kunde ved udgangen af det tidsrum oversigten dækker,
- 2) i hvilket omfang en kundes finansielle instrumenter eller midler har været genstand for værdipapirudlån og lignende, og
- 3) i hvilket omfang kunden har indtjent eventuelle beløb som følge af dennes deltagelse i værdipapirudlån og lignende samt grundlaget for denne indtjening.

Stk. 3. Værdipapirhandlere, som opbevarer finansielle instrumenter eller midler, og som udfører porteføljepleje for en kunde, kan medtage den i stk. 1 omhandlede oversigt over kundens aktiver i den periodiske oversigt, værdipapirhandleren skal sende til kunden, jf. § 22, stk. 1.

Kapitel 8

Forretningsgange

§ 25. En værdipapirhandler skal mindst en gang årligt vurdere, om vedkommendes forretningsgange, systemer og ordreudførelsespolitik, jf. § 4 i bekendtgørelse om værdipapirhandlers udførelse af ordrer, fungerer efter hensigten, og afhjælpe eventuelle mangler. Værdipapirhandleren skal regelmæssigt vurdere, om de handelssteder, der er en del af dennes ordreudførelsespolitik, giver det bedst mulige resultat for kunderne.

Stk. 2. Indtræffer der væsentlige ændringer, der påvirker værdipapirhandlerens mulighed for fortsat konsekvent at opnå det bedst mulige resultat ved udførelsen af kundeordrer ved brug af de handelssteder, der indgår i ordreudførelsespolitikken, skal værdipapirhandleren vurdere, om ordreudførelsespolitikken fungerer efter hensigten, og afhjælpe eventuelle mangler.

Stk. 3. Kunderne skal have meddelelse om enhver væsentlig ændring af ordreudførelsespolitikken.

Efterlevelse af ordreudførelsespolitikken

§ 26. En værdipapirhandler skal på kundens anmodning sandsynliggøre, at kundens ordrer er udført i overensstemmelse med ordreudførelsespolitikken, jf. § 4 i bekendtgørelse om værdipapirhandlers udførelse af ordrer.

Kapitel 9

Behandling af kundeordrer m.v.

Behandling af kundeordre

§ 27. En værdipapirhandler skal have procedurer, der har til formål at sikre,

- 1) at en ordre, der udføres på en kundes vegne, registreres og allokeres omgående og nøjagtigt,
- 2) at sammenlignelige kundeordrer udføres fortløbende og omgående, medmindre ordrens art eller de gældende markedsbetingelser umuliggør dette, eller det strider mod kundens interesser, og
- 3) at værdipapirhandleren, straks efter at være blevet opmærksom herpå, informerer en detailkunde om eventuelle væsentlige problemer med at udføre ordren.

Stk. 2. En værdipapirhandler, der har ansvar for at føre tilsyn med eller sørge for afregning af udførte ordrer, skal træffe alle rimelige foranstaltninger for at sikre, at en kundes finansielle instrumenter eller midler, der er modtaget ved afregningen af udførte ordrer, omgående indsættes på den pågældende kundes konto.

Stk. 3. En værdipapirhandler må ikke misbruge oplysninger om ikke-udførte kundeordrer. Værdipapirhandleren skal træffe alle rimelige foranstaltninger for at forhindre, at bestyrelsesmedlemmer, direktører og øvrige ansatte, og fysiske personer, der inden for rammerne af en outsourcing-aftale er involveret i levering af tjenesteydelser til værdipapirhandleren, misbruger disse oplysninger.

Aggregering

§ 28. En værdipapirhandler må ikke aggregere forskellige kundeordrer eller aggregere kundeordrer med transaktioner for egen regning, medmindre følgende betingelser er opfyldt:

- 1) Det skal være usandsynligt, at aggregeringen af ordren eller transaktionen overordnet set vil være til ulempe for nogen kunde, hvis ordrer indgår heri.
- 2) Kunder skal oplyses om, at aggregeringen kan være til ulempe for dem så vidt angår en bestemt ordre.
- 3) Værdipapirhandleren skal fastlægge og følge en ordrefordelingspolitik, der giver mulighed for en rimelig fordeling af aggregerede ordrer og transaktioner, herunder hvordan ordrenes omfang og pris har betydning for fordelingen og behandlingen af delvis ordreudførelse.

Stk. 2. Når en værdipapirhandler aggregerer en ordre med en eller flere andre kundeordrer, og den aggregerede ordre kun delvist udføres, skal værdipapirhandleren allokere de dermed forbundne handler i overensstemmelse med sin ordrefordelingspolitik.

Allokering af handler

§ 29. En værdipapirhandler, der har aggregeret transaktioner for egen regning med en eller flere kundeordrer, må ikke allokere de dermed forbundne handler således, at det skader kundernes interesser.

Stk. 2. Hvis en værdipapirhandler aggregerer en kundeordre med en transaktion for egen regning, og den aggregerede ordre kun delvis udføres, skal værdipapirhandleren allokere de dermed forbundne handler til kunden frem for værdipapirhandleren. Hvis værdipapirhandleren kan godtgøre, at transaktionen uden denne kombination ikke kunne have været gennemført på lige så fordelagtige vilkår, kan værdipapirhandleren allokere transaktionen forholdsmæssigt for egen regning i overensstemmelse med den ordrefordelingspolitik, der er omhandlet i § 28, stk. 1, nr. 3.

Limiterede ordrer

§ 30. Kan en limiteret ordre, der vedrører aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, ikke under gældende markedsvilkår udføres øjeblikkeligt, skal værdipapirhandleren tage skridt til at fremme den hurtigst mulige gennemførelse af ordren ved straks at offentliggøre den limiterede kundeordre på en måde, der gør oplysningen let tilgængelig for andre markedsdeltagere, medmindre kunden udtrykkeligt bestemmer andet.

Stk. 2. Værdipapirhandleren opfylder forpligtelsen efter stk. 1, når værdipapirhandleren formidler den limiterede kundeordre til et reguleret marked her i landet eller et reguleret marked i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller en multilateral handelsfacilitet.

Stk. 3. Finanstilsynet kan undtage fra forpligtelsen til at offentliggøre en limiteret ordre, som er meget stor i forhold til den normale markedsstørrelse, jf. § 18a, stk. 3 i lov om værdipapirhandel m.v.

Kapitel 10

Tilsyns- og straffebestemmelser

Tilsyn

§ 31. Finanstilsynet fører tilsyn med bekendtgørelsens overholdelse.

Stk. 2. Finanstilsynet kan, jf. § 348, stk. 2, i lov om finansiel virksomhed, give påbud om berigtigelse af forhold, der strider mod §§ 10-14 og 20-24.

Straf

§ 32. Med bøde straffes den, der undlader at efterkomme et påbud efter § 31, stk. 2.

Stk. 2. Der kan pålægges selskaber m.v. (juridiske personer) strafansvar efter reglerne i straffelovens 5. kapitel.

Ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser

§ 33. Bekendtgørelsen træder i kraft den 1. november 2007. Samtidig ophæves bekendtgørelse nr. 212 af 5. marts 2007 om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel.

§ 34. I eksisterende kundeforhold skal værdipapirhandlere senest ved første kontakt efter 1. november 2007 informere kunderne om, hvorvidt de er kategoriseret som detailkunder, professionelle kunder eller godkendte modparter.

§ 35. Værdipapirhandlere, der ved bekendtgørelsens ikrafttræden har kategoriseret deres kunder i overensstemmelse med betingelserne i denne bekendtgørelse, skal ikke foretage denne kategorisering igen som følge af bekendtgørelsens ikrafttræden.

Økonomi- og Erhvervsministeriet, den 29. juni 2007

Bendt Bendtsen

/Carsten Brogaard

Bilag 1

En professionel kunde er en kunde, jf. afsnit a eller b, der besidder den fornødne erfaring, viden og ekspertise til at træffe sine egne investeringsbeslutninger og foretage en korrekt vurdering af risiciene i forbindelse hermed.

Afsnit a

Kunder der altid anses for professionelle:

1) Foretagender, der ikke er omfattet af bilag 2, og som skal have tilladelse eller underkastes regulering for at virke på de finansielle markeder. Nedenstående liste forstås som omfattende alle foretagender, der har fået tilladelse, og som udøver de for de nævnte foretagender kendetegnende aktiviteter, foretagender, der har fået tilladelse i et land inden for Den Europæiske Union i henhold til et direktiv, foretagender, der har fået tilladelse af eller er underkastet regulering i et land inden for Den Europæiske Union uden hjemmel i et direktiv, samt foretagender, der har fået tilladelse af eller er underkastet regulering i et tredjeland:

a) Råvare- og råvarederivathandlere.

b) "Locals".

c) Andre institutionelle investorer, der primært investerer i finansielle instrumenter, herunder enheder, der beskæftiger sig med securitisation af aktiver eller andre finansielle transaktioner.

2) Store virksomheder, der opfylder to af følgende krav til størrelse på virksomhedsplan:

a) balancesum: 20.000.000 EUR.

b) nettoomsætning: 40.000.000 EUR.

c) egenkapital: 2.000.000 EUR.

3) Andre institutionelle investorer, der primært investerer i finansielle instrumenter, herunder enheder, der beskæftiger sig med securitisation af aktiver eller andre finansielle transaktioner.

Afsnit b

Kunder, der efter anmodning kan behandles som professionelle kunder

Kunder, der ikke er nævnt i afsnit a, herunder offentlige organer og detailkunder, kan give afkald på en del af den beskyttelse, der ydes i henhold til reglerne om beskyttelse af detailkunder.

Værdipapirhandlere kan behandle ovennævnte kunder som professionelle kunder, forudsat at de relevante kriterier nedenfor er opfyldt, og nedenstående procedure er fulgt. Disse kunder må dog ikke antages at besidde viden om markederne og erfaring, der kan sammenlignes med de i afsnit a omhandlede professionelles viden og erfaring.

1. Identifikationskriterier

Ethvert afkald på den beskyttelse, der ydes af standardreglerne om beskyttelse af detailkunder, anses kun for gyldigt, såfremt værdipapirhandleren efter en fyldestgørende vurdering af kundens ekspertise, erfaring og viden og på baggrund af de påtænkte transaktioners eller tjenesteydelsers art har opnået en rimelig sikkerhed for, at kunden er i stand til at træffe sine egne investeringsbeslutninger og forstå de involverede risici.

I tilfælde af mindre foretagender bør den person, der gøres til genstand for ovenstående vurdering, være den person, der har fået tilladelse til at gennemføre transaktioner for foretagendets regning.

Ved ovennævnte vurdering skal mindst to af følgende kriterier være opfyldt:

- 1) Kunden har foretaget omfattende transaktioner på det relevante marked gennemsnitligt ti gange pr. kvartal i de foregående fire kvartaler,
- 2) størrelsen af kundens portefølje, der defineres som omfattende kontantbeholdning og finansielle instrumenter, overstiger 500000 EUR,
- 3) kunden arbejder eller har arbejdet i den finansielle sektor i mindst ét år i en stilling, der kræver viden om de påtænkte transaktioner eller tjenesteydelser.

2. Procedure

De ovenfor definerede kunder kan kun give afkald på beskyttelsen for detailkunder efter følgende procedure:

- 1) De skal på et varigt medium, jf. § 3, stk. 1, 2. pkt. meddele værdipapirhandleren, at de ønsker at blive behandlet som professionelle kunder, enten generelt eller i forbindelse med en bestemt form for værdipapirhandel eller transaktion eller en bestemt transaktions- eller produkttype.
- 2) Værdipapirhandleren skal på et varigt medium, jf. § 3, stk.1, nr. 2. pkt. give dem en klar orientering om den beskyttelse og de investorgarantirettigheder, de risikerer at miste.
- 3) De skal på et varigt medium, jf. § 3, stk. 1, 2. pkt. i et andet dokument end kontrakten erklære, at de kender følgerne af at miste denne beskyttelse.

Værdipapirhandleren skal, før de beslutter at imødekomme eventuelle ønsker om at give afkald på beskyttelse, træffe alle rimelige foranstaltninger til at sikre, at en kunde, der anmoder om at blive behandlet som professionel kunde, opfylder kravene i afsnit 1 ovenfor.

Værdipapirhandlere skal ved klassificeringen af kunder følge hensigtsmæssige skriftlige interne politikker og procedurer. Professionelle kunder er ansvarlige for, at værdipapirhandleren holdes løbende underrettet om enhver ændring, der vil kunne påvirke deres klassificering. Hvis værdipapirhandleren imidlertid bliver klar over, at kunden ikke længere opfylder de oprindelige betingelser, som berettigede denne til en behandling som professionel kunde, skal værdipapirhandleren træffe passende forholdsregler.

Bilag 2

Som godkendte modparter anses følgende:

Afsnit a

- 1) Investeringselskaber.
- 2) Kreditinstitutter.
- 3) Forsikringselskaber.
- 4) UCITS, non-UCITS, investeringsforvaltningsselskaber og administrationsselskaber.
- 5) Pensionskasser og disses administrationsselskaber.
- 6) Andre finansielle enheder, der har fået tilladelse eller er underkastet regulering efter fællesskabslovgivningen eller en medlemsstats nationale lovgivning.
- 7) Personer, hvis hovederhverv består i handel for egen regning med råvarer og/eller råvarederivater. Dog ikke, hvis personer, der for egen regning handler med råvarer og/eller råvarederivater, indgår i en koncern, hvis hovederhverv er at yde anden investeringsservice i dette direktivs forstand eller bankserviceydelser i henhold til direktiv 2000/12/EF.
- 8) Selskaber, hvis investeringsservice og/eller aktiviteter udelukkende består i at handle for egen regning på finansielle futures-, options- eller andre derivat- og spotmarkeder med det ene formål at afdække deres positioner på derivatmarkeder, eller som handler på vegne af eller stiller priser til andre medlemmer af samme marked, og som garanteres af dette markeds clearingsmedlemmer, idet ansvaret for opfyldelse af de kontrakter, som indgås af sådanne personer, påhviler det samme markeds clearingsmedlemmer.
- 9) nationale regeringer og disses institutioner inklusive offentlige organer, der beskæftiger sig med offentlig gæld, centralbanker og overnationale organisationer.

Afsnit b

Andre selskaber end nævnt under afsnit a, der opfylder forud fastsatte forholdsmæssige krav, herunder kvantitative tærskler. Ved transaktioner, hvor de potentielle modparter befinder sig i forskellige lande, skal værdipapirhandleren respektere det andet selskabs status som bestemt ved lov eller forskrift i det land, hvor dette andet selskab er etableret.

Afsnit c

Tredjelandsenheder, som svarer til de i afsnit a omhandlede kategorier, som godkendte modparter.

Tredjelandsenheder, som svarer til de i afsnit b omhandlede som godkendte modparter på samme betingelser og efter samme krav som de i afsnit b omhandlede.

Officielle noter

¹⁾ Bekendtgørelsen gennemfører dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets Kommissionens direktiv 93/22/EØF (EF-Tidende 2004 nr. L 145, side 1) og dele af Kommissionens direktiv 2006/73/EF om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår de organisatoriske krav til og betingelserne for drift af investeringsselskaber samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv (EF-Tidende 2006 nr. L 241, side 26).

Bilag 14 – vejledning nr. 9010 til bekendtgørelsen om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel

Vejledning til bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel

Indledning

Bekendtgørelsen er udstedt med hjemmel i § 43, stk. 2, og § 373, stk. 2, i lov om finansiel virksomhed og implementerer artikel 19-22 (investorbeskyttelsesreglerne) af direktiv 2004/39/EF (MiFID-direktivet), og artikel 26ff af det hertil knyttede implementeringsdirektiv 2006/73/EF.

Bekendtgørelsen erstatter §§ 19-23 i bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder (god skik-bekendtgørelsen), som vedrører værdipapirhandlere, og som ophæves 1. november 2007. Værdipapirhandel er ikke omfattet af de øvrige regler i god skik-bekendtgørelsen.

Kapitel 1

Anvendelsesområde og definitioner

§ 1 – Anvendelsesområde

Stk. 1-2 fastslår, at bekendtgørelsen finder anvendelse på danske og tredjelandske værdipapirhandlere samt udenlandske investeringsselskaber og kreditinstitutter fra EU/EØS lande, der driver virksomhed i Danmark gennem en filial. Bekendtgørelsen finder ligeledes anvendelse på danske værdipapirhandlers grænseoverskridende aktiviteter.

Pensionsselskaber og forsikringsselskaber omfattet af lov om finansiel virksomhed er ikke omfattet af bekendtgørelsen, ligesom medarbejderdeltagelsesordninger (fx medarbejderaktie-, obligations- og optionsordninger) er undtaget, jf. bekendtgørelse om hvilke juridiske og fysiske personer der kan udføre tjenesteydelser i forbindelse med værdipapirhandel på erhvervsmæssigt grundlag uden tilladelse efter lov om finansiel virksomhed. Det samme gør sig gældende for så vidt angår forvaltningsafdelinger, herunder pengeinstitutters forvaltningsafdelinger.

Bekendtgørelsen finder ikke anvendelse på grænseoverskridende tjenesteydelser ydet her i landet af investeringsselskaber og kreditinstitutter, der har tilladelse i et andet EU-land eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område. Eksempelvis vil et tysk investeringsselskab, der fra Tyskland yder investeringsservice til danske kunder ikke være omfattet af bekendtgørelsen. Selskabet vil derimod være omfattet af tysk lovgivning.

Stk. 3 fastslår, at der er visse bestemmelser, der ikke finder anvendelse, ved værdipapirhandel med realkreditobligationer, når værdipapirhandlen sker i tilknytning til og som forudsætning for udførelse af kunders realkreditforretninger. Bestemmelsen gennemfører artikel 19 (9) i direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID-direktivet).

Det følger også af bestemmelsen, at visse bestemmelser ikke finder anvendelse, ved værdipapirhandel med særligt dækkede realkreditobligationer (SDRO'er) og særligt dækkede obligationer (SDO'er), når værdipapirhandlen sker i tilknytning til og som forudsætning for udførelse af kunders realkreditforretninger.

Det fastsættes i *stk. 4*, at visse af reglerne i bekendtgørelsen også finder anvendelse på investeringsrådgivere. Det medfører, at investeringsrådgiverne skal handle redeligt og professionelt, have kundeaftaler, indgå eller bekræfte alle aftaler med sine kunder på et varigt medium, efterleve regler om præmiering og give visse oplysninger om virksomheden til kunderne, når det er relevant,

herunder have en politik vedrørende interessekonflikter. Investeringsrådgiveren skal også give oplysninger om finansielle instrumenter, når det er relevant og give oplysninger om priser, når det er relevant. Når investeringsrådgiveren udøver sin virksomhed, skal investeringsrådgiveren udføre en egnethedstest for at sikre sig, at kunden har det nødvendige kendskab og erfaring for så vidt angår den påtænkte investering. Til brug herfor skal investeringsrådgiveren indhente visse oplysninger om kunden. Investeringsrådgiveren skal også, når det er relevant, rapportere til kunderne om de ydelser, som er udført for kunden.

Når reglerne angiver, at oplysninger skal gives til kunden, når det er relevant er det investeringsrådgiveren, der udøver dette skøn.

Stk. 7 indebærer, at værdipapirhandlere, som udfører ordrer vedrørende omsættelige pantebreve med pant i fast ejendom eller løsøre, er omfattet af bekendtgørelsens krav i § 21 om afregningsnotaer. Reglen indebærer derfor, at kunder fortsat modtager afregningsnota ved omsættelige pantebreve med pant i fast ejendom, selvom disse pantebreve ikke i øvrigt er omfattet af bekendtgørelsen.

§ 2 – Definitioner

Definitionen i *stk. 3* af finansielle instrumenter omfatter ogsåstrukturerede produkter. For eksempel såkaldte indekserede obligationer, hvor afkastet helt eller delvist følger udviklingen i et eller flere finansielle instrumenter eller finansielle indeks. Definitionen omfatter desuden andele i investeringsforeninger, specialforeninger, godkendte fåmandsforeninger, hedgeforeninger, udenlandske investeringsinstitutter og andre kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

Definitionen af investeringsrådgivning i *stk. 4 og 5* afgrænser anvendelsesområdet for egnethedstesten i § 16. Der er tale om investeringsrådgivning, når en værdipapirhandler eller en investeringsrådgiver giver en anbefaling rettet til en kunde personligt om transaktioner i specifikke finansielle instrumenter.

Betingelsen om, at rådgivningen skal være personlig betyder, at værdipapirhandlerens råd skal tage udgangspunkt i kundens individuelle forhold. En værdipapirhandler, der camouflerer investeringsrådgivning som generelle anbefalinger handler ikke redeligt og professionelt, jf. § 5.

Anbefaler værdipapirhandleren kunden at foretage køb, salg m.v. i navngivne finansielle instrumenter, foreligger der personlig rådgivning. Oplyser værdipapirhandleren derimod en kunde om, at værdipapirhandleren som sådan anbefaler detailkunder at placere deres formue i 50 % aktier og 50 % obligationer, eller udarbejder værdipapirhandleren en fordelingsnøgle til brug for senere investeringsrådgivning, foreligger der ikke personlige anbefalinger om køb, salg m.v. og dermed ikke investeringsrådgivning.

Generelle anbefalinger kan godt være et led i en investeringsrådgivning, som munder ud i en anbefaling om transaktioner i specifikke finansielle instrumenter, men den generelle anbefaling kan som udgangspunkt ikke i sig selv udgøre en investeringsrådgivning.

Anbefalinger, der er egnet til udbredelse til offentligheden eller en bredere kreds af modtagere, jf. bekendtgørelsen om udarbejdelse og udbredelse til offentligheden af visse investeringsanalyser samt § 2, nr. 11 i bekendtgørelsen om de organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler er ikke omfattet af begrebet investeringsrådgivning. Generel vejledning i form af produkt-, udsteder- eller markedsinformation såvel skriftlig som mundtligt vil derfor typisk ikke udgøre investeringsrådgivning. En ordning, hvorefter en værdipapirhandler sender generel vejledning og anbefaling til en række navngivne abonnenter konstituerer ikke investeringsrådgivning, da der ikke er tale om personlig anbefaling.

En anbefaling rettet til en kunde personligt kan også bestå af en anbefaling om *ikke* at udføre en given transaktion.

Kapitel 2

Formkrav til levering af information

§ 3 - Varigt medium

Bestemmelsen definerer ikke et varigt medium. Begrebet skal forstås i overensstemmelse med den generelle definition i forbrugeraftaleloven.

Et varigt medium er en indretning, som sætter forbrugeren i stand til at lagre oplysninger sendt til ham personligt på en måde, der muliggør senere konsultation i en periode, som er afpasset efter oplysningernes formål, og som giver mulighed for uændret gengivelse af de lagrede oplysninger, jf. betænkning nr. 1440 om revision af forbrugeraftaler s.104, der nærmere redegør for begrebet varigt medium.

Information, der er personligt rettet til den enkelte kunde om kundekategori, afregningsnota, aftalevilkår og den periodisk oversigt i forbindelse med porteføljepleje og depotoversigt skal som udgangspunkt leveres på papir. Informationen kan dog leveres på andet varigt medium end papir, hvis brugen af et sådant medium er hensigtsmæssigt i kundeforholdet og kunden vælger, at oplysningerne gives på varigt medium.

Efter bestemmelsens *stk. 1, nr. 1)* og *stk. 2, nr. 1* er levering af oplysninger ved hjælp af elektroniske kommunikationsmidler hensigtsmæssig på den baggrund, hvorpå forretningerne mellem værdipapirhandleren og kunden udføres eller skal udføres, hvis der er bevis for, at kunden har jævnligt adgang til internettet. En kundes oplysning af sin e-mail-adresse med henblik på at udføre forretningerne eller aftale om brug af netbank betragtes som bevis herpå.

Efter bestemmelsens *stk. 1, nr. 2)* har en eksisterende kunde accepteret, at oplysningerne gives på et andet varigt medium end papir, hvis kunden og værdipapirhandleren allerede kommunikerer på andet end papir, fx elektronisk.

Information om generelle aftalevilkår, eksempelvis vilkår, der er ens for alle værdipapirhandlerens kunder eller segmenter/kategorier heraf, samt ordreudførelsespolitikken kan efter *stk. 2* kan gives på en hjemmeside. Det er bl.a. en betingelse efter *stk. 2, nr. 2*, at kunden har samtykket til at oplysningerne gives via en hjemmeside, der ikke udgør et varigt medium. Dette krav anses for opfyldt, hvis kunden allerede kommunikerer med værdipapirhandleren elektronisk.

§ 3 supplerer forbrugeraftaleloven, idet § 3 regulerer en situation, som tidsmæssigt ligger forud for de generelle oplysningskrav til fjernsalg af finansielle tjenesteydelser.

Bestemmelsen angiver ikke udtømmende de situationer, hvor værdipapirhandleren skal anvende varigt medium, se således fx § 6, stk. 3.

§ 4 - Kundekategorier

Stk. 1 fastsætter objektive kriterier for inddelingen af værdipapirhandlerens kunder i kategorierne detailkunder, professionelle kunder eller godkendte modparter, jf. bilag 1 og 2 til bekendtgørelsen. Kategoriseringen har betydning for, hvilken beskyttelse værdipapirhandlerne skal yde sine kunder i form af rådgivning og informationer. Detailkunder har det højeste beskyttelsesniveau, professionelle kunder har mindre beskyttelse og godkendte modparter har som udgangspunkt ingen beskyttelse efter bekendtgørelsen. Den enkelte kunde kan være kategoriseret forskelligt afhængigt

af typen af værdipapiret. Eksempelvis kan en kunde være kategoriseret som professionel kunde ved handel med obligationer og som detailkunde ved handel med derivater.

Det fremgår af bilag 2, hvem der er godkendte modparter. Det er fx kreditinstitutter, forsikringsselskaber, investeringsforeninger, pensionsselskaber, fåmandsforeninger og andre finansielle enheder såsom ATP og LD. Det vil sige, at værdipapirhandel, som foretages mellem for eksempel to pengeinstitutter, ikke er omfattet af bekendtgørelsen, og at der dermed som udgangspunkt ikke gælder investorbeskyttelse. Professionelle kunder er foretagender, der ikke er godkendte modparter i henhold til bilag 2, og som skal have tilladelse eller underkastes regulering for at virke på de finansielle markeder, jf. bilag 1, afsnit a, hvilket blandt andet er råvare- og derivathandlere. Hertil kommer store virksomheder, der opfylder angivne betingelser ¹⁾og andre institutionelle investorer, der primært investerer i finansielle instrumenter, fx equity fonde.

Bilag 1 indeholder de objektive krav for kategoriseringen af professionelle kunder og detailkunder. Bilag 1 opdeler kunder i 1) kunder, der altid anses for professionelle (såkaldte "fødte professionelle"), og 2) kunder, der efter anmodning kan behandles som professionelle kunder, hvilket omfatter kunder, der ikke falder under pkt. 1, herunder detailkunder. Det vil sige, at alle kunder, som ikke er fødte professionelle kunder, som udgangspunkt skal behandles som detailkunder.

Værdipapirhandleren er ikke forpligtet til at benytte kundebezeichnungen i stk. 1. Værdipapirhandleren skal dog oplyse sine kunder om, at de opnår et beskyttelsesniveau svarende til henholdsvis detailkunder, professionelle kunder og godkendte modparter.

Værdipapirhandleren kan vælge kun at indgå aftaler med kunder i én kategori. Værdipapirhandlerne kan således vælge kun at have kunder, der opfylder betingelserne for at være professionelle. Bestemmelsen indebærer ikke nogen form for kontraheringspligt med forskellige kundekategorier for værdipapirhandleren.

Kommuner anses for professionelle kunder. Ligeledes hører »locals« til den kategori af kunder, der altid anses for at være professionelle, jf. bilag 1, afsnit a, pkt. b. Locals er et engelsk begreb, og angiver, at der er tale om selskaber, der er medlemmer af et derivatmarked, hvorpå de alene handler for egen regning.

Stk. 2 fastslår, at værdipapirhandleren på eget initiativ kan vælge at behandle en professionel kunde eller en godkendt modpart som en detailkunde. Dette kan ske på ad hoc basis eller generelt. Bestemmelsen indebærer, at en værdipapirhandler kan vælge at kategorisere og behandle alle sine kunder som detailkunder, uanset om de opfylder betingelserne for professionelle kunder eller godkendte modparter.

Stk. 3 giver mulighed for, at professionelle kunder kan skifte kategori til godkendte modparter og dermed til et lavere beskyttelsesniveau. Professionelle kunder omfatter både kunder, der er kategoriseret som professionelle kunder i medfør af bilag 1, afsnit a og professionelle kunder, der i medfør af stk. 4 har skiftet kategori fra detailkunde til professionel kunde. Endvidere kan godkendte modparter skifte kategori til professionelle kunder og dermed til et højere beskyttelsesniveau. Kategoriskiftet kan ske efter anmodning fra kunden. Værdipapirhandleren er ikke forpligtet til at efterkomme anmodningen.

Stk. 4 giver mulighed for, at en detailkunde kan skifte kategori til professionel kunde. Kategoriskiftet kan ske efter anmodning fra kunden. Værdipapirhandleren er ikke forpligtet til at efterkomme anmodningen. Kategoriskiftet kan kun ske, hvis kunden opfylder de betingelser til viden og erfaring, der er fastsat i bilag 1, afsnit b.

En detailkunde skal for at kunne blive behandlet som en professionel kunde opfylde mindst to ud af tre kriterier, som fremgår af bilag 1, afsnit b, punkt 1. Kriterierne skal være opfyldt på tidspunktet

for anmodningen. Det ene kriterium er, at kunden har foretaget omfattende transaktioner på det relevante marked gennemsnitligt ti gange pr. kvartal de foregående fire kvartaler. Hvis en kunde fx de foregående fire kvartaler har foretaget gennemsnitligt ti handler pr. kvartal i aktier, obligationer og/eller investeringsforeningsbeviser, anses denne for professionel for samtlige disse instrumenter.

Det relevante marked, er som udgangspunkt det marked, hvor de finansielle instrumenter, som kunden ønsker at blive behandlet som professionel i forhold til, er handlet. Hvis en kunde for eksempel ønsker at blive behandlet som professionel i forhold til handel med derivater, skal han have foretaget gennemsnitlig 10 derivathandler pr. kvartal de foregående fire kvartaler for at dette kriterium kan anses for opfyldt.

Stk. 5 indeholder en forpligtelse for værdipapirhandleren til at informere sine kunder om, hvilken kundekategori jf. stk. 1, de er omfattet af. Hvis værdipapirhandleren vælger kun at have detailkunder jf. stk. 2, kan oplysningen gives i de almindelige forretningsbetingelser. Værdipapirhandlere, der kun giver kunderne mulighed for at blive kategoriseret som detailkunder, er ikke omfattet af forpligtelsen til at orientere om muligheden for at blive kategoriseret som professionel kunde eller godkendt modpart.

Kapitel 3

Generelle regler om investorbeskyttelse

§ 5 - Generalklausul

§ 5 stiller krav om, at værdipapirhandleren skal handle redeligt og professionelt. Bestemmelsen er et supplement til § 43 i lov om finansiel virksomhed.

Det indgår i forpligtelsen til at handle redeligt og professionelt, at værdipapirhandleren som led i sin rådgivning inddrager konsekvenser af de skatteregler, som er relevante for kunden i forhold til de produkter og ydelser, som rådgivningen omfatter, eller henviser kunden til anden rådgivning herom.

§ 6 - Kundeaftaler

Bestemmelsen forpligter værdipapirhandleren til at indgå og registrere en »basisaftale« med sine detailkunder, herunder at beskrive de væsentlige rettigheder og pligter parterne imellem. Hvilke finansielle ydelser, der er omfattet af aftalen skal også beskrives i aftalen. For de kundeforhold, som består pr. 1. november, kan værdipapirhandleren supplere aftalen med nye oplysninger.

Bestemmelsen regulerer ikke indholdet af de aftaler, som kunden og værdipapirhandleren indgår. Bestemmelsen stiller heller ikke krav om en udtømmende opregning af alle aftaleparternes rettigheder og pligter.

Værdipapirhandlere, der gennemfører en værdipapirhandel med realkreditobligationer, hvor værdipapirhandlen sker i tilknytning til og som forudsætning for udførelse af kunders realkreditforretninger, skal ikke udarbejde en særskilt kontrakt (basisaftale). Værdipapirhandlerne efterlever i disse tilfælde bestemmelsen via den låneaftale, der indgås med kunden.

Stk. 3 kræver at værdipapirhandleren skal indgå eller bekræfte alle aftaler i papirformat eller et andet varigt medium under de betingelser, der er opstillet i § 3, stk. 1. Pligten gælder derfor ikke kun basisaftalen jf. stk. 1, men alle aftaler.

Såfremt aftaler indgås mundtligt, skal værdipapirhandleren efterfølgende bekræfte aftalen på papirformat eller et andet varigt medium.

En afregningsnota er bekræftelse af en udført ordre, jf. § 21. Hvis kunden inden ordreafgivelsen er informeret om, at ordren muligvis ikke kan lade sig gennemføre, skal værdipapirhandleren ikke efterfølgende give meddelelse om, at ordren ikke kan gennemføres inden for de sædvanlige tidsmæssige rammer.

§ 7 - Præmiering

Bestemmelsen regulerer hvornår, værdipapirhandlere må modtage eller give præmiering i forbindelse med ydelse af investeringsservice eller accessoriske tjenesteydelser til en kunde.

Begrebet præmiering dækker over alle typer af gebyrer, kommissioner og andre ikke pengerelevante ydelser, som en værdipapirhandler modtager eller betaler i forbindelse med at vedkommende yder investeringsservice eller yder accessoriske tjenesteydelser.

Bestemmelsen finder også anvendelse på præmiering, der gives imellem en værdipapirhandler og andre juridiske enheder indenfor samme koncern.

Det er ikke et krav, at en præmiering har til hensigt at påvirke modtageren, for at en betaling er omfattet af bestemmelsen.

Bestemmelsen gælder for værdipapirhandleren, herunder dennes ansatte. Interne bonusprogrammer er ikke omfattet af bestemmelsen, men sådanne ordninger kan være omfattet af reglerne om interessekonflikter jf. bekendtgørelsen om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler. Yderligere gælder bestemmelsen for tredjemand, der handler på vegne af værdipapirhandleren.

Efter *stk. 1, nr. 1* er præmieringen lovlig, hvis den ydes eller modtages af kunden eller kundens fuldmægtig. Hvis for eksempel kundens gebyr deles mellem front office og back office vil der være tale om en lovlig præmiering efter *stk. 1, nr. 1*.

Efter *stk. 1, nr. 2* skal præmieringen, der ydes eller modtages af tredjemand, være udformet med henblik på at øge kvaliteten af den tjeneste, værdipapirhandleren yder kunden samtidig med, at denne ikke forhindrer værdipapirhandleren i at opfylde sin pligt til at handle i overensstemmelse med kundens interesse. Bestemmelsen kræver, at præmieringen generelt har *til hensigt* at øge kvaliteten af den tjeneste, der ydes. Vurderingen af, om kvaliteten er øget bør foretages, når fx provisionsordningen etableres og ikke foretages efterfølgende, fx når en betaling har fundet sted.

Præmieringen skal være udformet med henblik på at øge kvaliteten af den tjeneste værdipapirhandleren yder kunden, samtidig med, at denne ikke forhindrer værdipapirhandleren i at opfylde sin pligt til at handle i overensstemmelse med kundens interesse.

Investeringsrådgivning eller generelle anbefalinger kan anses for at øge kvaliteten af den tjeneste, der ydes, jf. *stk. 1, nr. 2*, hvis investeringsrådgivningen eller de generelle anbefalinger er udformet, så de ikke er uhensigtsmæssige for kunden, selvom der er modtaget eller givet præmiering efter bestemmelsen.

Herudover kan fx provisionsordninger efter en konkret vurdering anses for at øge kvaliteten af den tjeneste, der ydes. For eksempel kan en provisionsordning, som giver kunden adgang til en bredere vifte af investeringsservices, anses for at øge kvaliteten af den tjeneste, der ydes, selvom den enkelte kunde ikke nødvendigvis drager fordel heraf. I det tilfælde anses kvaliteten af den tjeneste, der ydes, for at være øget alene ved, at den pågældende mulighed er til rådighed. Provisionsordninger er derfor ikke generelt i strid med bestemmelsen.

Bestemmelsen forbyder endvidere ikke distributionsordninger, hvor en værdipapirhandler modtager en betaling el. lign. uden at værdipapirhandleren yder investeringsrådgivning eller generelle anbefalinger. I sådanne tilfælde kan betalinger anses som at øge kvaliteten af den tjeneste,

der ydes fordi værdipapirhandleren vil kunne yde kunden investeringsservice med en bredere vifte af finansielle instrumenter, jf. stk. 1, nr. 2.

Efter *stk. 1, nr. 3* er præmiering lovlig, såfremt den udgør et gebyr, som gør det muligt eller nødvendigt for at gennemføre værdipapirhandlen. Det medfører, at blandt andet, at gebyrer, der er almindelige i det pågældende marked er lovlige, fx opbevaringsgebyrer, afviklings- og vekslingsgebyrer, lovbestemte afgifter og salærer.

Såfremt front office og back office funktionen i en koncern er adskilt i to forskellige juridiske enheder eller overladt til fx et clearingsinstitut vil præmieringen i form af gebyr fra en kunde være omfattet af *stk. 1, nr. 3*, idet der er tale om et gebyr, som er muligt eller nødvendigt for at gennemføre værdipapirhandel.

Oplysninger om vilkår om præmiering skal oplyses til kunden. Oplysningerne kan fremgå af salgsmateriale, et prospekt eller i et andet sted i informationsmaterialet til kunden.

Ifølge bestemmelsens *stk. 2* pålægges værdipapirhandleren at oplyse kunden om de vilkår om præmiering, som er indeholdt i værdipapirhandlerens aftaler med tredjemand. Oplysningen kan gives i summarisk form. Oplysningen kan for eksempel gives som en procentsats eller et procentinterval. På kundens anmodning skal der gives yderligere oplysninger. For så vidt angår oplysning om præmiering der er ens for alle værdipapirhandlerens kunder eller segmenter/kategorier heraf kan oplysningerne gives via en hjemmeside.

Kapitel 4

Generel information

§ 8 - Information til detailkunder

Bestemmelsen stiller krav til det informationsmateriale, der må antages at blive modtaget af detailkunder.

Visse informationer er ikke omfattet af bestemmelsen. Hvilke informationer, der ikke er omfattet skal vurderes ud fra blandt andet de kommunikationsmidler, der anvendes, og de oplysninger, som det er meningen, der skal videregives. Eksempelvis vil bestemmelsen ikke finde anvendelse på markedsføringsmateriale, der består af et eller flere af følgende elementer: Selskabets navn, logo eller lignende, kontraktsinformationer, en henvisning til de former for investeringsservice værdipapirhandleren leverer, dets gebyrer eller provisioner.

En værdipapirhandler kan ikke unddrage sig pligterne efter bestemmelsen ved at angive, at materialet ikke er beregnet til detailkunder, hvis dette rent faktisk sendes direkte til detailkunder. En situation, hvor værdipapirhandleren sender materiale til professionelle kunder, og materialet alene er beregnet på denne kundekategori, men hvor materialet ved et tilfælde, eller af en anden af værdipapirhandleren uafhængig grund, havner hos en detailkunde, er ikke omfattet af bestemmelsen.

I *stk. 2* opstilles krav, til anvendelse af sammenligninger af værdipapirhandel, finansielle instrumenter eller værdipapirhandlere. Bestemmelsen supplerer markedsføringslovens § 5.

Bestemmelsen fastslår, at informationsmateriale skal være klart og ikke-vildledende. Bestemmelsen skal fortolkes i overensstemmelse med § 4 om vildledning i bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder.

I *stk. 3, nr. 1* gælder, at kunden skal gives et så komplet billede af tidligere afkast som muligt, og værdipapirhandleren skal derfor oplyse for de foregående fem år. Hvis det finansielle produkt har været udbudt i mindre end fem år, så skal hele den periode produktet har været udbudt oplyses, dvs.

fx tre år eller ni måneder. Værdipapirhandleren kan medtage en længere periode end fem år, men så skal der medtages hele år ud over det femte, dvs. fx seks eller syv år. Vedrørende fremtidig afkast gælder § 8, stk. 5. Bestemmelsen omfatter ikke informationsmateriale, der knytter sig til offentlige udbud af værdipapirer, der har fundet sted forud for tidspunktet for bekendtgørelsens ikrafttræden den 1. november 2007.

§ 9 - Markedsføringsmateriale til detailkunder

Bestemmelsen finder anvendelse på værdipapirhandlers markedsføringsmateriale rettet til detailkunder og supplerer kravene i § 8.

Kapitel 5

Specifik information om aftalevilkår og finansielle instrumenter

§ 10 - Oplysninger om vilkår

Stk. 1 angiver, at en værdipapirhandler senest ved indgåelsen af en aftale med en detailkunde eller ved leveringen af tjenesteydelsen, hvis dette tidspunkt ligger forud, skal oplyse detailkunden om vilkårene for aftalen. I praksis vil værdipapirhandleren ikke levere en tjenesteydelse, uden at der er indgået en aftale, herunder en mundtlig aftale. Ved aftale i denne bestemmelse forstås derfor den basisaftale, som værdipapirhandleren skal indgå i henhold til bekendtgørelsens § 6, stk. 1.

Ved levering af en tjenesteydelse forstås i forbindelse med værdipapirhandel med realkreditobligationer, hvor værdipapirhandlen sker i tilknytning til og som forudsætning for udførelse af kunders realkreditforretninger, udbetaling af lånet. Værdipapirhandlerne opfylder derved bestemmelsens 3. pkt., hvis kunden får de anførte oplysninger senest samtidig med udbetalingen af lånet.

Når værdipapirhandleren skal vurdere, hvad der er det seneste leveringstidspunkt, skal værdipapirhandleren i lyset af, hvor hastende situationen er, og hvor meget tid kunden skal bruge for at kunne forstå og reagere på de givne oplysninger, tage højde for kundens behov for at sætte sig ind i aftalevilkårene, før kunden træffer beslutning om at investere. En kunde kan forventes at have et mindre behov for at gennemgå oplysninger om et enkelt eller standardiseret produkt eller en tjenesteydelse eller et produkt/tjenesteydelse af en type, som kunden tidligere har erhvervet, end oplysninger om et kompleks eller ubekendt produkt/tjenesteydelse.

Bestemmelsen finder kun anvendelse på detailkunder.

En række aftaler indgås på en sådan måde, at det ikke er muligt for værdipapirhandleren at opfylde de tidsfrister, der følger af stk. 1. *Stk. 2* giver derfor mulighed for, at de i stk. 1 opregnede oplysninger kan gives til kunden efter aftalens indgåelse, eller når værdipapirhandleren er begyndt at opfylde aftalen, hvis aftalen er indgået på en af de to følgende måder:

- 1) Aftalen er indgået ved brug af fjernkommunikation på detailkundens anmodning. Fjernkommunikation vil sige kommunikation, der foregår, uden at forbrugeren og den erhvervsdrivende mødes fysisk. Begrebet svarer til begrebet i forbrugeraftalelovens § 4, nr. 1.
- 2) Aftalen er indgået ved brug af taletelefoni i overensstemmelse med § 11, stk. 2, i lov om visse forbrugeraftaler. Taletelefoni er telefonisk henvendelse.

Stk. 4. I langvarige kundeforhold, som der f.eks. er tale om på realkreditområdet, giver bestemmelsen mulighed for, at selskabet med passende mellemrum orienterer kunden om væsentlige ændringer i vilkårene, f.eks. ved fremsendelse af de reviderede betingelser.

§ 11 - Oplysninger om værdipapirhandleren til detailkunder

Bestemmelsen pålægger værdipapirhandleren at give en række oplysninger om sin virksomhed til detailkunder. Oplysningerne skal gives, når det er relevant. Det er værdipapirhandlerens skøn, hvornår det er relevant at give oplysninger efter bestemmelsen. Det vil altid være relevant at give oplysningerne til en ny detailkunde eller for eksisterende kunder, når der sker væsentlige ændringer i forholdet mellem værdipapirhandleren og kunden. Ifølge *stk. 1, nr. 6*) skal værdipapirhandleren, når det er relevant, give en beskrivelse af værdipapirhandlerens politik vedrørende interessekonflikter til detailkunder.

Pligten til at udarbejde en interessekonfliktpolitik er fastsat i § 16, stk. 2, i bekendtgørelse nr. 428 af 9. maj 2007 om organisatoriske krav til og betingelserne for drift af virksomhed som værdipapirhandler. Hvis værdipapirhandleren har indrettet sin virksomhed på en sådan måde, at der ikke kan identificeres interessekonflikter, kan denne oplysning gives i de almindelige forretningsbetingelser.

Formålet med *stk. 3* er at give kunden en mulighed for at evaluere og sammenligne værdipapirhandlerens resultater. Den anvendte metode til evaluering og sammenligning kan for eksempel være et benchmark, men der er ikke krav herom.

§ 12 - Oplysninger om finansielle instrumenter

Ved etablering af et nyt kundeforhold vil det i forhold til en detailkunde typisk være relevant at give kunden en generel beskrivelse af de finansielle instrumenters art eller den foreslåede investeringsstrategi og de dermed forbundne risici. Beskrivelsen skal omfatte de finansielle instrumenter, som kunden efterspørger. Hvis kunden for eksempel ønsker at handle aktier, obligationer og investeringsforeningsbeviser, er det alene disse finansielle instrumenter, der skal beskrives, hvorimod det ikke er relevant at beskrive forskellige typer af derivater. Jo mere sofistikeret et produkt er, jo større krav stilles der til beskrivelsen af dette.

Prospekter i *stk. 2* er prospekter efter bekendtgørelse nr. 306 af 28. april 2005 om prospekter for værdipapirer, der optages til notering eller handel på et reguleret marked, og ved første offentlige udbud af værdipapirer over 2.500.000 euro.

§ 13 - Opbevaring og udlån af finansielle instrumenter

Oplysningerne, der skal gives efter bestemmelsen skal gives til detailkunder. Oplysningerne skal gives i det omfang, det er relevant. Det er værdipapirhandlerens skøn at vurdere, hvornår det er relevant at give oplysningerne efter bestemmelsen.

Stk. 1 angiver, at værdipapirhandleren skal give detailkunden de i nr. 1-3 angivne oplysninger, hvis kundens finansielle instrumenter eller midler - såsom indestående på fx en afkastkonto - opbevares af tredjemand på værdipapirhandlerens vegne.

Opbevaring af værdipapirer og midler er reguleret i bekendtgørelse om de organisatoriske krav til og betingelserne for drift af en virksomhed som værdipapirhandler §§ 11-15.

Stk. 2 relaterer sig til opbevaring af en detailkundes finansielle instrumenter og midler på et samledepot.

§ 14 - Prisoplysninger

Bestemmelsen i sammenhæng med § 5 indebærer, at værdipapirhandleren ikke i sine almindelige forretningsvilkår, anvendte standardvilkår eller dokumenter må forbeholde sig en vilkårlig ret til at

ændre gebyrkláusuler. Kunden skal således tydeligt oplyses om, hvilke omstændigheder eller typer af omstændigheder, der kan udløse ændringer.

Kapitel 6

Kend din kunde-princippet

Kapitel 6 er en udmøntning af MiFID-direktivets »kend din kunde-princip« og bygger på et informations- og rådgivningsregime. Regimet indebærer, at der i forbindelse med kunders investeringer kan gives generel vejledning uden personlig rådgivning, kan foretages ekspeditioner på baggrund af en hensigtsmæssighedstest, men uden personlig rådgivning, og foretages ekspeditioner på baggrund af personlig rådgivning, som kræver en egnethedstest. Hertil kommer, at der kan indgås aftaler om udelukkende ordreudførelse (execution only) for ikke-komplekse finansielle instrumenter.

MiFID indfører en ny definition af investeringsrådgivning. Investeringsrådgivning defineres fremover som en anbefaling rettet til kunden personligt om transaktioner i specifikke finansielle instrumenter, jf. bemærkningerne til § 2, stk. 4 og 5.

Ved etableringen af et kundeforhold eller i forhold til et eksisterende kundeforhold efter 1. november 2007 skal værdipapirhandleren inden den første ordreafgivelse, hvor relevant, give kunden en række detaljerede oplysninger om vilkår, finansielle instrumenter, værdipapirhandleren samt priser, som gør kunden i stand til på et informeret grundlag at træffe beslutning om investering i finansielle instrumenter.

Samspillet mellem §§ 16, 17 og 19

Det investorbeskyttelsesregime, som MiFID opstiller, sikrer, at en værdipapirhandler ikke kan give en personlig anbefaling, uden at foretage en egnethedstest, jf. § 16.

Hvis en kunde får foretaget ekspedition af ordrer uden at få personlige anbefalinger, skal værdipapirhandleren foretage en hensigtsmæssighedstest jf. § 17, det vil sige en vurdering af kundens kendskab og erfaring vedrørende det produkt eller den tjenesteydelse, som transaktionen drejer sig om. Dette handelsområde/ -handelskompetence kan være fastlagt på forhånd af værdipapirhandleren på baggrund af de oplysninger, denne besidder om kunden for eksempelvis handels- og depotoplysninger.

Endelig kan en ekspedition af et ikke-komplekst produkt gennemføres uden personlig rådgivning eller uden foretagelse af en hensigtsmæssighedstest som udelukkende ordreudførelse (execution only), jf. § 19.

Hvis en kunde, ønsker rådgivning om, hvilke transaktioner i specifikke finansielle instrumenter denne bør initiere for at opnå en aftalt sammensætning af sin portefølje, skal værdipapirhandleren foretage en egnethedstest.

Hvis kunden derimod alene anmoder værdipapirhandleren om at ekspedere en specifik ordre i et finansielt instrument, men kunden ikke efterspørger værdipapirhandlerens stillingtagen til transaktionen, skal værdipapirhandleren have information om kundens kendskab og erfaring på det relevante investeringsområde (hensigtsmæssighedstest). Hvis der er tale om transaktioner i ikke-komplekse finansielle instrumenter, kan transaktionen i stedet udføres som execution only, når initiativet til handlen er taget af kunden.

Omfanget af informationer, der skal indhentes, kan ligeledes afhænge af kunden og kompleksitetsgraden af det produkt eller tjenesteydelse, som denne efterspørger.

§ 16 - Egnethedstest

Det er alene i forbindelse med investeringsrådgivning og porteføljepleje, at værdipapirhandleren skal foretage en egnethedstest. Definitionen af investeringsrådgivning er mere snæver i forhold til rådgivningsbegrebet i god skik-bekendtgørelsen, jf. bemærkningerne til § 2, stk. 4 og 5, idet anbefalingerne skal være rettet mod kunden personligt og vedrøre transaktioner i bestemte finansielle instrumenter. Begrebet fastlægger anvendelsesområdet for egnethedstesten.

Stk. 1 fastslår forpligtelsen for værdipapirhandleren til at indhente de nødvendige informationer om kunden forud for eller senest samtidig med, at der ydes investeringsrådgivning eller porteføljepleje, således at rådgivningen eller udøvelsen af porteføljepleje kan tage udgangspunkt i kundens individuelle behov.

Værdipapirhandleren skal indhente de oplysninger om kunden, som er nødvendige og relevante for, at værdipapirhandleren kan forstå og vurdere kundens kendskab til og erfaring på det relevante investeringsområde, kundens finansielle situation og investeringsformål. På baggrund af oplysningerne fastlægger værdipapirhandleren kundens investeringsstrategi/profil. Det fastlagte skal danne grundlag for det videre arbejde med investeringsrådgivning eller porteføljepleje.

Omfanget af oplysninger, som skal indhentes, afhænger af det konkrete produkt eller tjenesteydelse. Såfremt kunden alene efterspørger investeringsrådgivning i relation til investeringer i ikke komplekse produkter, produkter med lav risiko, eller kunden investerer et relativt mindre beløb, vil omfanget af oplysninger, som indhentes, være mindre i forhold til investering af store beløb i meget komplekse finansielle instrumenter. Desuden afhænger omfanget af de oplysninger, som skal indhentes af, om kunden er professionel eller en detailkunde.

Hvis en kunde alene ønsker investeringsrådgivning eller porteføljepleje vedrørende en specifik del af kundens formue eller portefølje, skal værdipapirhandleren alene foretage en egnethedsvurdering i relation til den specifikke del af formuen/porteføljen, som kunden ønsker rådgivning eller porteføljepleje om.

Det kan fx være en kunde, som alene ønsker at modtage investeringsrådgivning eller porteføljepleje vedrørende sin pensionsformue eller en anden afgrænset del af sin formue hos en given værdipapirhandler. Investering af kundens øvrige midler foretager kunden derimod via en anden eller flere andre værdipapirhandlere uden at denne nødvendigvis ønsker investeringsrådgivning eller porteføljepleje for denne del af formuen. Ligeledes kan der være tale om en kunde, som fx har solgt sin virksomhed og som har afsat et bestemt beløb, som kunden ønsker at foretage investeringer for og for dette bestemte beløb modtages der investeringsrådgivning eller porteføljepleje.

Ved investeringsrådgivning af en yngre person, som ønsker at oprette en pensionsopsparing med investering i værdipapirer, vil fokus for investeringsrådgivningen være på dennes strategi og risikoprofil, hvorimod behovet for afdækning af kundens finansielle situation vil være mindre relevant.

I forbindelse med investeringsrådgivning af en kunde, som for eksempel ønsker at købe aktier for et mindre beløb, vil de oplysninger, som skal indhentes om kunden, være af et relativt beskedent omfang. Situationer med simple mandater/porteføljepleje udgør andre eksempler på, hvor der skal indhentes oplysninger i relativt beskedent omfang.

Egnethedstesten finder anvendelse, såvel når tjenesteydelsen ydes på kundens initiativ, som når denne ydes på værdipapirhandlerens initiativ. Det nærmere indhold af de oplysninger, som skal indhentes, fremgår af § 18.

Stk. 2 indeholder et krav om, at der skal foretages egnethedsvurdering, når der er givet en personlig anbefaling til kunden. Egnethedsvurdering kræves derimod ikke foretaget, når der gives generel vejledning (produkt-, udsteder- eller markedsinformation, skriftligt eller mundtligt).

Egnethedstesten indebærer, at værdipapirhandleren skal vurdere, om den specifikke transaktion er i overensstemmelse med den investeringsstrategi/profil, som værdipapirhandleren – på baggrund af de indhentede oplysninger om kunden – har fastlagt i henhold til § 16, stk. 1.

Investeringsrådgivning og porteføljepleje foretages på baggrund af de indhentede oplysninger om kunden og egnethedstesten. Investeringsrådgivning skal således tilgodesee kundens interesser og give kunden et godt grundlag for at træffe sin beslutning. Rådgivningen skal være relevant, retvisende og fyldestgørende.

En anbefaling, som er personligt rettet til kunden, kan være en anbefaling om køb/salg af specifikke finansielle instrumenter, men det kan også være en anbefaling om at afstå fra en specifik transaktion i et finansielt instrument.

En transaktion kan være uegnet for en kunde eller potentiel kunde på grund af risiciene ved de involverede finansielle instrumenter, transaktionens type, ordrens art eller handelshyppigheden. En række transaktioner, der hver især er egnede, når de betragtes isoleret, kan være uegnede, hvis anbefalingen eller beslutningen om at handle gives eller træffes med en hyppighed, der ikke er i kundens bedste interesse. En transaktion kan også være uegnet, hvis den resulterer i en uhensigtsmæssigt sammensat portefølje.

Omfanget af informationer, der skal indhentes, kan ligeledes afhænge af kunden og kompleksitetsgraden af det produkt eller tjenesteydelse, som denne efterspørger.

Stk. 3 indebærer, at en værdipapirhandler i forbindelse med investeringsrådgivning eller udøvelse af porteføljepleje for en professionel kunde kan lægge til grund, at kunden har den nødvendige erfaring og kendskab i forbindelse med de produkter, transaktioner og tjenesteydelser, hvormed kunden er klassificeret som professionel. Dette gælder for såvel de såkaldte ”fødte” professionelle kunder (omfattet af bilag 1, afsnit a) som de kunder, der er blevet løftet op til at blive behandlet som professionelle.

For så vidt angår de kunder, som er »fødte professionelle«, kan værdipapirhandleren i forbindelse med investeringsrådgivning lægge til grund, at denne type kunder er i stand til finansielt at bære eventuelle tab som følge af investeringen. For så vidt angår kunder, som er løftet op til at blive behandlet som professionelle kunder, skal værdipapirhandleren derimod indhente oplysninger om kundens finansielle situation og kan ikke lægge til grund, at disse typer kunder er i stand til finansielt at bære et eventuelt tab. I forbindelse med porteføljepleje kan værdipapirhandleren heller ikke lægge til grund, at denne type kunder er i stand til at bære et eventuelt finansielt tab.

For fødte professionelle kunder skal værdipapirhandlerens egnethedstest således alene baseres på en vurdering af kundens investeringsformål.

Stk. 4 indeholder et forbud for værdipapirhandleren mod at yde investeringsrådgivning eller porteføljepleje, såfremt værdipapirhandleren ikke får de fornødne, relevante oplysninger i henhold til § 16, stk. 1. I denne situation må værdipapirhandleren oplyse kunden om, at det ikke er muligt at anbefale det relevante produkt, transaktion eller tjenesteydelse. Værdipapirhandleren kan imidlertid anbefale eller udføre et alternativt produkt, transaktion eller tjenesteydelse, såfremt dette er egnet for kunden på baggrund af de oplysninger, som værdipapirhandleren har fået. Det vil sige, at hvis kunden ikke giver tilstrækkelige oplysninger til, at værdipapirhandleren kan anbefale fx en derivatforretning, kan værdipapirhandleren imidlertid have tilstrækkelige oplysninger om kunden til at kunne anbefale en investering i et ikke-komplekst finansielt instrument.

Såfremt værdipapirhandleren ikke har tilstrækkelig information om kunden til at anbefale en specifik transaktion, men kunden ønsker at udføre denne transaktion, vil dette kunne ske under iagttagelse af § 17 og § 19 afhængig af det finansielle instruments kompleksitet, og en eventuel aftale om »udelukkende ordreudførelse«. En kunde kan fx anmode om rådgivning vedrørende investering i derivater, men ønsker ikke at give værdipapirhandleren information om sin finansielle situation og investeringsformål. Værdipapirhandleren må dermed oplyse kunden, at denne ikke kan yde investeringsrådgivning til kunden, da værdipapirhandleren ikke har de fornødne oplysninger til at foretage en egnethedsvurdering. Hvis kunden fortsat ønsker at gennemføre transaktionen, er dette muligt. Dette kan ske, hvis betingelsen i § 17 om hensigtsmæssighedstesten er opfyldt.

Hvis værdipapirhandleren har frarådet et produkt, transaktion eller tjenesteydelse, men i øvrigt har tilstrækkelige oplysninger om kunden, har kunden mulighed for at få ordren udført. Der eksisterer ikke et handelsforbud i denne situation.

§ 17 - Hensigtsmæssighedstest

Hensigtsmæssighedstest er et nyt begreb i forhold til god skik-bekendtgørelsen. Testen er en mellemvej mellem egnethedstesten i § 16 på den ene side og execution only i § 19 på den anden side. En værdipapirhandler er kun forpligtet til at vurdere, om en investeringsservice eller et finansielt instrument er egnet for en kunde, hvis værdipapirhandleren yder investeringsrådgivning eller porteføljepleje til den pågældende kunde. I forbindelse med andre former for investeringsservice kræver det i medfør af § 17, at værdipapirhandleren vurderer en investeringsservice eller et produkt er hensigtsmæssigt for detailkunden, medmindre investeringsservicen eller produktet tilbydes med henblik på udelukkende ordreudførelse (Execution only), jf. § 19. § 17 giver adgang til at foretage ekspeditioner med både komplekse som ikke-komplekse produkter forudsat, at kunden har det fornødne kendskab og erfaring. § 17 stiller krav om, at værdipapirhandleren skal indhente oplysninger herom.

Det ligger inden for rammerne i bekendtgørelsen, at en værdipapirhandler anvender § 17 til ekspeditioner, hvor der ikke er tale om investeringsrådgivning eller porteføljepleje, men hvor kunden ønsker en investering i et komplekst produkt. Det er også muligt, at værdipapirhandleren primært anvender § 17 til ekspeditioner uden investeringsrådgivning eller porteføljepleje i forhold til såvel komplekse som ikke-komplekse finansielle instrumenter. Kunden gives således adgang til et givet handelsrum på baggrund af kundens kendskab til og erfaring på det relevante investeringsområde. Værdipapirhandleren kan i denne situation vælge alene at anvende muligheden for execution only i forhold til de kunder, som har adgang til at foretage investeringer over internettet/netbank.

Hensigtsmæssighedstesten i § 17 gælder alene for detailkunder. Det indebærer, at professionelle kunder ikke skal testes for kendskab og erfaring, idet det er en forudsætning for at være professionel kunde. Disse kunder har adgang til at handle komplekse instrumenter på egen hånd uden vurdering fra værdipapirhandlerens side, såfremt der ikke er tale om investeringsrådgivning eller porteføljepleje.

Stk. 1 indebærer, at værdipapirhandleren alene skal indhente oplysninger om kundens kendskab til og erfaring på det relevante investeringsområde. Omfanget af oplysninger, som skal indhentes, afhænger af kompleksitetsgraden og risikoniveauet af de produkter eller tjenesteydelser, som udbydes eller efterspørges samt den konkrete kundes forhold.

Værdipapirhandleren skal på baggrund af oplysningerne foretage en hensigtsmæssighedstest, idet denne skal vurdere, om det påtænkte produkt eller tjenesteydelse falder inden for den afgrænsning, som udgøres af kundens erfaring og kendskab. Værdipapirhandleren skal herunder vurdere, om

kunden har den nødvendige erfaring og viden til at forstå de risici, der er forbundet med den specifikke type produkt eller tjenesteydelse, der efterspørges eller tilbydes. Kundens kendskab og erfaring kan bero på, at denne har modtaget relevant information fra værdipapirhandleren om de pågældende produkter.

Hvis værdipapirhandleren vurderer, at fx en derivattype er hensigtsmæssig for kunden, idet denne anses for at have det fornødne kendskab og erfaring til at forstå de risici, der er forbundet med denne produkttype, skal værdipapirhandleren som udgangspunkt ikke vurdere hensigtsmæssigheden næste gang, kunden efterspørger samme produkttype.

En kunde, der er involveret i forretninger med en specifik type produkt eller tjenesteydelse inden 1. november 2007, formodes at have den nødvendige erfaring og viden til at forstå risiciene ved det pågældende produkt eller den pågældende investeringsservice. Når en kunde indgår i forretninger af den type ved hjælp af en værdipapirhandlers tjenesteydelser efter 1. november 2007, kræves det ikke, at værdipapirhandleren foretager en ny vurdering i forbindelse med transaktionen. Værdipapirhandleren overholder sine forpligtelser i henhold til § 17, hvis denne foretager den nødvendige hensigtsmæssighedsvurdering, inden denne begynder at levere tjenesteydelsen.

Hvis en værdipapirhandler ifølge stk. 2 på baggrund af de indhentede oplysninger ikke finder, at produktet eller tjenesteydelsen er hensigtsmæssig for kunden, skal kunden oplyses herom. Hvis kunden alligevel ønsker at gennemføre transaktioner i det pågældende produkt eller ønsker den efterspurgte tjenesteydelse, kan værdipapirhandleren gennemføre kundens ordre. Bestemmelsen indeholder således ikke et handelsforbud.

Oplysningen til kunden om, at værdipapirhandleren ikke anser det påtænkte produkt eller den påtænkte tjenesteydelse for hensigtsmæssig for kunden eller bestemte kunder, kan gives personligt og/eller i standardiseret form, fx kan det fremgå af værdipapirhandlerens forretningsvilkår eller vilkår for handel med værdipapirer. Eksempelvis kan fremgå, at særligt komplicerede produkter ikke er hensigtsmæssige for detailkunder.

Stk. 3 fastslår ligeledes, at der ikke eksisterer et handelsforbud i situationer, hvor kunden ikke giver tilstrækkelige oplysninger om sit kendskab og sine erfaringer, jf. stk. 1. Værdipapirhandleren skal da advare kunden om, at konsekvensen heraf er, at værdipapirhandleren ikke kan afgøre, om produktet eller tjenesteydelsen er hensigtsmæssig for kunden eller bestemte kunder.

Oplysningen til kunden om, at værdipapirhandleren ikke kan vurdere produktets eller tjenesteydelsens hensigtsmæssighed kan gives personligt og/eller i standardiseret form, fx kan det fremgå af værdipapirhandlerens forretningsvilkår eller vilkår for handel med værdipapirer.

§ 18 - Oplysninger til brug for egnetheds- og hensigtsmæssighedstest

Stk. 1 indeholder en opremsning af de oplysninger, som skal indhentes om kunden. Omfanget af de oplysninger, som skal indhentes, afhænger som nævnt af kompleksitetsgraden eller risikoniveauet for den tjenesteydelse eller produkt, der er tale om, samt den konkrete kundes forhold. Værdipapirhandleren kan også anvende oplysninger, som denne allerede besidder om kunden i forbindelse med løbende kundeforhold, fx depotoplysninger. I sådanne tilfælde skal værdipapirhandleren sikre sig, at disse oplysninger opbevares i overensstemmelse med de opbevaringskrav, som MiFID fastlægger.

En værdipapirhandler kan lægge oplysninger fra sine kunder til grund, medmindre værdipapirhandleren ved eller burde vide, at disse oplysninger er forældede, unøjagtige eller ufuldstændige. Værdipapirhandleren kan lægge kundens oplysninger til grund i den form, som kunden afgiver dem.

I *stk. 1* uddybes de oplysningselementer, som værdipapirhandleren skal indhente for at kunne vurdere kundens kendskab til og erfaring på det relevante investeringsområde, jf. §§ 16 og 17. En af de faktorer, som kan bidrage til, at kunden opnår den fornødne kendskab og erfaring, er, hvis værdipapirhandleren har givet kunden information om produktet eller tjenesteydelsens art og de risici, der er involveret heri.

§ 19 - Udelukkende ordreudførelse (»execution only«)

Bestemmelsen vedrører såkaldt execution only og omfatter dermed det handelsrum, hvor der kan foretages transaktioner uden nogen form for egnethedsvurdering eller hensigtsmæssighedstest. Execution only-transaktioner kan foretages uden forudgående investeringsrådgivning eller indhentelse af oplysninger om kundens kendskab, erfaring, finansielle situation eller investeringsformål, såfremt betingelserne i nr. 1-4 er opfyldt.

Bestemmelsen kan anvendes ved internethandel, handel ved personlig fysisk henvendelse til en værdipapirhandler eller ved ordreafgivelser via telefonen.

En værdipapirhandler kan tilrettelægge sin virksomhed sådan, at der kun tilbydes execution only.

I *nr. 1* angives de produkter, som er omfattet af bestemmelsens handelsrum. Der er tale om aktier, obligationer, pengemarkedsinstrumenter og investeringsforeningsbeviser. Disse produkter anses for at være "ikke-komplekse"/simple. Pengemarkedsinstrumenter omfatter fx indskudsbeviser, skatkammerbeviser og repoér.

Desuden kan andre ikke-komplekse finansielle instrumenter være omfattet af handelsrummet, såfremt de opfylder de kriterier, som er angivet i artikel 38 i Kommissionens direktiv 2006/73/EF, jf. § 19, nr. 1, e):

- a) produktet ikke falder ind under artikel 4, stk. 1, nr. 18), litra c), eller punkt 4-10 i afsnit C i bilag I til direktiv 2004/39/EF
- b) der ofte er mulighed for at afhænde, indløse eller på anden måde realisere instrumentet til en kurs, der er offentligt tilgængelig for markedsdeltagerne, og som er enten markedskursen eller kurser, der gøres tilgængelige, eller godkendt ved hjælp af værdiansættelsessystemer, der er uafhængige af udstederen
- c) det ikke indebærer en faktisk eller potentiel forpligtelse for kunden, som overstiger udgiften ved at erhverve instrumentet
- d) passende oplysninger om dets karakteristika er offentligt tilgængelige og kan forventes uden besvær at blive forstået af den gennemsnitlige detailkunde, således at den pågældende kan foretage en informeret vurdering af, hvorvidt han skal gå ind i en transaktion vedrørende det instrument.

Eksempler på komplekse produkter er strukturerede obligationer, andele i hedgeforeninger, differencekontrakter (CFDere), »convertible bonds«, dvs. obligationer, der kan veksles til fx aktier. Eksempler på andre komplekse instrumenter er optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (forward rate agreements) og andre derivatkontrakter. Disse instrumenter kan derfor ikke handles som execution only.

Nr. 2 kræver, at tjenesteydelsen skal ydes på kundens initiativ. En tjenesteydelse kan betragtes som leveret på kundens initiativ, selvom kunden anmoder om den på grundlag af en henvendelse, der søger at fremme eller indeholder et tilbud om finansielle instrumenter af generel karakter, og som er henvendt til offentligheden eller en større gruppe af kunder eller potentielle kunder. En tjenesteydelse kan ikke betragtes som leveret på initiativ af en kunde, hvis kunden anmoder om den

som svar på en personlig henvendelse fra værdipapirhandleren eller en som handler på dennes vegne til den pågældende kunde.

Ifølge *nr. 3* skal værdipapirhandleren gøre kunden opmærksom på, at værdipapirhandleren ikke har pligt til foretage en vurdering af en potentiel eller faktisk transaktion, og at kunden derfor ikke er omfattet af det højere investorbeskyttelsesniveau i §§ 16-17. Denne oplysning til kunden eller bestemte kunder kan gives personligt og/eller i standardiseret form, fx kan det fremgå af værdipapirhandlerens forretningsvilkår eller vilkår for handel med værdipapirer. Herved kan forholdene vedrørende execution only implicit blive en del af det aftalegrundlag, som skal være på plads mellem kunden og værdipapirhandleren, i basisaftalen, jf. § 6, stk. 2. Der er ikke krav om indgåelse af en aftale om execution only. Imidlertid kan aftale om execution only indgås i tilknytning til en aftale om adgang til internethandel.

Nr. 4 fastslår, at det er en betingelse for at kunne anvende reglen om execution only, at værdipapirhandleren opfylder reglerne om interessekonflikter i lov om finansiel virksomhed samt bekendtgørelsen om organisatoriske krav til og betingelserne for drift af virksomhed som værdipapirhandler. Det vil blandt andet sige, at værdipapirhandleren skal identificere interessekonflikter, have procedurer og foranstaltninger til håndtering af disse samt have en skriftlig politik vedrørende interessekonflikter.

Kapitel 7

Afregningsnota m.v.

§ 20 - Rapport til kunden

Bestemmelsen pålægger en værdipapirhandler at rapportere om udførte transaktioner, der ikke er omfattet af rapporteringsreglen i §§ 21- 24. Bestemmelsen er en opsamlingsbestemmelse, der skal gribe tilfælde, der ikke falder under disse bestemmelser.

Eksempelvis skal værdipapirhandlere rapportere om kundens beholdning af derivater. Denne forpligtelse er opfyldt ved regelmæssig oplysning til kunden af markedsværdiberegningen.

§ 21 - Afregningsnota

Bestemmelsen indeholder kravene til oplysninger i afregningsnotaen og finder anvendelse, når værdipapirhandleren udfører andre ordrer end porteføljepleje. Der gælder ingen formkrav til afregningsnotaen, men krav til medium, jf. § 3.

Udgangspunktet i *stk. 3* er, at oplysningerne i de 12 punkter alle er »mulige« at give til kunden og »relevante« for kunden. Undladelse som følge af at oplysningerne ikke er »mulige« at give, kan kun finde sted i det tilfælde, hvor det ikke er muligt at fremskaffe informationen. Undladelse fordi oplysningerne ikke er »relevante« kan kun finde sted, hvis det åbenlyst ikke giver nogen mening at medtage oplysningen, eller at denne er åbenlys irrelevant. For så vidt angår mere specielle finansielle instrumenter som pantebreve og derivater skal oplysningerne gives i det omfang, det er muligt og relevant og under hensyntagen til markedskutymen og de forhold, som disse finansielle instrumenter handles under.

Hvis værdipapirhandleren udfører ordrer i trancher, kan værdipapirhandleren vælge at oplyse kunden om prisen for hver enkelt tranche eller gennemsnitsprisen. Hvis værdipapirhandleren oplyser om gennemsnitsprisen, er han forpligtet til at oplyse prisen for hver tranche, hvis kunden anmoder herom.

Ad *nr. 4*: Ordrens type skal angive både om ordren har status som en limiteret ordre, en markedsordre eller en anden specifik ordretype og om det er en ordre om at tegne værdipapirer, udnytte en option eller en lignende kundeordre.

Endvidere fremgår, at afregningsnotaen skal indeholde oplysning om ordrens type.

Direktiv om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) opererer med tre forskellige typer af ordre: Volumenvægtet transaktion til gennemsnitspris, limiteret ordre og markedsordre.

En volumenvægtet transaktion til gennemsnitspris betragtes som en ordre eller transaktion, der udføres på andre betingelser end den gældende markedskurs. En volumenvægtet transaktion til gennemsnitspris betragtes som en ordre eller en transaktion, hvor prisen er beregnet ved en vægtning af størrelse og pris for de transaktioner, der indgår i beregningen.

En limiteret ordre betragtes som en ordre til køb eller salg af et værdipapir til en nærmere specificeret kurs eller bedre, og i et nærmere specificeret antal.

Ordre, der ikke falder ind under definitionen af en volumenvægtet transaktion til gennemsnitspris eller en limiteret ordre, vil i bekendtgørelsens forstand være en markedsordre. En markedsordre kan fx være en ordre, hvor en kunde beder om at få afregnet sin ordre til de aktuelle markedskurser.

Bekendtgørelsen er ikke udtømmende på dette område og begrænser heller ikke muligheden for, at værdipapirhandleren kan give kunden yderligere oplysninger om ordretypen på afregningsnotaen. Værdipapirhandleren kan således vælge at angive yderligere oplysninger på notaen, hvis kunden er vant til eller har behov for flere informationer om måden, hvorpå handlen er gennemført.

Ad *nr. 5*: Bestemmelsen indeholder krav om angivelse af handelssted (execution venue) Handelsstedet skal angives ved den unikke identifikation af et reguleret marked, en multilateral handelsfacilitet eller en værdipapirhandler, som systematisk internaliserer.

I andre tilfælde angives handelsstedet som OTC. Det vil være tilfældet, når en ordre helt eller delvist udføres via en værdipapirhandlers eget system og med denne som modpart. Ligeledes anvendes koden OTC i situationer, hvor en værdipapirhandler (A) anvender en anden værdipapirhandler (B) til at udføre handlen via dennes system og med denne som modpart, men hvor der ikke er tale om videreformidling, idet værdipapirhandler A påtager sig en best execution forpligtelse, jf. § 3 i bekendtgørelse om værdipapirhandlers udførelse af ordrer.

Ved videreformidling af en kundes ordre fra værdipapirhandler (A) til en anden værdipapirhandler (B) afhænger angivelsen af handelssted på afregningsnotaen af, hvordan værdipapirhandler B udfører ordren. Denne kan udføre ordren ved

- a) At eksekvere den via værdipapirhandlerens eget system og med værdipapirhandleren som modpart.
- b) At eksekvere den på et reguleret marked eller multilateral handelsfacilitet
- c) At formidle den videre til en tredje værdipapirhandler, som derefter kan vælge løsning 1, 2 eller 4.
- d) At foretage en kombination af ovenstående eksempler.

Det handelssted som skal angives ved videreformidling er det, hvor ordren rent faktisk udføres som sidste led i handelskæden. Det vil i ovennævnte tilfælde sige 1) OTC eller den unikke identifikation af B, hvis B er en værdipapirhandler, som systematisk internaliserer, 2) den unikke identifikation af et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, 3) afhænger af, hvor C eksekverer ordren og 4) OTC da ordren i sin helhed ikke udføres på eller af et reguleret marked en multilateral handelsfacilitet eller en værdipapirhandler, som systematisk internaliserer.

Værdipapirhandleren med kundeforholdet (A) skal angive handelsstedet, hvis dette er muligt og relevant. Det er forventningen, at det altid vil være relevant at angive handelssted og tidspunktet, da denne oplysning har betydning i relation til reglerne om best execution i § 3 i bekendtgørelse om

værdipapirhandlers udførelse af ordrer. Hvorvidt det er muligt at angive handelsstedet og tidspunktet i forbindelse med videreformidling vil afhænge af aftalen mellem A og den værdipapirhandler, som ordren er videreformidlet til (B eller C). I situationer, hvor værdipapirhandler A ikke har mulighed for at angive oplysninger om tidspunkt og handelssted, idet denne ikke har modtaget oplysninger fra B/C, kan værdipapirhandleren undlade at give oplysning herom.

Ad nr. 6: Identifikationskoden på et finansielt instrument er typisk en ISIN-kode.

Ad nr. 9: Værdipapirhandleren skal oplyse det samlede beløb, der er handlet værdipapirer for. Der er tale om handlet mængde ganget med handelskursen.

Ad nr. 10: På afregningsnotaen skal handelsomkostningerne angives, herunder eventuelle tillæg til henholdsvis fradrag i handelskursen, som værdipapirhandleren har beregnet sig. De enkelte omkostningselementer skal på kundens anmodning oplyses.

Til handelsomkostninger henregnes bl.a. kurtage samt diverse tillæg/fradrag - dog ikke termins-tillæg/-fradrag. Omkostningerne kan beregnes både som en procentsats og som et fast beløb. Det skal fremgå af notaen, hvilken beregningsmetode der er anvendt. Selve angivelsen af handelsomkostningerne i afregningsnotaen skal derimod fremgå som et beløb i en valuta. Det er således ikke tilstrækkeligt at angive handelsomkostningerne som en procentsats eller som kurspoint.

Ad nr. 12: Oplysningen om, at kundens modpart er værdipapirhandleren selv eller en person i dennes virksomhed opfylder ligeledes oplysningsforpligtelsen om selvindtræde i henhold til kommissionslovens § 41, stk. 1.

For handel med kunder med instituttet som modpart vil det være muligt i stedet for OTC at anføre »via egenbeholdningen«, »med værdipapirhandleren som modpart« eller lignende, og der vil være mulighed for at angive yderligere oplysninger på notaen.

§ 22 - Periodisk oversigt

Bestemmelsen angiver de oplysningsforpligtelser, som værdipapirhandleren er underlagt i forbindelse med porteføljepleje.

Bestemmelsen i stk. 1 pålægger værdipapirhandleren at give kunderne periodiske oversigter over porteføljen. Denne forpligtelse gælder overfor alle kundekategorier. Kunder kan yderligere vælge at modtage de væsentligste oplysninger om gennemførte handler, efter hver handel på det tidspunkt hvor værdipapirhandleren udfører denne, jf. stk. 7. Dette gælder alle kundekategorier. Selvom kunden vælger at modtage oplysninger efter stk. 7 fritager det ikke værdipapirhandleren fra at give periodiske oversigter, jf. stk. 1.

I stk. 2 opstilles særligt detaljerede krav, som værdipapirhandleren skal give på den periodiske oversigt, når kunden er en detailkunde.

Ad pkt. 8: Bestemmelsen pålægger værdipapirhandleren at give kunden (afregningsnota)-oplysninger, jf. § 21, stk. 3, for alle gennemførte handler i perioden, på den periodiske oversigt. Hvis kunden har valgt at modtage afregningsnota efter hver handel, jf. stk. 7, skal afregningsnotaoplysningerne gives i forbindelse hermed, jf. stk. 8. I det tilfælde behøver værdipapirhandleren ikke at give oplysninger for hver enkelt handel, jf. 21, stk. 3, på oversigten.

For detailkunder skal oversigten som udgangspunkt gives mindst hver sjette måned, jf. stk. 3.

I to tilfælde skal oversigten gives oftere: På anmodning skal detailkunder modtage oversigten mindst hver tredje måned, jf. stk. 4. Hvis aftalen mellem værdipapirhandleren og kunden muliggør, at porteføljen er gearet, skal oversigten gives mindst en gang om måneden, jf. stk. 6. Gearing omfatter låntagning med sikkerhed i de finansielle instrumenter, som der erhverves.

Hvis detailkunden modtager oplysninger efter hver handel, jf. stk. 7 og stk. 8, så skal oversigten gives mindst hver tolvte måned. Hvis oplysningerne vedrører de i bestemmelsen nævnte finansielle instrumenter, da skal oversigten dog gives mindst hver sjette måned.

§ 23 - Underretning om tab

Bestemmelsen gælder i porteføljepleje aftaler samt i tilfælde, hvor værdipapirhandleren har forpligtet sig til at underrette detailkunden om overskridelse af aftalte tærskler med det formål, at kunden kan tage fornødne skridt til selv at begrænse sit tab.

Eventuelle tærskler, der måtte være aftalt, for, hvornår værdipapirhandleren kan kræve, at detailkunden foretager yderligere indbetalinger eller stiller yderligere sikkerhed, falder ikke ind under denne bestemmelse.

§ 24 - Årlig oversigt

Bestemmelsen fastlægger en forpligtelse til at give kunden en årlig oversigt over de værdipapirer, der er i depot.

Hvis en kundes portefølje omfatter afkast fra uafsluttede transaktioner, kan oplysningerne i stk. 2, nr. 1, baseres på enten handels- eller afregningsdato, såfremt der anvendes samme grundlag for alle oplysningerne i oversigten.

Derivater opbevares ikke i depot, men værdipapirhandleren skal rapportere til kunden herom efter § 20.

Kapitel 8

§§ 25-26 skal læses i sammenhæng med bekendtgørelse om værdipapirhandleres udførelse af ordrer. Den pålægger bl.a. værdipapirhandlere at udføre kunders ordrer bedst muligt for kunden (best execution) og at opstille en ordreudførelsespolitik, der opstiller retningslinier for værdipapirhandlerens udførelse af ordrer. Det følger af bkg. om værdipapirhandleres udførelse af ordrer §§ 3 og 4.

§§ 25-26 - Forretningsgange og efterlevelse af udførelsespolitikken

Bestemmelsen indebærer, at værdipapirhandleren regelmæssigt og mindst en gang årligt skal vurdere, om forretningsgange, systemer og den ordreudførelsespolitik, som denne skal have i henhold til § 4 i bekendtgørelsen om værdipapirhandleres udførelse af ordrer, fungerer efter hensigten. Det vil bl.a. sige, at værdipapirhandleren skal vurdere, hvorvidt der opnås de bedste resultater for kunder i forbindelse med værdipapirhandlerens ordreudførelsespolitik. Begrebet systemer omfatter såvel manuelle som tekniske løsninger.

Værdipapirhandleren skal løbende kontrollere, om forretningsgange, systemer og ordreudførelsespolitikken overholdes. Vurderingen kan fx baseres på stikprøver af, hvorvidt en ordre udføres i overensstemmelse med ordreudførelsespolitikken. Eventuelle mangler skal afhjælpes.

Ligeledes skal værdipapirhandleren regelmæssigt vurdere, om det eller de handelssteder, denne har i sin ordreudførelsespolitik, på løbende basis giver det bedst mulige resultat for kunderne. Det betyder bl.a., at værdipapirhandleren skal vurdere, om denne anvender det/ de mest passende handelssteder sammenlignet med øvrige relevante handelssteder. Desuden skal denne vurdere, hvorvidt den relative vægt, der er lagt på de faktorer, som er angivet i § 3 i bekendtgørelse om

værdipapirhandleres udførelse af kundeordrer, har resulteret i det bedst mulige resultat for kunderne eller, om værdipapirhandleren skal genoverveje vægningen af de forskellige faktorer.

Hvis der opstår væsentlige ændringer, som påvirker værdipapirhandlerens mulighed for fortsat at opfylde sin best execution-forpligtelse ved brug af de handelssteder, der indgår i ordreudførelsespolitikken, skal værdipapirhandleren vurdere, hvorvidt politikken fungerer efter hensigten og afhjælpe eventuelle mangler, jf. stk. 1. En væsentlig ændring af ordreudførelsespolitikken kan fx være, at værdipapirhandleren optager et nyt handelssted. Det er imidlertid ikke ved enhver ny optagelse af handelssteder i ordreudførelsespolitikken, at værdipapirhandleren skal give kunden meddelelse herom men alene, hvis der er tale om handelssteder, som har en væsentlig betydning i ordreudførelsespolitikken. Hvis værdipapirhandleren fx primært har anvendt et bestemt handelssted med et givet finansielt instrument, og værdipapirhandleren udskifter dette handelssted med et andet, skal dette oplyses til kunderne.

Meddelelsen om en ændring af ordreudførelsespolitikken kan gives via en hjemmeside, jf. § 3, stk. 2. meddelelsen skal fremgå klart, og den må fx ikke gives i sammenhæng med markedsføringsmateriale.

§§ 27-29 - Behandling af kundeordrer m.v.

Reglerne har til formål at sikre, at kundens ordrer behandles forsvarligt af værdipapirhandleren. Kravet i § 27, stk. 1, nr. 1 indebærer, at værdipapirhandleren omgående skal registrere og allokere udførte kundeordrer, ligesom sammenlignelige kundeordrer efter § 27, stk. 1, nr. 2 som udgangspunkt skal udføres fortløbende og omgående.

Formålet med bestemmelsen er bl.a. at sikre, at handlerne bliver afregnet til den kurs, der var gældende på det tidspunkt, hvor værdipapirhandleren modtog ordren fra kunden.

Værdipapirhandlerne kan opfylde bestemmelsen ved at have interne procedurer, der sikrer, at det nøjagtige tidspunkt for ordrens modtagelse bliver registreret.

§ 27, stk. 1 indeholder i øvrigt en pligt for værdipapirhandleren til straks at informere en detailkunde om væsentlige problemer med at udføre en ordre, denne er blevet opmærksom på.

§ 27, stk. 1, nr. 3 skal ses i sammenhæng med bemærkningerne til § 6, stk. 3.

§§ 28-29 indeholder detaljerede regler vedrørende aggregering af ordrer og allokering af handler. Det fremgår af § 28, stk. 1, nr. 2, at kunden skal oplyses om, at aggregeringen kan være til ulempe for dem for så vidt angår en bestemt ordre. I en række situationer, herunder ved refinansiering af lån, sker der aggregering af kundernes ordrer for at opnå den for kunden bedst mulige pris, og fordi aggregeringen af kundernes ordrer er en del af den måde, hvorpå produktet er sammensat. Der er ikke i denne situation tale om, at aggregeringen er til ulempe for kundegruppen.

§ 30 Limiterede ordrer

§ 30 vedrører limiterede ordrer og omhandler de situationer, hvor en limiteret ordre vedrørende aktier optaget til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet ikke kan udføres øjeblikkeligt under gældende markedsvilkår.

Værdipapirhandleren kan fremme den hurtigst mulige gennemførelse af en limiteret ordre ved at formidle den limiterede kundeordre til et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet. Værdipapirhandlerens pligt til at offentliggøre den limiterede ordre skal ses i sammenhæng med sandsynligheden for, at ordren kan blive gennemført på det regulerede marked eller den multilaterale handelsplads, som den videreformidles til. Det følger af værdipapirhandlerens best

execution-forpligtelse. Værdipapirhandlerens pligt til at videresende ordren skal ske under forudsætning af, at dette er i overensstemmelse med de handelsregler og praksis, som eksisterer for det pågældende marked/ handelsfacilitet. Hvis en limiteret ordre fx angiver en kurs, som afviger væsentligt fra kursen i markedet (såkaldte skæve ordrer), kan der være tale om en situation, hvor det ikke er sandsynligt, at ordren vil kunne gennemføres ved, at den formidles til et reguleret marked m.v. Ligeledes er der markeder/handelsfaciliteter, hvor det i henhold til medlemsregler vil stride mod værdipapirhandlerens forpligtelse til at sikre ordrenes kvalitet, hvis ordren lægges ud på det pågældende marked/ handelsfacilitet.

Kapitel 10

Tilsyns- og straffebestemmelser

§§ 31- 32 - Tilsyn og straf

Finanstilsynet kan give påbud om berigtigelse af forhold, der strider mod informationsforpligtelserne i §§ 10-14 og §§ 20-24. Manglende efterlevelse af et påbud kan straffes med bøde.

§§ 33-35 - Ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser

Bekendtgørelsen træder i kraft 1. november 2007. Bekendtgørelsen opstiller to overgangsordninger.

Værdipapirhandleren er forpligtet efter § 4 til at informere kunderne om, hvorvidt de er kategoriseret som detailkunder, professionelle kunder eller som godkendte modparter. Denne information skal i forhold til eksisterende kundeforhold senest gives ved første kontakt efter 1. november 2007. Hvis en værdipapirhandler allerede ved bekendtgørelsen ikrafttræden har kategoriseret sine kunder i overensstemmelse med bekendtgørelsens kriterier herfor, skal denne ikke foretage kategoriseringen igen som følge af bekendtgørelsens ikrafttræden.

For kundeforhold etableret før 1. november 2007, hvor der foreligger et aftalegrundlag, som indeholder en beskrivelse af adgangen til at udføre ordrer udenom et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet (OTC- handler), kan kravet om samtykke i § 4, stk. 3 og 7 i bkg. om værdipapirhandlers udførelse af ordrer anses for opfyldt ved, at kunden efter 1. november 2007 anmoder om at få gennemført en handel, som i henhold til en beskrivelse af ordreudførelsen kan udføres OTC. For så vidt angår nye kunder skal samtykket indhentes i forbindelse med indgåelse af kundeaftale.

Hertil kommer, at en kunde, der er involveret i forretninger med en specifik type produkt eller tjenesteydelse inden 1. november 2007, formodes at have den nødvendige erfaring og viden til at forstå risiciene i forbindelse med det pågældende produkt eller den pågældende investeringsservice.

Når en kunde indgår i forretninger af den type ved hjælp af en værdipapirhandlers tjenesteydelser efter 1. november 2007, kræves det ikke, at værdipapirhandleren foretager en ny vurdering i forbindelse med hver enkelt transaktion. Værdipapirhandleren overholder sine forpligtelser i henhold til § 17, hvis denne foretager den nødvendige hensigtsmæssighedsvurdering, inden denne begynder at levere tjenesteydelsen.

Bilag, omtalt under § 4

Finanstilsynet, den 8. januar 2008

Ulla Brøns Petersen

/ Mikkel Chislett

Officielle noter

¹⁾ Der er tale om virksomheder, der opfylder to af følgende krav til størrelser på virksomhedsplan: a. balancesum: 20.000.000 EUR b. nettoomsætning: 40.0000.000 EUR c. Egenkapital: 2.000.000 EUR

Bilag 15 – BEK nr. 213 af 5. marts 2007 om værdipapirhandleres udførelse af ordrer

Bekendtgørelse om værdipapirhandleres udførelse af ordrer ¹⁾

I medfør af § 3, stk. 2 og § 93, stk. 3 i lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 479 af 1. juni 2006 :

Anvendelsesområde

§ 1. Bekendtgørelsen finder anvendelse på følgende virksomhed, jf. dog stk. 2-4:

- 1) Danske værdipapirhandleres aktiviteter her i landet.
- 2) Aktiviteter her i landet hos tredjelands værdipapirhandlere, der har tilladelse til filialetablering eller grænseoverskridende virksomhed, jf. lov om finansiell virksomhed.
- 3) Aktiviteter i danske filialer af investeringsselskaber og kreditinstitutter fra EU/EØS-lande.
- 4) Danske værdipapirhandleres aktiviteter i andre EU/EØS-lande, når dette foregår som grænseoverskridende aktiviteter uden filialetablering.

Stk. 2. Bekendtgørelsen finder ikke anvendelse på grænseoverskridende tjenesteydelser ydet her i landet af investeringsselskaber og kreditinstitutter, der er meddelt tilladelse i et andet land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

Stk. 3. Bekendtgørelsen finder ikke anvendelse, når værdipapirhandlerens kunde er en godkendt modpart, jf. bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel, bilag 2.

Stk. 4. Bekendtgørelsen finder ikke anvendelse på transaktioner mellem medlemmer af en multilateral handelsfacilitet, en alternativ markedsplads eller et reguleret marked her i landet eller i andre lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

Definition

Værdipapirhandlere

§ 2. Som værdipapirhandlere anses i denne bekendtgørelse virksomheder omfattet af § 1, stk. 1.

Vilkårene for værdipapirhandleres bedste udførelse af ordrer ("best execution") m.v.

Bedste udførelse af ordrer

§ 3. En værdipapirhandler skal ved udførelse af modtagne ordrer træffe alle rimelige foranstaltninger for at opnå det efter omstændighederne bedst mulige resultat for sine kunder, idet der tages hensyn til pris, omkostninger, hurtighed, gennemførelses- og afregningsandsynlighed, omfang, art og andre forhold, der er relevante for udførelsen af ordren ("best execution").

Stk. 2. Når en værdipapirhandler udfører en ordre på en detailkundes vegne, jf. bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 4, stk. 1, nr. 3, bestemmes best execution ud fra det samlede vederlag, med mindre formålet med udførelsen af ordren tilsiger, at de øvrige elementer nævnt i stk. 1 er relevante. Ved det samlede vederlag forstås prisen for det finansielle instrument og alle udgifter, som er direkte knyttet til udførelsen af ordren, herunder gebyrer i forbindelse med handelsstedet, clearing og afvikling, andre gebyrer til tredjemand, der er involveret i udførelsen af

ordren, samt værdipapirhandlerens egne provisioner og omkostninger ved at udføre ordren gennem handelssystemet.

Stk. 3. Når værdipapirhandleren skal bedømme, hvad der er best execution skal værdipapirhandleren lægge vægt på følgende kriterier:

- 1) Kundens karakteristika, herunder hvorvidt kunden er detailkunde eller professionel kunde, jf. bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 4, stk. 1.
- 2) Kundeordrens karakteristika.
- 3) Karakteristika ved de finansielle instrumenter, der indgår i ordren.
- 4) Karakteristika ved de handelssteder, som ordren kan rettes til.

Stk. 4. En værdipapirhandler må ikke strukturere eller pålægge provision på en sådan måde, at der forskelsbehandles urimeligt mellem forskellige handelssteder.

Stk. 5. Hvis der foreligger en specifik instruks fra en kunde, er værdipapirhandleren forpligtet til at udføre ordren efter instruksen.

Ordreudførelsespolitik m.v.

Ordreudførelsespolitik

§ 4. En værdipapirhandler skal etablere og anvende effektive forretningsgange og systemer til at overholde sin best execution-forpligtelse, jf. § 3, stk. 1, herunder opstille og anvende en ordreudførelsespolitik.

Stk. 2. Ordreudførelsespolitikken skal for hver enkelt instrumentkategori omfatte oplysninger om de forskellige handelssteder, hvorigennem værdipapirhandleren udfører kundeordrer, og de faktorer, der påvirker valget af handelssted. Den skal mindst omfatte de handelssteder, der sætter værdipapirhandleren i stand til løbende at opnå de bedste resultater ved udførelsen af kundeordrer.

Stk. 3. En værdipapirhandler skal indhente sine kunders forudgående samtykke til ordreudførelsespolitikken, herunder give detailkunder følgende oplysninger:

- 1) En redegørelse for den forholdsmæssige betydning, som værdipapirhandleren i overensstemmelse med kriterierne i § 3, stk. 3, tillægger faktorerne i § 3, stk. 1, eller den proces, hvorved værdipapirhandleren fastsætter disse faktoreres forholdsmæssige betydning.
- 2) En liste over de handelssteder, som indgår i ordreudførelsespolitikken.
- 3) Klar og tydelig information om, at specifikke instrukser fra en kunde kan forhindre værdipapirhandleren i at opfylde sin best execution-forpligtelse, jf. § 3, stk. 1.

Stk. 4. Informationerne jf. stk. 3 skal gives på papir, et andet varigt medium eller via en hjemmeside.

Stk. 5. Hvis informationerne gives på et andet varigt medium end papir, skal følgende betingelser være opfyldt:

- 1) Kunden har valgt, at oplysningerne gives på et andet varigt medium end papir.
- 2) Brugen af andet varigt medium skal være hensigtsmæssig i forhold til den måde, hvorpå forretningerne mellem værdipapirhandleren og kunden udføres.

Stk. 6. Hvis informationerne gives via en hjemmeside, skal

- 1) anvendelsen af en hjemmeside være hensigtsmæssigt i forhold til den måde, hvorpå forretningerne mellem værdipapirhandleren og kunden udføres,
- 2) kunden have samtykket til levering af information via en hjemmeside,
- 3) kunden være informeret om hjemmesidens adresse, og hvor på hjemmesiden informationen kan findes,
- 4) informationen være opdateret, og
- 5) informationen være tilgængelig på hjemmesiden i den periode, hvor det med rimelighed må forventes, at kunden har behov for at kunne læse informationen.

Stk. 7. Hvis ordreudførelsespolitikken gør det muligt at udføre kundens ordre udenom et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, skal værdipapirhandleren oplyse sine kunder om denne mulighed. Værdipapirhandleren skal indhente kundens forudgående udtrykkelige samtykke, inden værdipapirhandleren udfører kundens ordrer uden om et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet. Værdipapirhandleren kan indhente dette samtykke enten i form af en generel aftale eller for den enkelte transaktion.

Stk. 8. Værdipapirhandlere skal som en del af ordreudførelsespolitikken fastlægge procedurer med henblik på at forhindre allokering af transaktioner for egen regning, der udføres sammen med kundeordrer, på en sådan måde, at det er til ulempe for kunden.

Tilsyns- og straffebestemmelser

Tilsyn

§ 5. Finanstilsynet fører tilsyn med bekendtgørelsens overholdelse.

Stk. 2. Finanstilsynet kan, jf. § 3, stk. 1, 2. pkt. i lov om værdipapirhandel m.v., give påbud om berigtigelse af forhold, der strider mod § 3 og § 4.

Straf

§ 6. Med bøde straffes den, der undlader at efterkomme et påbud efter § 5, stk. 2.

Stk. 2. Der kan pålægges selskaber m.v. (juridiske personer) strafansvar efter reglerne i straffelovens 5. kapitel.

Ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser

§ 7. Bekendtgørelsen træder i kraft den 1. november 2007. Samtidig hermed ophæves bekendtgørelse nr. 72 af 31. januar 2003 om god værdipapirhandelsskik.

Økonomi- og Erhvervsministeriet, den 5. marts 2007

Bendt Bendtsen

/Pernille Gram Christensen

Officielle noter

¹⁾ Bekendtgørelsen gennemfører dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder i for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets Kommissionens direktiv 93/22/EØF (EF-tidende 2004 nr. L 145, side 1) og dele af Kommissionens direktiv 2006/73/EF af 10. august 2006 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår de organisatoriske krav til og betingelser for drift af investeringsselskaber samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv (EU-tidende 2006, nr. L 241, side 26).

Bilag 16 – vejledning nr. 10181 til bekendtgørelsen om værdipapirhandlers udførelse af ordrer

Vejledning om bekendtgørelse om værdipapirhandlers udførelse af ordrer

§ 1

Værdipapirbegrebet i bekendtgørelse om værdipapirhandlers udførelse af ordrer er i overensstemmelse med værdipapirbegrebet i bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel. Derfor er pantebrevshandel ikke omfattet af reglerne om best execution.

§ 3

Det overordnede best execution-krav i § 3, stk. 1 fastsætter en høj standard for investorbeskyttelse samtidig med, at værdipapirhandlerne har en betydelig grad af fleksibilitet i forhold til at opnå denne standard.

§ 3, stk. 2 indebærer, at best execution som hovedregel fastsættes ud fra det samlede vederlag, dvs. prisen på de finansielle instrumenter og de omkostninger (kurtage, gebyrer osv.), der er forbundet med at udføre detailkunders ordrer. Værdipapirhandleren kan fastlægge, at det samme gør sig gældende i forhold til professionelle kunder. Formålet med udførelsen af ordren kan tilsige, at hovedreglen fraviges, såfremt et eller flere af de øvrige elementer nævnt i § 3, stk. 1 er relevante for at sikre det bedst mulige resultat for kunden. En kunde kan eksempelvis lægge vægt på, at ordren udføres her og nu, hvorved hurtighed for ordrens udførelse må tillægges afgørende vægt. Det samme kan være tilfældet, hvis en kunde ønsker sikkerhed for en ordres gennemførelse fx i forbindelse med udførelse af en ordre i et finansielt instrument optaget til handel på et »eksotisk marked«. I sådanne tilfælde må sandsynligheden for, at denne ordre kan gennemføres, tillægges størst vægt i forhold til det samlede vederlag.

En specifik instruktion fra en kunde i relation til § 3, stk. 5 kan for eksempel være i forbindelse med en kundes online værdipapirhandel, hvor kunden fastsætter krav til ordrens udførelse fx ved at limitere ordren i relation til pris eller ved at fastsætte handelsstedet. Det forhold, at kunden har givet specifikke instruktioner, som dækker en del eller et aspekt af ordren, bør ikke anses for at frigøre værdipapirhandleren fra sin best execution-forpligtelse i relation til andre dele eller aspekter af kundeordren, som ikke er omfattet af instruksen.

Når værdipapirhandleren ikke udfører ordrer på vegne af kunder, er der ikke en forpligtelse til at yde best execution, jf. § 3. Det er fx tilfældet når værdipapirhandleren stiller quotes (pris for en given mængde værdipapirer) til overvejende professionelle kunder i engrosmarkedet. Når kunderne vælger at handle på de stillede quotes udfører værdipapirhandleren således ikke ordrer på vegne af kunder. Der er i dette markedssegment en formodning for, at kunderne selv påtager sig best execution-opgaven ved selv at søge i markedet efter de bedste vilkår for ordrens udførelse. Instrumenterne, som handles OTC (OTC er en betegnelse som i den finansielle sektor typisk dækker over en handel, som en værdipapirhandler gennemfører udenfor et reguleret marked eller lignende marked) omfatter blandt andet obligationer, herunder stats- og realkreditobligationer, rente swaps, optioner og forwards for valuta, komplekse risk-derivater. Forpligtelsen gælder heller ikke, når værdipapirhandleren giver professionelle kunder adgang til quotes stillet af en anden værdipapirhandler. Det kan fremgå af aftalen med kunden, at der ikke er best execution ved handel på quotes, men dette er ikke et krav, hvis markedskutymen taler herfor.

§ 4

Værdipapirhandlere skal i henhold til § 4, stk. 1 etablere og anvende effektive forretningsgange og systemer samt opstille og anvende en ordreudførelsespolitik for at kunne leve op til det overordnede best execution-krav.

Forretningsgange og systemer er de praktiske, organisatoriske og informationsmæssige foranstaltninger, som værdipapirhandleren har iværksat for at overholde sin best execution-forpligtelse. Det kan eksempelvis være IT-mæssige foranstaltninger, men der er ikke krav om, at der skal etableres IT-systemer. Værdipapirhandleren skal i forbindelse med foranstaltningerne lægge vægt på de kriterier, som fremgår af § 3, stk. 3 og de faktorer, som fremgår af § 3, stk. 1.

Ordreudførelsespolitikken kan siges at være en delmængde af disse foranstaltninger og udgør rammen for best execution.

I forbindelse med udarbejdelsen og anvendelsen af ordreudførelsespolitikken skal værdipapirhandlerne følge en tretrins fremgangsmåde

- 1) Afhængig af kunders karakteristika skal værdipapirhandleren tage stilling til prioriteringen af de angivne faktorer ved udførelse af ordrer.
- 2) Værdipapirhandleren skal vurdere tilgængelige handelssted(er) for at identificere det/de handelssteder, som gør denne i stand til at opnå best execution. Handelsstedet(/-erne) skal fremgå af ordreudførelsespolitikken.
- 3) Værdipapirhandleren skal anvende ordreudførelsespolitikken ved at sende kundeordrer til det/de handelssted(er), som fremgår af dennes ordreudførelsespolitik, og som sikrer kunden det bedst mulige resultat under hensyntagen til den relative vægtning af de faktorer, som fremgår af ordreudførelsespolitikken.

Bestemmelsen skal iagttages i sammenhæng med kommissionslovens regler om selvindtræde.

Ordreudførelsespolitikken skal indeholde en angivelse af eventuelle medlemskaber af regulerede markeder eller multi-laterale handelsfaciliteter og samarbejdspartnere fx i forbindelse med videresendelse af ordrer.

Ordreudførelsespolitikken skal i henhold til § 4, stk. 2, 2. pkt. mindst omfatte de handelssteder, der sætter værdipapirhandleren i stand til løbende at opnå best execution. Det er de væsentligste handelssteder og ikke nødvendigvis alle handelssteder, som skal angives i ordreudførelsespolitikken. Det vil således være muligt at anvende et handelssted, som ikke er angivet i ordreudførelsespolitikken, hvis dette eksempelvis sker som en foreløbig foranstaltning eller, hvis det er nødvendigt for at udføre en kundeordre i et usædvanligt finansielt instrument, fx et finansielt instrument optaget til handel på et »eksotisk marked«. Hvis handlen med et specifikt finansielt instrument primært finder sted på et bestemt marked, bør dette marked som udgangspunkt være omfattet af ordreudførelsespolitikken, såfremt værdipapirhandleren direkte eller via videresendelse af ordrer foretager kundehandel i dette finansielle instrument på regelmæssig basis i et væsentligt omfang.

Det er muligt alene at anvende ét handelssted i sin ordreudførelsespolitik, hvis værdipapirhandleren har foretaget rimelige foranstaltninger for at sikre best execution. Det kan for eksempel være en situation, hvor omkostningerne (som vil blive overført til kunderne) ved at inkludere mere end et handelssted vil overstige enhver prisforbedring, som kunne opnås ved at inkludere mere end et handelssted. Det kan også være fordi, at handlen med det pågældende finansielle instrument er koncentreret på et handelssted.

En værdipapirhandler er ikke forpligtet til at sikre kunden den bedst mulige pris, som findes på de globale kapitalmarkeder, for et givet finansielt instrument. Værdipapirhandleren er heller ikke forpligtet til at opnå det bedst mulige resultat for hver enkelt individuel ordre. Forpligtelsen består i, at værdipapirhandleren skal anvende sin ordreudførelsespolitik til at udføre hver enkelt ordre med henblik på at opnå det bedst mulige resultat for kunden i overensstemmelse med ordreudførelsespolitikken.

Hvis ordreudførelsespolitikken eksempelvis angiver to handelssteder for udførelse af danske aktier, skal værdipapirhandleren udføre ordren på det af disse handelssteder, hvor værdipapirhandleren kan forventes at opnå det bedst mulige resultat for kunden. Ikke alle handelssteder, der er med i

ordreudførelsespolitikken, skal nødvendigvis undersøges ved hver enkelt ordreudførelse. Hvor mange handelssteder, som skal undersøges afhænger af det enkelte finansielle instrument, markedsforholdene, tilgængeligheden af information og omkostningerne forbundet med undersøgelsen. Værdipapirhandleren skal i den forbindelse foretage en vurdering af, hvordan kunden sikres best execution under hensyntagen til de faktorer, som er opregnet i § 3, stk. 1.

En værdipapirhandler, der i forbindelse med porteføljepleje formidler ordrer til andre (samarbejdspartnere) og/eller videresender kundeordrer, skal med de nødvendige tilpasninger overholde de forpligtelser, som følger af § 3 og 4.

En værdipapirhandler (A) kan videresende ordrer og/eller ved porteføljepleje formidle ordrer videre til en anden værdipapirhandler (B), som kan vælge at ekspedere ordrerne på en af følgende måder:

- 1) At udføre disse via værdipapirhandlerens eget system og med værdipapirhandleren som modpart.
- 2) At udføre disse på et reguleret marked eller multilateral handelsfacilitet.
- 3) At formidle disse videre til en tredje værdipapirhandler, som derefter kan vælge løsning 1, 2 eller 4.
- 4) At foretage en kombination af ovenstående eksempler.

Den best execution-forpligtelse, der pålægges værdipapirhandler (A) i ovennævnte eksempel er ikke den samme omfattende forpligtelse, som pålægges værdipapirhandler B, som udfører/eksekverer kunders ordrer. A's best execution-forpligtelse består af at vurdere de best execution-foranstaltninger, som eventuelle samarbejdspartnere har etableret og anvender i overensstemmelse med § 4, stk. 1, for at afgøre, om disse foranstaltninger vil kunne gøre A i stand til at opfylde sin best execution-forpligtelse.

A kan opfylde sin best execution-forpligtelse for alle eller nogle af sine kundeordrer ved at videresende dem til samarbejdspartnere, der enten selv udfører ordrene (og dermed har best execution-forpligtelsen) eller kontraktuelt har forpligtet sig til at sikre A best execution.

En værdipapirhandler kan foretage såvel videresendelse af ordrer og/eller videreformidling i forbindelse med porteføljepleje, som udførelse af ordrer. Såfremt værdipapirhandleren giver specifikke instruktioner til en samarbejdspartner om, hvordan eller hvor en ordre skal udføres, eller selv videreformidler ordren til et handelssted, vil der være tale om udførelse af kundeordrer, hvorved værdipapirhandleren bliver omfattet af den fulde best execution-forpligtelse i §§ 3-4 for så vidt angår den del af ordren, som værdipapirhandleren har givet instruktion om. Det samme gælder, hvis værdipapirhandleren i forbindelse med porteføljepleje selv sender ordren til handelsstedet. Hvis det er en kundes specifikke instruktion, som værdipapirhandleren sender til samarbejdspartneren, gælder § 3, stk. 5, jf. herom ovenfor.

En værdipapirhandler, som videresender ordrer til en anden værdipapirhandler med henblik på udførelse heraf, kan vælge at angive en samarbejdspartner i sin ordreudførelsespolitik. Forudsætningen herfor er, at værdipapirhandleren har vurderet, at dette er i overensstemmelse med den overordnede best execution-forpligtelse, og at værdipapirhandleren med rimelighed kan forvente, at samarbejdspartneren kan opnå et resultat for værdipapirhandlerens kunder, som er mindst lige så godt som det resultat, værdipapirhandleren med rimelighed kan forvente at opnå ved at bruge andre samarbejdspartnere.

Beskrivelsen skal være så fyldestgørende, at kunden på baggrund heraf kan træffe en informeret beslutning om, hvorvidt denne vil anvende den pågældende værdipapirhandler til at udføre sine ordrer. De oplysninger værdipapirhandleren giver detailkunderne i henhold til § 4, stk. 3 kan eksempelvis være en summarisk beskrivelse af ordreudførelsespolitikken.

§ 4, stk. 3 indeholder en forpligtelse for værdipapirhandleren til at indhente kunders forudgående samtykke til ordreudførelsespolitikken. Der er ingen formkrav til samtykket. Det kan fx afgives mundtligt, skriftligt, telefonisk eller elektronisk.

Samtykke i § 4, stk. 3 kan endvidere gives som et stiltiende samtykke. Kravet om samtykke kan således anses for opfyldt ved, at en detailkunde anmoder om at få udført en ordre efter, at detailkunden har modtaget information om værdipapirhandlerens ordreudførelsespolitik i overensstemmelse med § 4, stk. 3, nr. 1-3.

§ 4, stk. 3, nr. 2 indebærer, at værdipapirhandleren skal oplyse detailkunden om de handelssteder, som indgår i ordreudførelsespolitikken. Værdipapirhandleren kan fx angive, at denne har medlemskab i en navngiven børs eller MHF og/eller, at denne anvender danske og/eller udenlandske samarbejdspartnere (brokere). Navnene på samarbejdspartnerne kan fremgå af et bilag. Forudsætningen for at anvende et bilag er, at dette angives tydeligt i beskrivelsen til kunden, ligesom bestemmelserne i §§ 4, stk. 4 – 6 skal være opfyldt.

Stk. 3 indebærer, at værdipapirhandleren har frit valg mellem at levere oplysningerne på enten papir, et andet varigt medium end papir eller via en hjemmeside. Giver værdipapirhandleren oplysningerne på papir er der ikke yderligere krav efter bestemmelsen, men giver værdipapirhandleren oplysningerne på et andet varigt medium end papir, så skal betingelserne i stk. 5 være opfyldt. Giver værdipapirhandleren informationerne via en hjemmeside, så skal betingelserne i stk. 6 være opfyldt.

Pligterne efter bestemmelsen er således ikke identisk med § 3 i bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapir-handel, hvor kravene til levering af information bl.a. er afhængig af, om oplysningerne er rettet personligt til kunden.

§ 4 skal ses i sammenhæng med §§ 25 og 26 i bekendtgørelsen om investorbeskyttelse. Der gælder imidlertid ikke et krav om meddelelse af væsentlige ændringer i ordreudførelsespolitikken i henhold til § 25, stk. 3, såfremt værdipapir-handleren alene videresender ordrer eller videreformidler ordrer i forbindelse med porteføljepleje.

For kundeforhold etableret før 1. november 2007, hvor der foreligger et aftalegrundlag, som indeholder en beskrivelse af adgangen til at udføre ordrer udenom et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet (OTC- handler), kan kravet om samtykke i § 4, stk. 7 anses for opfyldt ved, at kunden efter 1. november 2007 anmoder om at få gennemført en handel, som i henhold til en beskrivelse af ordreudførelsen kan udføres OTC. For så vidt angår nye kunder skal samtykket indhentes i forbindelse med indgåelse af kundaftale.

Finanstilsynet, den 26. september 2007

Annette Bjåland

/ Ulla Brøns Petersen

Bilag 17 – fakta om Nasdaq OMX sammenlægningen

<http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2007/05/25/081032.htm?rss=true>

Den amerikanske Børs har overtaget den nordiske børs.

© OMX - Københavns Fondsbørs

Nasdaq køber OMX

25. maj 2007 08.11 Penge

Den nordiske børs, OMX, og den amerikanske børs Nasdaq, har besluttet at fusionere, oplyser selskaberne i en meddelelse fredag. Det nye navn bliver Nasdaq OMX.

Bud på næsten 20 milliarder danske kroner

Nasdaq har givet et bud på aktierne i OMX, der svarer til 25,1 milliarder svenske kroner (19,8 milliarder kroner). For hver aktie i OMX vil Nasdaq give 0,502 ny aktie i Nasdaq og 93,4 skroner. Der er tale om en præmie på 19 procent i forhold til slutkursen torsdag oplyser OMX.

OMX

De relative værdier af virksomhederne under tilbuddets vilkår, baseret på Nasdaq-aktiens lukkepris den 23. maj, er 58 pct for Nasdaq og 42 procent for OMX. Proforma markedsværdien af Nasdaq OMX bliver cirka 7,1 milliarder dollar, hvoraf Nasdaqs og OMX' aktionærer vil kontrollere henholdsvis cirka 72 procent og 28 procent af aktierne.

Begge bestyrelser er tilfredse

Budet er anbefalet af begge selskabers bestyrelse og nøgleaktionærer har ligeledes accepteret tilbuddet.

- Ved at udnytte de to selskabers ekspertise og kompetencer vil vi skabe en fremragende platform for yderligere vækst, siger Magnus Böcker der er chef for OMX til RB-Børsen.

OMX driver børserne i København, Stockholm, Helsingfors, Reykjavik, Riga, Tallinn og Vilnius. Sammenlægningen vil få en ledelse, som består af repræsentanter fra begge selskaber under ledelse af Nasdaqs Robert Greifeld, som bliver administrerende direktør, og Magnus Böcker fra OMX, som bliver koncerndirektør.

Ansatte i 22 lande

De nye selskab får 2349 ansatte i 22 lande verden over med en pro forma indtægter for finansåret 2006 på mere end 1,2 milliarder dollar.

Bestyrelsen for det sammenlagte selskab vil bestå af 15 medlemmer, heraf ni medlemmer fra Nasdaq og fem medlemmer fra OMX samt det sammenlagte selskabs administrerende direktør. Nasdaq OMX-aktien vil blive noteret både på Nasdaq og på OMX Den Nordiske Børs.

Handelen blev suspenderet i går

På de nordiske børser blev handelen med OMX-aktier suspenderet i går, og sent i aftes dansk tid blev handlen med Nasdaq-aktier suspenderet i USA.

Der har længe været rygter i pressen om et OMX-salg til amerikanske eller britiske børsselskaber.

Nasdaq og OMX

- **OMX AB**, svensk-finskejet virksomhed, som driver Den Nordiske Børs
 - Stiftet i 2003 ved fusion mellem svenske OM AB (Optionsmäklarna) og finske Helsinki Stock Exchange (HEX).
 - OMX ejer og driver børserne i København, Stockholm, Helsingfors, Tallinn, Riga og Vilnius samt værdipapircentralerne i Estland og Letland.
 - I 2005 blev Københavns Fondsbørs en del af OMX, da det købte aktierne i Københavns Fondsbørs A/S for 1,2 mia.kr. Tidligere havde de danske banker, fondsmæglerselskaber og udstedere af værdipapirer ejet Københavns Fondsbørs.
-
- **Nasdaq**, The National Association of Securities Dealers Automated Quotation, amerikansk aktiebørs, etableret i 1971 som verdens første elektroniske aktiemarked.
 - Nasdaq har aldrig haft et fysisk børsløkal, al handel sker via computere. S
 - iden 1990'erne har Nasdaq været den førende børs i verden for internationale it- og telekommunikationsvirksomheder, og i 1999 blev Nasdaq større end New York Stock Exchange målt på omsætning.

Bilag 18 – Prislister fra Nasdaq OMX



Maximum fee for the value-based part,
automatically matched transactions, DKK 56.25 per executed order

PRICE LIST III

	DKK
Fixed monthly fee	188,000
Minimum monthly fee for equity trading	0
Transaction-based fee	DKK
Automatically matched transactions, primary counterparty ¹ :	
Per executed order	2.00
Automatically matched transactions, secondary counterparty:	
Per executed order	2.98
Value-based fees	
Automatically matched transactions, primary counterparty ¹ (equals to DKK 11.29 per traded million)	0.001129%
Automatically matched transactions, secondary counterparty (equals to DKK 17.61 per traded million)	0.001761%

Maximum fee for the value-based part,
automatically matched transactions, DKK 37.50 per executed order

ADDITIONAL DISCOUNTS ON ORDER BOOK TRADING

- Liquidity discount on 5 most liquid shares on OMX Copenhagen 20%

The 5 most liquid shares to which the liquidity discount will be applied are on OMX Copenhagen for the period of 1.1.2008-31.12.2008: Carlsberg A/S (B-share), Danske Bank A/S, A.P. Møller – Mærsk A/S (B-share), Novo Nordisk A/S and Vestas Wind Systems A/S. The list of the 5 most liquid shares will be updated every 12 months based on 6 months' trading data. The list of shares will be available in the cash market pricelist that will be published on OMX internet site.

- In-house crossing discount on all traded shares 25%
In-house crossing discount applies to all order executions where both buy and sell order originate from the same member firm.

- Automated Trading discount: 50% lower fees on transaction based fee and 5% higher fee on value-based fee. To be entitled to the Automated Trading discount member needs to fill in and sign the Automated Trading account application for cash market. The purpose of the application is to set the terms and conditions under which the member's Automated trading is entitled to a possible fee deduction.

A 27,7% lower Transaction-based fee will be applied to 10 members with the lowest trade per executed order - ratio at the time of the change from fee per trade to fee per executed order.

Bilag 19 – NIM's ordreudførelsespolitik

1. Formål

Nordea Investment Management AB (NIM) har fastlagt følgende retningslinjer for at sikre, at kundeordrer i finansielle instrumenter udføres bedst muligt for kunden. Retningslinierne gælder for alle kunder uanset hvilken klassifikation kunden

Disse retningslinjer udgør efter NIM's opfattelse den bedst mulige udførelse af ordrer. Når en kunde anmoder NIM om at indgå handler på kundens vegne, accepterer kunden dermed, at handlen udføres i overensstemmelse med disse retningslinjer.

NIM vil følge disse retningslinjer, medmindre kunden giver specifik instruks om, hvordan ordrer eller en bestemt handel skal håndteres. Kunder skal være klar over, at sådanne instrukser kan betyde, at NIM ikke er i stand til at følge disse retningslinjer for at opnå det bedst mulige resultat.

De begreber, der anvendes i disse retningslinjer, har samme betydning som i de gældende lokale regler.

2. Valg af handelssted for udførelse

NIM har adgang til en række forskellige handelssteder. NIM vurderer regelmæssigt, hvilke handelssteder der skal anvendes.

Ved valget af det bedste handelssted for udførelse af en ordre vil NIM bl.a. tage følgende i betragtning:

- ordrens størrelse og type
- den pris, som ordren kan forventes at blive udført til, og de omkostninger, som kunden vil blive påført
- hastighed og sandsynlighed for både udførelse og afvikling

Normalt vil NIM betragte pris og omkostninger som de vigtigste faktorer. Ved eksempelvis ordrer, der pga. størrelse, type eller investeringsstrategi kan påvirke enten den gældende pris på det finansielle instrument eller de markeder, hvor ordren kan udføres, kan andre faktorer dog veje tungere for at sikre hurtig udførelse af ordren.

Større ordrer målt i forhold til den samlede omsætning i markedet vil generelt blive placeret på den markedsplads, der har bedst likviditet, dvs. det handelssted, hvor en større ordre kan udføres hurtigt med mindst mulig effekt på markedskursen.

Hastigheden af ordrens udførelse eller sandsynligheden for ordrens rettidige afvikling kan tillægges betydning, hvis der er betydelige forskelle i hastigheden af udførelse eller sandsynligheden for gennemførelse, afhængigt af, hvilket handelssted der vælges.

3. Handelssteder

Afhængigt af instrumentet og det marked, hvor instrumenterne handles, kan det være muligt at vælge mellem forskellige handelssteder. NIM vil efter eget skøn vælge det handelssted, som sikrer den bedste udførelse af den pågældende handel.

3.1 Aktier

Dette afsnit gælder for ordrer i aktier optaget til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet (eksempelvis aktier noteret på fondsbørsen).

3.1.1 Værdipapirhandlere

Ordrer i finansielle instrumenter kan placeres hos en værdipapirhandler, som derefter vil være ansvarlig for at vælge det bedste handelssted i form af et reguleret marked, en multilateral handelsfacilitet, Over The Counter eller andre relevante handelssteder.

Værdipapirhandlerne vælges på baggrund af en udvælgelsesprocedure, som omfatter pris, udførelse og afvikling, forståelse for investerings- og aktieudvælgelsesprocessen mv.

Der foretages en regelmæssig gennemgang af værdipapirhandlerne i henhold til procedurer.

3.1.2 Algoritmiske handelsfaciliteter

Trading & Execution anvender algoritmiske handelsfaciliteter fra et stort antal leverandører og benytter en lang række strategier alt afhængig af ordrens størrelse, likviditet og andre ordrekarakteristika.

3.1.3 Netværk til matchning

NIM deltager i en række netværk til matchning af ordrer og benytter dette til at matche blokordrer med henblik på at minimere markedseffekten.

3.1.4 Direkte markedsadgang

NIM har direkte markedsadgang til et stort antal handelssteder og vil regelmæssigt udføre ordrer direkte på disse handelssteder.

3.1.5 Intern matchning

Når der vælges intern matchning ved handel, vil NIM indhente information i markedet i relation til den specifikke handel via informationskanaler, værdipapirhandlere og andre potentielle modparter.

Udførelsesprisen vil være et produkt af de tilgængelige referenceprisoplysninger samt andre faktorer som:

- likviditet
- ordrestørrelse
- prisudviklingen for relaterede produkter
- markedspriser
- markedsforhold
- handlens størrelse og type.

3.2 Investeringsforeninger

NIM vil udføre handler vedrørende investe-rings-foreninger ved at placere ordren hos administrationsselskabet til udførelse i overens-stemmelse med reglerne for investe-rings-foreninger eller lignende. I forbindelse med foreninger optaget til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, se pkt. 3.1.

3.3 Andre finansielle instrumenter

Dette afsnit gælder for transaktioner i følgende finansielle instrumenter:

- obligationer, skatkammerbeviser og andre pengemarkeds-instrumenter
- OTC-derivater
- afledte finansielle instrumenter optaget til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet (eksempelvis optioner og futureskontrakter noteret på fondsbørsen)
- andre instrumenter struktureret af en formidler.

3.1.1 Værdipapirhandlere

Se pkt. 3.1.1.

3.3.2 Intern matchning

Se pkt. 3.1.5.

4. Ordrehåndtering, ordresammenlægning og fordeling

NIM vil udføre kundeordrer på en hurtig, fair og hensigtsmæssig måde.

NIM kan sammenlægge kundeordrer med andre kundeordrer, hvis denne sammenlægning af ordrer og transaktioner generelt vil være til fordel for de kunder, hvis ordrer skal sammenlægges. Sammenlægningen kan dog være uhensigtsmæssig i relation til en bestemt ordre.

En transaktion baseret på sammenlagte ordrer, som er blevet udført i sin helhed, vil blive fordelt til gennemsnitsprisen. Hvor en fordelt ordre kun er delvist udført, vil fordelingen ske under hensyntagen til bedste udførelse, ligebehandling og kundernes interesse.

5. Forbehold

I tilfælde af systemmæssige forstyrrelser, uregelmæssigheder, sammenbrud eller exceptionelle markedsforhold kan NIM udføre ordrer på andre handelssteder eller under hensyntagen til andre forhold end dem, som er anført i disse retningslinjer.

6. Overvågning

NIM overvåger regelmæssigt overholdelsen af disse retningslinjer.

7. Gennemgang

For hele tiden at sikre den bedst mulige udførelse af ordrer vil NIM mindst en gang om året gennemgå disse retningslinjer samt de metoder og handelssteder, der anvendes til udførelse af ordrer, herunder andre værdipapir-handlere, som NIM videre-formidler ordrer til med henblik på udførelse. Ændringer vil blive offentliggjort på www.nordea.dk. Disse ændringer vil have virkning fra den dag, hvor de publiceres på hjemmesiden.

Bilag 20 – Det danske pengemarked og obligationsmarked

Uddrag af Indledende Obligations og Rentestrukturanalyse Af Christian Riis Flor og Claus Munk

Det danske pengemarked og obligationsmarked

2.1 Pengemarkedsinstrumenter

Pengemarkedet er et marked for forskellige typer af lån og indskud af typisk meget store beløb med kort løbetid (normalt op til ét år). Deltagerne i markedet er primært Nationalbanken og pengeinstitutter, og pengemarkedet kaldes således ofte for inter-bank markedet. En del store erhvervsvirksomheder og institutionelle investorer (pensionskasser, forsikringsselskaber m.m) deltager dog også. Markedsaktørerne bruger først og fremmest pengemarkedet til indbyrdes likviditetsudjævning. Nationalbanken deltager for at påvirke de korte renter som et led i pengepolitikken. Rentedannelsen på pengemarkedet influerer på pengeinstitutternes ind- og udlånsrenter og har derfor også stor betydning for virksomheders og privatpersoners låneomkostninger.

Handler på pengemarkedet sker direkte ved kontakt mellem to parter, evt. ved brug af en pengemarkedsmægler. Parterne kan naturligvis indgå præcis den aftale, der passer dem bedst, men oftest anvendes de følgende typer af handler:

Et **deposit** er en låneaftale mellem to pengeinstitutter over en given periode uden sikkerhedsstillelse. Sådanne aftaler svarer til de aftalelån eller aftaleindskud privatpersoner eller virksomheder kan lave med pengeinstitutter.

En **repo** eller **genkøbsforretning** er et udlån mod sikkerhed i obligationer. Långiveren har fuld dispositionsret over obligationerne i lånets løbetid, men er naturligvis forpligtet til at tilbagelevere en tilsvarende obligationspost ved lånets tilbagebetaling. Nationalbanken tilfører normalt likviditet til pengeinstitutterne en gang om ugen i form af genkøbsforretninger af 14 dages løbetid. Den tilbudte rente kaldes

for **genkøbsrenten**, **reporenten** eller bare **udlånsrenten**.

Nationalbanken udbyder desuden **indskudsbeviser**, hvorved pengeinstitutter kan placere penge i Nationalbanken i 14 dage. Renten på disse indskudsbeviser er identisk med udlånsrenten. Dermed kan Nationalbanken opsuge likviditet. Indskudsbeviserne kan sælges tilbage til Nationalbanken mod et mindre fradrag i prisen. Pengeinstitutterne kan desuden placere penge i Nationalbanken på en foliokonto, som de frit kan hæve på. Renten på disse konti kaldes **foliorenten**.¹

En **valutaswap** er et bytte af deposits i to forskellige valutaer. Den ene part – køberen af valutaswappen – låner et kronebeløb mod aflevering af udenlandsk valuta, typisk dollars, til den anden part – sælgeren af valutaswappen. Når lånet udløber, får køberen den udenlandske valuta tilbage mod at aflevere kroner. En valutaswap svarer derfor til en repo med sikkerhed i udenlandsk valuta.

En **FRA** (Forward Rate Agreement) eller **renteterminskontrakt** er en aftale om et fremtidigt lån i en bestemt periode til en rente fastlagt ved aftalens indgåelse.

Repo'er, deposits og valutaswaps har typisk løbetider på 1, 7 og 14 dage, 1, 2, 3, 4, 5 og 6 måneder, men 9- og 12-måneders deposits og valutaswaps anvendes også.² FRA-aftaler omfatter normalt 3-måneders lån begyndende om 3 eller 6 måneder. Til pengemarkedet regner man også sommetider de såkaldte **skatkammerbeviser**, som er korte statsobligationer. Disse er beskrevet nærmere i Afsnit 2.3.

Priserne/renterne på pengemarkedsinstrumenter relateres ofte til de såkaldte **CIBOR-renter** (Copenhagen Inter Bank Offered Rate). Disse renter beregnes ud fra en række pengeinstitutters stillede rentesatser på lån uden sikkerhed. Nationalbanken opgør hver dag CIBOR for løbetider på henholdsvis 1, 2, 3, 4, 5, 6, 9 og 12 måneder. Der findes lignende rentesatser i andre lande, f.eks. bruges LIBOR-renter (London Inter Bank Offered Rate) ofte i forbindelse med internationale låneaftaler. Nationalbanken offentliggør desuden en **dag-til-dag rente** baseret på priser på indskud af 1 dags varighed.

Endelig fastsætter Nationalbanken den såkaldte **diskonto**, som i sig selv primært har signalværdi. I en årrække har diskontoen imidlertid været identisk med foliorenten, der som nævnt ovenfor har overordentlig stor betydning for hele rente-

¹Kun indskud indenfor tildelte rammer forrentes. Det er (fra april 1992) ikke tilladt at have en negativ saldo på en foliokonto.

²Der handles også valutaswaps med løbetider på over 1 år, men disse er pr. definition ikke en del af pengemarkedet.

dannelsen.

2.2 Det danske obligationsmarked

Obligationer kan karakteriseres som omsættelige, standardiserede lånebeviser. Låntageren (debitor) udsteder en **serie** af ensartede obligationer, dvs. obligationer med ens ydelsesrækker. Sålænge der udstedes nye obligationer i samme serie, kaldes serien for **åben**, ellers **lukket**. Man kan opfatte det som om låntagerens samlede lån bliver splittet op i mange mindre, ensartede lån, nemlig et lån for hver obligation. Hovedstolen på den del af lånet, som den enkelte obligation svarer til, kaldes obligationens **nominelle (pålydende) værdi**. På det danske obligationsmarked har de allerfleste obligationer en nominel værdi på 1 øre, omend kurserne traditionelt noteres pr. 100 kroner nominel værdi, eller med andre ord i procent af den nominelle værdi.

Obligationens **udløbstidspunkt** er tidspunktet for obligationens sidste ydelse, altså den sidste termin. Den **nominelle (pålydende) rente** er den rente, der anvendes ved beregning af de enkelte terminers rentebetaling. Af historiske årsager kaldes den nominelle rente ofte for **kuponrenten**. Bemærk, at det er obligationens *årlige* nominelle rente, der angives. Hvis den årlige nominelle rente er R , og obligationen har m terminer pr. år, så er den terminslige nominelle rente lig R/m . En obligation benævnes efter dens afviklingsprincip som en annuitetsobligation, en stående obligation, en serieobligation eller en uamortisabel obligation. En stående obligation med en nominel rente på nul kaldes en **nulkuponobligation**. Alle andre obligationer kaldes undertiden for **kuponobligationer**. Hver serie af obligationer, der er noteret på Københavns Fondsbørs, er tildelt en **fondskode**, som entydigt identificerer serien. Bemærk, at der på Fondsbørsen handles med en afviklingsperiode på tre børsdage, dvs. en handel, der indgås en given dag, har først **valør** tre børsdage senere, hvor betalingen for handlen så finder sted.³

Det danske obligationsmarked på Københavns Fondsbørs er blandt de seks-syv største obligationsmarkeder i Europa. Den gennemsnitlige daglige omsætning var i 2003 omkring 28 milliarder kroner fordelt på cirka 5100 daglige handler. De noterede obligationer havde ved udgangen af 2003 en samlet kursværdi på 2559 milliarder

³Skatkammerbeviserne, som beskrives nedenfor, handles dog med to dages valør.

kroner (og en nominel værdi på 2512 milliarder kroner).⁴

2.3 Danske statsobligationer

Den største enkelte obligationsudsteder på det danske marked er den danske stat. For at finansiere et eventuelt underskud på statsbudgettet og indfri tidligere optagne lån udsteder staten obligationer både på det danske marked (i danske kroner) og på de internationale markeder (både i danske kroner og udenlandsk valuta). I 2003 udgjorde statsobligationerne ca. 25% af obligationsmarkedet målt på kursværdi og ca. 30% målt på omsætning.

Medio 2000 var der noteret 22 serier af fast-forrentede danske statsobligationer. Heraf var der 13 stående obligationer, 5 serieobligationer, samt 4 uamortisable obligationer. De stående obligationer betegnes som stående lån eller statsgældsbeviser, afhængigt af obligationernes løbetid ved udstedelsen. De fire uamortisable obligationer blev udstedt omkring 1900-århundredeskiftet og handles ikke særligt ofte. Omsætningen er koncentreret i få udvalgte, såkaldte *toneangivende* obligationer. I 1999 bidrog statsobligationen 6% stående lån 2009 f.eks. med hele 13% af den totale omsætning på det danske obligationsmarked. De stående obligationer og serieobligationerne har alle én årlig termin (på nær en enkelt serieobligation med to årlige terminer), og de fleste har løbetider på under 10 år, men der handles også en serieobligation med udløb i 2017 og et stående lån med udløb i 2024.

Udover ovennævnte obligationer udsteder staten også skatkammerbeviser. Hver tredje måned udbyder Nationalbanken en ny serie af skatkammerbeviser ved en åben auktion, hvorefter de optages til notering på Fondsbørsen. Skatkammerbeviserne bærer ingen kuponrente, dvs. der er tale om nul kuponobligationer. Ved udstedelsen har beviserne en løbetid på 9 måneder, så der på ethvert tidspunkt handles tre serier af skatkammerbeviser med løbetider på henholdsvis 0–3 måneder, 3–6 måneder og 6–9 måneder. Investering i skatkammerbeviserne kan ses som et alternativ til et aftaleindskud på pengemarkedet. Skatkammerbeviserne har en nominel værdi på 1 million kroner, og priserne noteres direkte pr. styk, altså pr. 1 million kroner nominelt, fremfor som en pris pr. 100 kroner nominelt. Ydermere handles skatkammerbeviserne med to dages valør, hvorimod alle andre obligationer på Københavns

⁴Disse tal er hentet fra Københavns Fondsbørs' Fact Book 2004, der gratis kan downloades fra Fondsbørsens hjemmeside www.cse.dk.

Fondsbørs som nævnt handles med tre dages valør. Den samlede omsætning af skatkammerbeviser var i 2003 på 159 milliarder kroner opgjort til kursværdi.

Endelig noteres der på Fondsbørsen **præmieobligationer**, som har interesse for især private investorer. Disse obligationer er ligeledes udstedt af den danske stat. Præmieobligationer er stående obligationer i den forstand, at hovedstolen afdrages på én gang. Det specielle ved præmieobligationer er, at rentebetalingen er ukendt. Den samlede rentebetaling til obligationerne i en given serie af præmieobligationer deles i et vist antal "præmier" af varierende størrelse, som fordeles til obligationsejerne ved lodtrækning.

2.4 Danske realkreditobligationer

En af årsagerne til det danske obligationsmarkeds betydelige størrelse er det danske realkreditsystem. Realkreditinstitutterne yder lån mod pant i fast ejendom. Lånene finansieres ved udstedelse af obligationer. Efterfølgende optages obligationerne traditionelt til notering på Københavns Fondsbørs. Ved udgangen af 2003 var kursværdien af de noterede realkreditobligationer tilsammen ca. 70% af den samlede kursværdi på obligationsmarkedet, og omsætningen af realkreditobligationer udgjorde i 2003 ca. 67% af den samlede obligationsomsætning på Københavns Fondsbørs.⁵

Realkreditmarkedet er underlagt en detaljeret regulering ved lov. Der er lovmæssige regler om løbetiden, størrelsen og afviklingsformen på de lån, som realkreditinstitutterne må tilbyde. Realkreditinstitutterne er underlagt et **balanceprincip**, som siger, at de samlede betalinger, som et institut skal svare obligationsejerne, kun må afvige minimalt fra de samlede betalinger, som instituttet modtager fra låntagerne. Desuden skal realkreditinstitutterne have reserver af en vis størrelse.

Obligationerne udstedes i serier, og kreditor/debitor forholdet er – i modsætning til markedet for sælgerpantebreve – anonymiseret. Der er en stor sikkerhed bag realkreditobligationer. For det første har realkreditinstitutterne betydelige reservefonde, som er opbygget på baggrund af låntagernes løbende betalinger af bidrag.⁶ Er fondens midler ikke tilstrækkelige til at indfri obligationsejernes krav, må real-

⁵Ved udgangen af 2002 var kursværdien af de noterede realkreditobligationer ca. $\frac{1267}{2421} = 52\%$.

⁶Udover reservefondsbidragene betaler låntagerne også administrationsbidrag til realkreditinstituttet.

kreditinstituttet tære på egenkapitalen. Rækker dette heller ikke, så er det instituttets låntagere, der serievis hæfter solidarisk for forpligtelserne med de belånte ejendomme. Dette blev sidst taget i anvendelse i 1930'erne, hvor låntagerne i bestemte serier blev opkrævet ekstraordinære reservefondsbidrag.

Som en konsekvens af balanceprincippet har realkreditinstitutterne traditionelt anvendt obligationer med samme afdragsprofil og løbetid som de ydede lån.⁷ De fleste ydede lån er i øjeblikket fast-forrentede annuitetslån med en løbetid på 10, 20 eller 30 år og fire årlige terminer, hvilket går igen på obligationssiden. Sådanne lån har som beskrevet i Afsnit 1.2.1 en konstant ydelse før skat. Da rentebetalingen er fradragsberettiget, og den udgør en faldende del af den samlede ydelse, vil ydelsen efter skat på et annuitetslån vokse i lånets løbetid. Bemærk, at ydelsesrækken for obligationen kan afvige fra en ægte annuitet, hvis serien er åben over flere terminer.⁸ Der tilbydes traditionelt to typer af lån: kontantlån og obligationslån. Vi skal beskrive de to typer af lån i Afsnit 7.1.

Tidligere måtte realkreditinstitutterne kun yde obligationslån i form af de såkaldte mix-lån, som bestod af en kombination af et annuitetslån og et serielån, således at ydelsen efter skat var nogenlunde konstant i lånets løbetid. Derfor er der på Fondsbørsen også noteret en række serieobligationer udstedt af realkreditinstitutterne.

Sammenhængen mellem lån og obligationer er ikke til stede ved de såkaldte rentetilpasningslån, herunder Realkredit Danmarks meget omtalte FlexLån. Også disse lån er typisk annuitetslån, men lånene er finansieret ved udstedelse af en række stående obligationer med en løbetid på højst 11 år. Vi skal se nærmere på denne låntype og de tilhørende obligationer i Afsnit 7.4.

En vigtig egenskab ved traditionelle danske realkreditlån er, at låntageren har ret til at indfri restgælden før udløb ved at opkøbe de bagvedliggende obligationer til kurs 100. Obligationerne siges da at være konverterbare. På nær de fire gamle uamortisable obligationer er alle danske statsobligationer inkonverterbare. Vi ser nærmere på de specielle egenskaber ved konverterbare obligationer i Afsnit 7.2–7.3.

⁷Betydningen af balanceprincippet er undersøgt i Grosen (1993).

⁸Realkreditserier er typisk åbne i et års tid.

2.5 Øvrige obligationer på det danske marked

Udover obligationer udstedt af den danske stat og realkreditinstitutterne er der på Københavns Fondsbørs noteret obligationer udstedt af andre kreditinstitutter (Kommunekredit, Danmarks Skibskreditfond) og af en del internationale organisationer, samt den svenske og den finske stat. Enkelte af de sidstnævnte obligationer er noteret i udenlandsk valuta. I modsætning til andre lande (f.eks. USA) er det i Danmark (endnu) ikke særligt almindeligt, at erhvervsvirksomheder udsteder obligationer, men der er dog enkelte undtagelser. Således har virksomheder som Øresundskonsortiet, Storebæltsforbindelsen, Hypotekbanken, FIH (Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk) fået optaget erhvervsobligationer til notering på Fondsbørsen. Enkelte banker har også udstedt erhvervsobligationer for at få supplerende ansvarlig indskudskapital.

Erhvervsobligationer afvikles typisk som et stående lån, men der er ofte knyttet særlige bestemmelser til disse lån.⁹ Bemærk desuden, at man ved erhvervsobligationer skal tage højde for muligheden for at den udstedende virksomhed ikke er i stand til at betale de aftalte afdrag. Der er altså en konkursrisiko ved at investere i sådanne obligationer.¹⁰

Der er også virksomheder (aktuelt er det TKD og en række banker), som har udstedt såkaldte konvertible obligationer, hvilket er obligationer, hvor obligations-ejeren efter nærmere regler kan ombytte obligationen med et antal aktier i den udstedende virksomhed.¹¹

En anden type af obligationer, som ikke falder ind under de tre standardtyper, er de såkaldte indeksobligationer. De blev indført i 1982, hvor både inflationen og

⁹For eksempel har Den Danske Bank udstedt obligationer, hvor ydelserne afhænger af udviklingen i det amerikanske S&P500 aktieindeks!

¹⁰Der er naturligvis også en teoretisk risiko for, at den danske stat går konkurs, men når en stat får betydelige økonomiske vanskeligheder, kan den trykke flere penge. Risikoen for at ejere af statsobligationer ikke får de aftalte ydelser kan således negligeres. Bemærk, dog at den *reale* værdi af de fremtidige ydelser vil falde, hvis staten øger pengemængden for at kunne betale afdrag på gælden.

¹¹Bemærk forskellen mellem konverterbare obligationer og konvertible obligationer. Sprogbrugen i diverse avisers kurslister og mange andre steder er dog ikke helt i overensstemmelse med denne sondring. Således kaldes konverterbare obligationer (f.eks. realkreditobligationer) ofte for konvertible obligationer.

renterne var meget høje efter nutidens standard. Den grundliggende idé er, at den underliggende restgæld og/eller ydelsen inflationskorrigeres. Dette giver en sikkerhed for den reale værdi af de fremtidige ydelser, hvor traditionelle obligationer giver bestemte nominelle ydelser. Indeksobligationerne skulle især anvendes til langsigtet finansiering af almennyttigt boligbyggeri og erhvervsbyggeri, men er senere udvidet til finansiering af landbrugsejendomme, skibsbyggeri og konstruktion af vedvarende energianlæg. På grund af de komplicerede lånekonstruktioner, skattemæssige forhold og den senere lave og tilsyneladende stabile inflationsrate har indeksobligationerne ikke fundet den store interesse blandt potentielle investorer. For en nærmere beskrivelse af indeksobligationer henvises til Jensen (2005, Kap. 13).

I midten af 1990'erne introducerede Unibank de såkaldte CMO'er, hvilket står for Collateralized Mortgage Obligation, på det danske marked. Dette er obligationer, som er udstedt med sikkerhed i en pulje af realkreditobligationer. De samlede betalinger fra denne pulje ligger til grund for betalingerne til CMO'erne. CMO'erne inddeles i forskellige klasser ("trancher"), og der er bestemte regler for hvorledes de samlede ydelser fra realkreditpuljen fordeles på de forskellige klasser. F.eks. kan der være forskel på den nominelle rente, der anvendes ved beregning af de enkelte klassers ydelser, således at nogle investorer modtager en stor del af deres afkast i form af en rentebetaling, mens andre investorer slet ingen rentebetaling får. Blandt andet på grund af forskelle i beskattningen af de enkelte investorers afkast kan en sådan fordeling være fordelagtig. Der kan også være forskel på den måde de enkelte trancher påvirkes af konverteringer i den bagvedliggende pulje af realkreditobligationer. Der er i øjeblikket noteret et par CMO-serier på Københavns Fondsbørs, men omsætningen i disse obligationer er meget begrænset.

Bilag 21 – Statens låntagning og gæld 2007

[http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Statens laantagning og gaeld 2007 publikation/\\$file/kap06.htm](http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Statens_laantagning_og_gaeld_2007_publication/$file/kap06.htm)

KAPITEL 5

Udstedelse og handel med statspapirer

Danske statsobligationer udstedes til en kreds af primary dealere. Primary dealerne har en løbende forpligtelse til at stille bud- og udbudspriser (market making). Market making bidrager til, at markedet for danske statsobligationer er gennemsigtigt og velfungerende.

Primary dealerne har besluttet, at market making i danske statsobligationer i 2008 foregår på MTSDenmark. Primary dealerne vil løbende evaluere den valgte handelsplatform.

Danske statsobligationer handles på en række elektroniske platforme og i telefonmarkedet. Den gennemsnitlige daglige omsætning på de elektroniske handelsplatforme blev fordoblet i 2007 og var i slutningen af året omkring 3 mia.kr. Den højere omsætning i danske statsobligationer skal blandt andet ses i lyset af øget efterspørgsel efter statspapirer som følge af uroen på de finansielle markeder.

5.1 PRIMARY DEALER-ORDNING I DANSKE STATSOBLIGATIONER

Danske statsobligationer udstedes til og opkøbes fra en gruppe af banker, der har indgået en primary dealer-aftale med Statsgældsforvaltningen. Primary dealer-aftalerne blev indgået første gang i forbindelse med introduktionen af elektronisk handel på MTS-systemet i 2003. I 2008 omfatter ordningen 11 banker, jf. tabel 5.1.1.

OVERSIGT OVER PRIMARY DEALERE OG MARKET TAKERE I DANSKE STATSOBLIGATIONER, 2008	Tabel 5.1.1
Primary dealere	Market takere
Barclays Bank	ABN AMRO
Danske Bank	Arbejdernes Landsbank
Deutsche Bank	BNP Paribas
Fionia Bank	Citigroup
HSH Nordbank	Dresdner Bank
JP Morgan	DZ Bank
Morgan Stanley	Fortis
Nordea	Jyske Bank
Nykredit Bank	Merrill Lynch
SE-Banken	Royal Bank of Scotland
Sydbank	Svenska Handelsbanken

Primary dealer-aftaler indgås med markedsdeltagere, der ønsker at indgå i et længerevarende samarbejde med udsteder om at handle og videresælge danske statsobligationer til en bredere investorkreds. Ved indgåelse af en primary dealer-aftale opnår bankerne rettigheder til at aftage statsobligationer ved udstedelse og være modpart i opkøbstransaktioner. Samtidig forpligtes primary dealerne til at foretage market making i statsobligationer ved løbende at stille bud- og udbudspriser inden for fastlagte maksimale spænd og for minimumsbeløb i hovedparten af handelsdagen, jf. boks 5.1.

PRIMARY DEALER-AFTALE		Boks 5.1
Statsgældsforvaltningen har primary dealer-aftaler i statsobligationer. Primary dealernes rettigheder og forpligtelser er specificeret i primary dealer-aftalen, som er tilgængelig på Statsgældsforvaltningens websted, www.statsgaeld.dk. Som udgangspunkt indeholder primary dealer-aftalen de samme elementer som tilsvarende kontrakter i andre EU-lande. Primary dealernes væsentligste rettigheder omfatter retten til at: • anvende betegnelsen primary dealer i danske statsobligationer • være modpart i statens udstedelses- og opkøbstransaktioner • benytte statens og Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlånsordninger. Primary dealernes væsentligste forpligtelser omfatter: • løbende prisstillelse i minimum 5 timer dagligt mellem kl. 9.00 og 16.30 i statsobligationer af typen stående lån inden for fastlagte maksimale spænd og for minimumsbeløb, jf. nedenstående tabel • at være aktiv modpart i statens udstedelser og opkøbstransaktioner • at arbejde for udbredelse af kendskabet til danske statspapirer • at understøtte et velfungerende marked for danske statspapirer. Primary dealere skal stille priser i statens benchmark- og primære låneviftepapirer med mere end 13 måneders restløbetid. Market making i de øvrige statsobligationer går på skift mellem primary dealerne, så der altid er minimum fem market makere. I praksis foretager de fleste primary dealere market making i alle statsobligationer, der er omfattet af primary dealer-aftalen.		
MARKET MAKING-FORPLIGTELSE I FORSKELLIGE LØBETIDER		
MARKET MAKING-FORPLIGTELSE I FORSKELLIGE LØBETIDER		
	Benchmarkpapirer	Øvrige statsobligationer

Løbetidssegment	2 år	5 år	10 år	2 år	5 år	10 år
Maksimalt spænd	3 ticks	5 ticks	7 ticks	5 ticks	8 ticks	10 ticks
Minimumsbeløb, kr.	80 mio.	40 mio.	50 mio.	60 mio.	20 mio.	20 mio.
Anm.: 2 år er segmentet fra 13 mdr. til 3,5 år; 5 år er segmentet fra 3,5 år til 6,5 år; 10 år er segmentet fra 6,5 år til 13,5 år. I hvert segment kan der være flere statspapirer. 7 pct. stående lån 2024 indgår i øvrige statsobligationer, og det maksimale spænd er 20 ticks, og minimumsbeløbet er 10 mio.kr. 1 tick svarer til 0,01 kurspoint.						

Udover primary dealerne har marked takere mulighed for at handle i engrosmarkedet. En market taker kan handle på priser stillet af primary dealere, men har ikke selv mulighed for at stille priser. Pr. 1. januar 2008 var 11 banker tilknyttet som market takere, jf. tabel 5.1.1.

Primary dealer-gruppen består af såvel regionale som internationale banker. De internationale banker er også primary dealere i størsteparten af de øvrige europæiske statspapirmarkeder, jf. tabel 5.1.2.

PRIMARY DEALERE I DANMARK OG DERES AKTIVITET I UDVALGTE EU-LANDE									Tabel 5.1.2		
	AT	BE	FI	FR	GR	IE	IT	NL	PT	ES	SE
Barclays Bank	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Danske Bank											X
Deutsche Bank	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	
Fionia Bank											
HSH Nordbank											
JP Morgan	X	X	X	X	X		X	X		X	
Morgan Stanley	X	X	X	X	X		X		X		
Nordea			X								X
Nykredit Bank											
SE-Banken											X
Sydbank											
Anm.: Et X angiver, at den givne finansielle institution er primary dealer i statspapirer i det pågældende land. Den tyske statsgældsforvaltning har ingen primary dealere og er derfor udeladt i tabellen. Kilde: De respektive statsgældsforvaltningers hjemmesider.											

I 2008 udfases skatkammerbevisprogrammet, og der er derfor ikke indgået nye primary dealer-aftaler for skatkammerbeviser. Der afholdes fortsat månedlige auktioner, hvor der udstedes i de eksisterende skatkammerbeviser. Auktionerne er åbne for alle banker, der har adgang til auktionssystemet.

Valg af elektroniske handelsplatforme

Som led i den løbende evaluering af markedsinfrastrukturen bad Statsgældsforvaltningen i 2007 primary dealerne om en vurdering af statspapirmarkedets indretning, herunder valg af handelsplatform for market making.

Primary dealerne vurderede, at det danske statspapirmarked ikke er stort nok til at understøtte market making på mere end en handelsplatform. Det skyldes bl.a. den faldende statsgæld. Der vil efter primary dealernes opfattelse være en betydelig risiko for, at market making på flere platforme vil mindske likviditeten i danske statsobligationer. Endvidere nævnte flere primary dealere, at det vil være forbundet med ekstra omkostninger at være tilkoblet flere handelsplatforme, hvorfor de i givet fald vil overveje deres primary dealer-status. Det vil således blive vanskeligt at opretholde det nuværende antal primary dealere, hvis market making foretages på flere platforme.

Fremadrettet vil primary dealerne årligt evaluere den anvendte handelsplatform og beslutte, om der er behov for at skifte platform.

Generelt udtrykte primary dealerne tilfredshed med den nuværende platform. Primary dealer-gruppen besluttede på den baggrund at foretage market making på den elektroniske handelsplatform MTSDenmark i 2008.

Clearing og afvikling

En central del af infrastrukturen på engrosmarkedet for statspapirer er clearing og afvikling. Markedsdeltagerne kan vælge imellem Værdipapircentralen (VP), Euroclear og Clearstream som deres foretrukne clearingscentral til direkte afvikling af handler indgået på engrosmarkedet for statspapirer. Denne indretning reducerer adgangsbarriererne til markedet, idet nye markedsdeltagere kan blive tilsluttet uden at skulle foretage ændringer i interne afviklingsprocesser.

Værdipapirudlån

Formålet med udlån af værdipapirer er at understøtte og styrke et effektivt marked for handel med statsobligationer. Værdipapirudlånsordningerne understøtter likviditeten i det sekundære marked, da primary dealerne kan låne statsobligationer i tilfælde af knaphed i markedet. Derved har primary dealerne lettere ved at foretage market making og samtidig mindskes risikoen for en skæv prisdannelse.

Primary dealerne har adgang til statens og Den Sociale Pensionsfonds (DSP) udlånsordninger for værdipapirer. Statens værdipapirudlånsordning omfatter som udgangspunkt primære udstedelsespapirer. DSP kan udlåne i alle statsobligationer af typen stående lån med over en måneds restløbetid, som DSP har i sin portefølje. Værdipapirudlån sker mod sikkerhed i andre danske statspapirer. Vilklårene for anvendelse af ordningerne kan findes i bilagsdelen bagerst i publikationen.

I 2007 var omfanget af det samlede udlån i statens og DSPs værdipapirudlånsordning 128,1 mia.kr., jf. tabel 5.1.3. Omfanget af værdipapirudlånet skal ses i sammenhæng med den faldende statsgæld, som kan føre til perioder med knaphed i det private marked for værdipapirudlån. Samtidig har turbulensen på de finansielle markeder medført stigende interesse for statspapirer, hvilket har bidraget til at øge mængden af værdipapirudlån.

VÆRDIPAPIRUDLÅN FRA 2005 TIL 2007 ¹			Tabel 5.1.3
Mia.kr.	2005	2006	2007
Staten	18,7	83,9	36,0
DSP	20,1	49,8	92,1
Værdipapirudlån i alt	38,8	133,7	128,1

¹ Den gennemsnitlige løbetid for udlånene vægtet efter markedsværdi har været nogenlunde konstant omkring 1,5 dag i perioden.

5.2 USTEDELSE OG OPKØB I STATS OBLIGATIONER

Udstedelse

Ved åbning af nye statsobligationer afholdes der en auktion, hvor det tilstræbes at sikre et tilstrækkeligt udestående, så der efterfølgende kan foretages løbende prisstillelse. Herefter udstedes ved løbende tapsalg. Ved tapsalg spredes udstedelserne over hele året, og salget foregår direkte i det sekundære marked til priser

stillet af primary dealerne. Ved udstedelsen har Statsgældsforvaltningen status som market taker, dvs. salget foregår til den bedste budpris.

For at undgå markedspåvirkning udstedes generelt, når den underliggende interesse er stor, dvs. når kursforskellen mellem bud- og udbudspris er lav, og dybden i markedet er stor. I 2007 aftog de seks største aftagere lidt under 80 pct. af de samlede udstedelser, jf. figur 5.2.1.

Opkøb

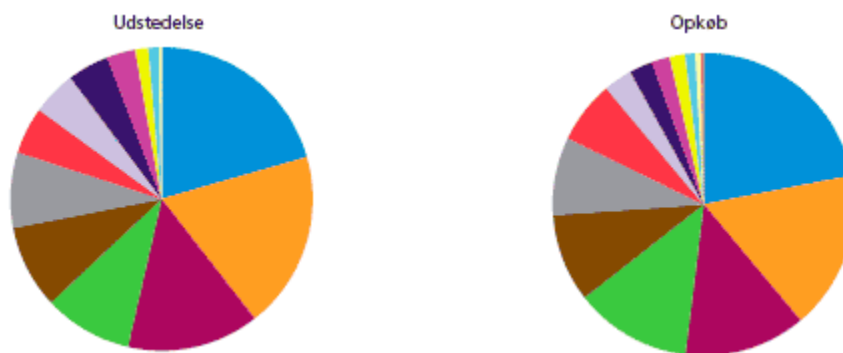
I takt med den faldende statsgæld er det hensigtsmæssigt med flere instrumenter til gennemførelse af opkøb. Dermed øges fleksibiliteten i forbindelse med statens opkøb fra markedet. Staten kan foretage opkøb fra primary dealerne via tre faciliteter:

- *Tapopkøb* foretages til den gældende markedspris (bedste udbudspris) stillet af primary dealerne.
- *Opkøbsfaciliteten* er en videreudvikling af auktionssystemet, der anvendes til udstedelse af skatkammerbeviser. Ved anvendelse af opkøbsfaciliteten kan Statsgældsforvaltningen og primary dealerne handle en større mængde statsobligationer på en gang.
- *Ombytningsfaciliteten* gør det muligt for Statsgældsforvaltningen at opkøbe statsobligationer og samtidigt udstede i de primære låneviftepapirer.

De tre opkøbsfaciliteter medvirker til at have en bred kreds af aktive deltagere. Seks primary dealere var modpart ved ca. 80 pct. af de gennemførte opkøb, jf. figur 5.2.1.

FORDELING AF UDSTEDELSE OG OPKØB PR. PRIMARY DEALER, 2007

Figur 5.2.1



Anm.: Opkøb omfatter opkøb via tap samt opkøbs- og ombytningsfaciliteten.

Kilde: MTSDenmark.

Elektronisk handel og market making

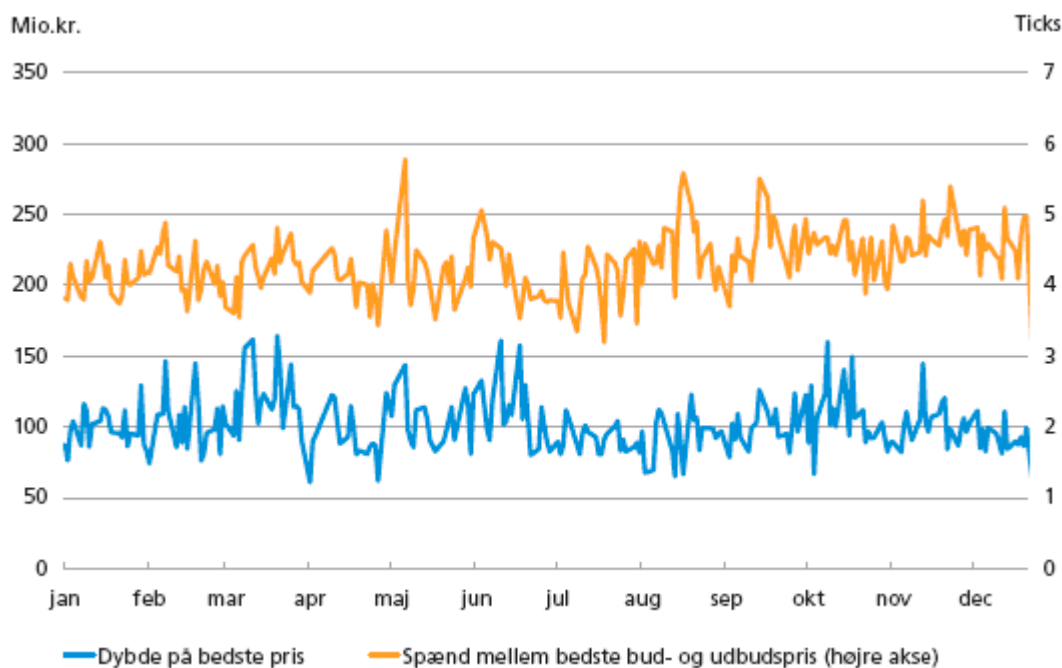
Primary dealernes market making medfører, at der i statsobligationsmarkedet løbende er adgang til handlebare priser. Det øger gennemsigtigheden og medvirker til at øge omsætteligheden i markedet.

2. halvår 2007 var præget af turbulens på de finansielle markeder. Markedsusikkerheden har til tider gjort det vanskeligt for primary dealerne at stille priser inden for de aftalte spænd. Som følge heraf blev det maksimale bud-/udbudsspænd udvidet til det dobbelte i to korte perioder i 3. kvartal. Beslutningen blev truffet sammen med primary dealerne.

På trods af uroen var der i hele perioden handlebare priser i det danske marked. Spændet mellem den bedste bud- og udbudspris blev udvidet kortvarigt i forbindelse med højere usikkerhed bl.a. i midten af august og september, jf. figur 5.2.2. Spændet var dog stadig omkring 5 ticks. I perioden har der løbende været mulighed for at handle for omkring 100 mio.kr. på den bedste pris.

BUD-/UDBUDSSPÆND OG DYBDE I DET 10-ÅRIGE BENCHMARKPAPIR

Figur 5.2.2



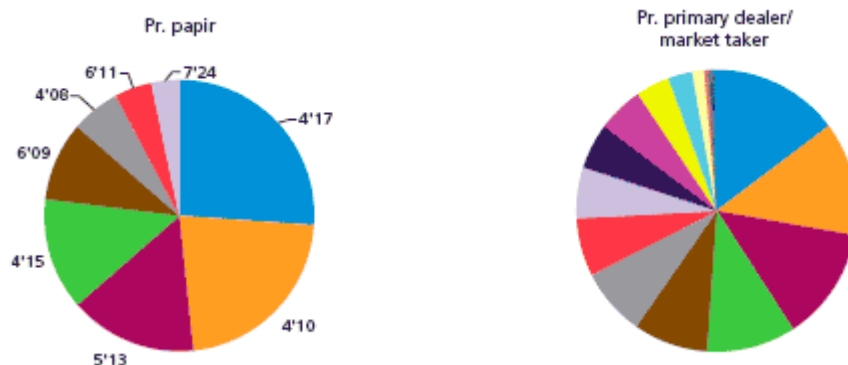
Anm.: Spænd mellem bud- og udbudsprisen er beregnet som et tidsvægtet gennemsnit af henholdsvis bedste bud- og udbudspris. Dybden beregnes som det tidsvægtede gennemsnit af den gennemsnitlige mængde, der er indlagt på den bedste bud- og udbudspris. Dybden angiver volumen, som kan handles på den bedste pris.

Kilde: MTSDenmark.

Omsætningen i danske statsobligationer er nogenlunde bredt fordelt på statspapirer. Halvdelen af omsætningen i statsobligationer på MTSDenmark blev dog foretaget i de primære låneviftepapirer 4'10 og 4'17, jf. figur 5.2.3. Omsætningen var nogenlunde ligeligt fordelt blandt primary dealerne i det danske statspapirmarked.

FORDELINGEN AF OMSÆTNINGEN I STATSOBLIGATIONER PR. PAPIR OG PR. MARKEDSDELTAGER, 2007

Figur 5.2.3



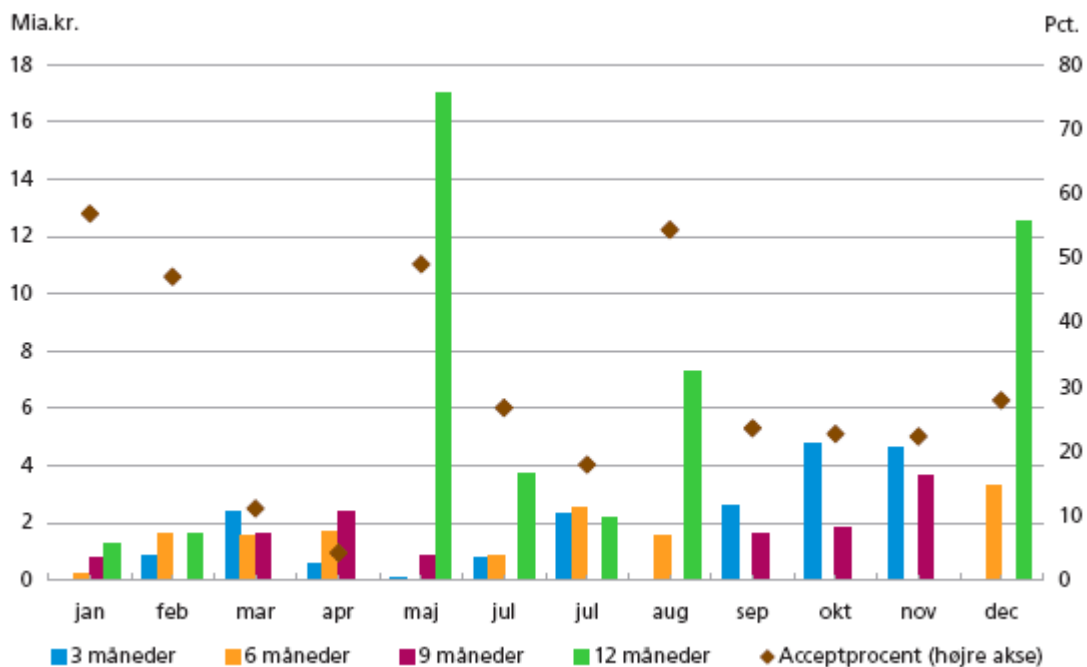
Kilde: MTSDenmark.

5.3 USTEDELSE AF SKATKAMMERBEVISER

I henhold til udstedelsesstrategien for 2007 blev salget i skatkammerbeviser reduceret. I de fleste andre sammenlignelige lande er der set en øget efterspørgsel efter skatkammerbeviser som følge af den finansielle uro i 2. halvår 2007. I Danmark har efterspørgslen været faldende, og den gennemsnitlige acceptprocent i 2007 var på ca. 30 pct., svarende til niveauet året før, jf. figur 5.3.1.

BUDMÆNGDE OG ACCEPTPROCENT I SKATKAMMERBEVISAUKTIONER, 2007

Figur 5.3.1



Anm.: 3 måneder inkluderer papirer med restløbetid på 1, 2 og 3 måneder. 6 måneder inkluderer papirer med en restløbetid på 4, 5 og 6 måneder. 9 måneder inkluderer papirer med en restløbetid på 7, 8 og 9 måneder, og 12 måneder inkluderer papirer med restløbetid på 10, 11 og 12 måneder.

Kilde: Danmarks Nationalbank og MTSDenmark.

5.4 OMSÆTNING I DANSKE STATSPAPIRER

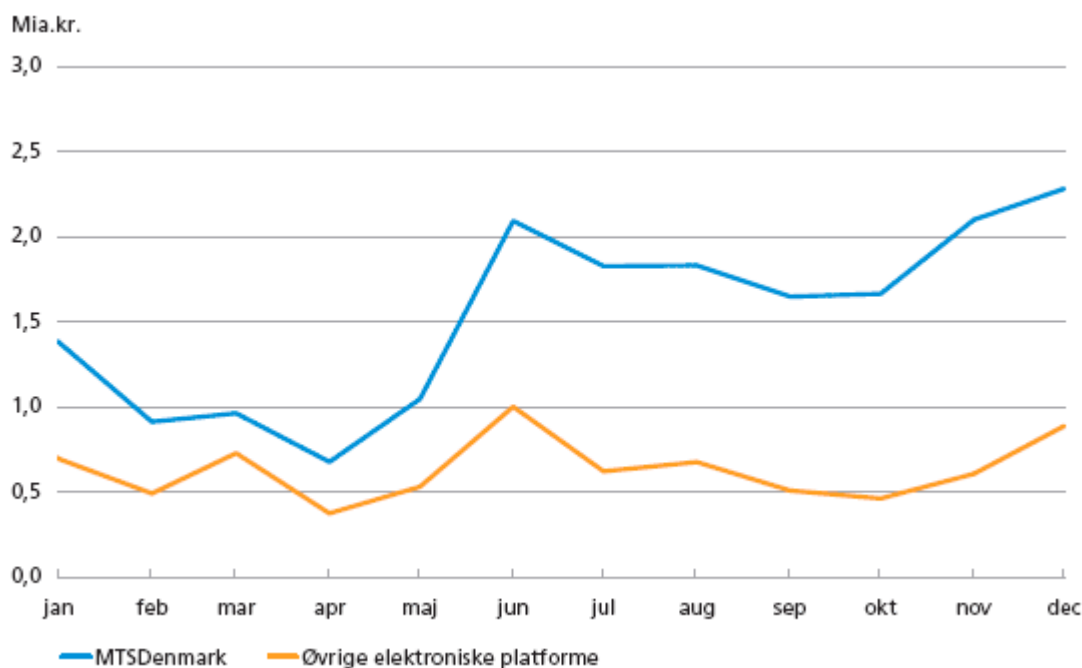
På interdealermarkedet omsættes danske statspapirer bl.a. på MTSDenmark og ICAP/BrokerTec^[1]. Udover handel på interdealermarkedet omsættes danske statspapirer også på en række andre elektroniske platforme som eksempelvis Bloomberg, Bondvision og TradeWeb. Disse platforme er kendetegnet ved at fokusere på viderefremstilling mellem banker og deres kunder. Derudover omsættes danske statspapirer i et betydeligt omfang på elektroniske single dealer-platforme^[2] og i telefonmarkedet. Endelig har Statsgældsforvaltningen en prisstillerordning på OMX Den Nordiske Børs København (OMX København).

Elektronisk handel med danske statspapirer

I lyset af uroen på de finansielle markeder blev omsætningen på de elektroniske handelsplatforme fordoblet i 2007, og i slutningen af året blev der omsat for omkring 3 mia.kr. dagligt, jf. figur 5.4.1. Højere usikkerhed på de finansielle markeder har ført til større efterspørgsel efter statspapirer, og samtidig har øget volatilitet ført til større behov blandt investorerne for at tilpasse deres porteføljer.

GENNEMSNITLIG DAGLIG OMSÆTNING I DANSKE STATSPAPIRER PÅ ELEKTRONISKE HANDELSPLATFORME, 2007

Figur 5.4.1



Anm.: Øvrige elektroniske handelsplatforme omfatter Bondvision, ICAP/BrokerTec, OMX København og TradeWeb.
Kilde: Bondvision, ICAP/BrokerTec, MTSDenmark, OMX København og TradeWeb.

Udover den elektroniske handel med statspapirer er der en betydelig omsætning på telefonmarkedet. Ofte anvendes telefonhandel i en situation, hvor investor ønsker at gennemføre en handel med stor volumen.

Prisstillerordning på OMX København

Statsgældsforvaltningen introducerede parallelt med introduktionen af engrosmarkedet MTSDenmark også en prisstillerordning på OMX København. En gruppe bestående af seks banker (Danske Bank, Fionia Bank, Jyske Bank, Nordea, Nykredit Bank og Sydbank) har forpligtet sig til løbende at stille priser i danske statsobligationer på OMX København. Prisstillerordningen dækker alle statsobligationer af typen stående lån med en restløbetid over 13 måneder.

Medlemmerne af OMX Københavns obligationsdelmarked har mulighed for at handle på de priser, der bliver stillet af prisstillerne og selv lægge ordrer i systemet. Desuden har andre investorer mulighed for at indlægge handelsordrer via deres bankforbindelse. Handelsreglerne er udformet, så en ordre på mere end 1.000 kr. kan påvirke priserne i handelssystemet.

Prisstillerordningen medfører, at investorerne løbende har adgang til at se handlebare priser i systemet. Kombineret med muligheden for selv at kunne indlægge ordrer giver det bl.a. mindre investorer mulighed for at få afviklet en handel i et gennemsigtigt marked.

[1] ICAP/BrokerTec tilbyder både handel på en elektronisk platform og via en brokerfacilitet.

[2] Single dealer-platforme oprettes som handelssystemer mellem banker og deres kunder.

Bilag 22 – Turquoise



Press Release: For Immediate Release

Ringing of the Turquoise Bell formally opens the new trading platform

Cumulative value of trades exceed €10Billion
Total pan-European market share over 2%
In over 90 of Europe's leading stocks, market share is in excess of 5%

Turquoise, the pan-European equity trading platform backed by nine of Europe's leading investment banks, was officially launched at an 'Opening Bell' ceremony by Peter Gibbs, Chairman and Eli Lederman, Chief Executive in the Turquoise offices at 8am this morning.

The ringing of the Turquoise Bell, cast nearby at the Whitechapel Bell Foundry - Britain's oldest continuously operated manufacturing company - heralds Turquoise's formal opening. The bell symbolises the traditional values of reliability and integrity that have characterised successful exchanges through history, and informs the market that while Turquoise operates the most sophisticated modern technology it recognises its role at the centre of capital markets.

Over the last five weeks, Turquoise has added stocks and countries in a planned, deliberate process to ensure its orderly adoption by members and its integration with other components of market infrastructure. The formal opening today represents the end of this rollout, and the start of a new phase in the development of the Turquoise market. Turquoise's unique market model offers valuable liquidity to traders of small orders at high frequency and dark orders in institutional size.

In the three weeks since it began trading in over 1200 stocks across 13 European countries, Turquoise has reached a number of trading milestones:

- Cumulative value of €10 billion traded
- €1 billion traded on 4 consecutive days
- € 6 billion traded in the week of 15th September
- In over 90 stocks, market share regularly in excess of 5%
- 30 million inbound messages on a daily basis
- On target to reach 5% market share for year end 2008

As part of its formal launch, the Turquoise MTF (Multilateral Trading Facility) also announced today that:

- Real-time market data is available, free of charge, on the company's website (see www.tradeturquoise.com)
- A public marketing campaign, "Europe's Turning Turquoise," begins today to raise awareness of Turquoise and its value to both trading members and end-investors in equities.

TURQUOISE

Eli Lederman, Chief Executive of Turquoise speaking at the launch said: "We're thrilled to have reached this point with Turquoise, having assembled a first-class team and executed on the plan we laid out just 10 months ago. Our controlled roll-out of the market over the last few weeks has allowed us to introduce Turquoise responsibly. While we're very pleased with the initial market share gains, we know that volumes develop over time. More important is to have launched as we now have, and to have established Turquoise credentials with market-leading technology and progressive functionality."

Commenting on the Turquoise Bell, Mr. Lederman said, "A real exchange needs a bell, after all, and the Turquoise Bell is a work of art, a delicate touch and a hardened metaphor for this new Company. Turquoise offers innovative trading services in an evolving marketplace and the exquisite craftsmanship of a 500 year old foundry helps to keep Turquoise's commitment to efficient markets in perspective."

Peter Gibbs, Chairman, added: "As Turquoise transitioned from concept to execution and, now, to delivery, the executive management team have adhered to a clear plan. We conduct an orderly market with outstanding benefits to its members and a clear value proposition in a competitive environment. We're excited about the next phases of Turquoise's development and are committed to serving with market-leading technology and organisational integrity. We operate an independent company with a clear governance structure that's vitally important today to members, to regulators and to investors at large."
ENDS

******Photographs of the Opening Bell ceremony
are available from M:Communications******

For further information:

Adrian Flook M:Communications
+44 (0)20 7153 1588 / (0)7768 608396 / flook@mcomgroup.com

Notes to editors:

The Turquoise Bell

Turquoise's use of a bell to mark the beginning of trading symbolises its position as an exchange with integrity. The bell used to mark the official launch of Turquoise was made at the Whitechapel Bell Foundry, Britain's oldest manufacturing company, which was established in 1570 and has been in continuous business since that date.

About Turquoise

The Turquoise Multilateral Trading Facility (MTF) provides electronic execution services to buyers and sellers of pan-European equities. Turquoise's unique market model recognises the importance of visible order book activity in today's market structure and reconciles this small order, high frequency activity with traders' desire to find institutional-size liquidity.

Turquoise's integrated market segment, combines dark and visible orders to increase the likelihood of execution and price improvement for small orders whilst allowing the trading of large, institutional-size orders, efficiently and with the minimisation of information leakage and market impact.

Turquoise is an independent company, whose members include the largest banks and brokers active in European trading, as well as specialist trading firms and institutions with local, regional and sector focus. The Turquoise MTF has secured market-making relationships with key stakeholders that, together with its wide membership, differentiated functionality and competitive pricing, ensure critical mass of natural liquidity and make it a venue that every trader will need to access.

www.tradeturquoise.com

http://www.tradeturquoise.com/tq_about.shtml

Our story

Advances in technology and changes in European legislation (MiFID) have enabled us to create an alternative trading platform for Europe.

Our nine founding members, BNP Paribas, Citi, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Société Générale and UBS have invested in Turquoise to give traders freedom to choose among liquidity venues.

Today, Turquoise is an independent company, whose members include the largest banks and brokers active in European trading, as well as specialist trading firms and institutions with local, regional and sector focus. The Turquoise MTF has secured market-making relationships with key stakeholders that, together with its wide membership, differentiated functionality and competitive pricing, ensure critical mass of natural liquidity and make it a venue that every trader will need to access.

What we do

The Turquoise Multilateral Trading Facility (MTF) provides electronic execution services to buyers and sellers of pan-European equities, aiming to deliver greater value at all stages of the trading process.

Our unique model recognizes the importance of visible order book activity in today's market structure and reconciles small order, high frequency activity with traders' desire to find institutional-size liquidity.

The integrated market segment of Turquoise combines dark and visible orders to increase the likelihood of execution and price improvement for small orders. At the same time, it allows the trading of large, institutional-size orders, efficiently and with minimisation of information leakage and market impact.

Our promise

We are listening.

We provide a better place to trade by continually anticipating, responding and adapting to the changing needs of the market.

We're here to level the playing field, to ruffle some feathers, to blow away the cobwebs, to shake up the status quo and to make it possible to trade European shares efficiently.

