

Copenhagen Business School 2010

Kandidatafhandling, Cand.merc.aud.

Juridisk institut

MiFID

Investorbeskyttelse

Afleveret d. 9. december 2010

Antal anslag: 181.486

Udarbejdet af:

Nina van der Watt

Vejleder:

Kim Østergaard

Executive summary, MiFID – Investor Protection

Following the developments in the financial markets where the number of active investors and the complexity of the financial products increased substantially, a need arose for further regulation of financial institutions in connection with investment advisory services. As a result, the MiFID Directive was implemented in November 2007 based on considerations of legal policy to ensure improved protection of the investors. Accordingly, I found it interesting to examine whether the legal considerations related to a high level of investor protection have in reality entailed that investors have received improved protection after the implementation of the MiFID Directive in the Danish consolidated acts. The analysis includes specific rulings from the Danish Financial Services Complaints Board. The selected rulings relate to Roskilde Bank which has been chosen as a clear cut example of just how wrong things can go as a result of poor advice.

The MiFID Directive requires financial institutions to divide their customers into three categories, of which retail customers obtain the highest level of protection. The financial institutions need to obtain knowledge of their customers' financial situation, risk appetite, experience and investment purposes before the investment advisory service may begin. MiFID also requires that financial institutions comply with organisational requirements to ensure protection of their customers' assets, and that no conflicts of interest arise that may be detrimental to the customers.

The overall assessment is that the claimants in the selected rulings would have been better protected if the Directive had been implemented. The reason is that the legal considerations intended to prevent detrimental conflicts of interest from arising in connection with the advisory services, and to ensure that the advisory services are rendered at the customer's initiative, that retail customers receive the highest degree of protection and that investments are made at the most favourable conditions for the customer, would have provided the claimants with better protection in the selected rulings.

I therefore conclude that the legal considerations relating to a high investor protection level have improved investors' protection substantially. So the investors enjoy considerably improved protection after the implementation of the MiFID Directive. My assessment is, however, that additional measures to enhance the protection of private investors still need to be introduced. These measures may take the form of surveys from the Danish FSA, an auditor's report on the conflict of interest area, recording of telephone calls in connection with advisory services and other regulation of financial institutions' investment advisory services.

Kapitel 1. Indledning	1
1.1 Indledning	1
1.2 Problemformulering	3
1.3 Formål	3
1.4 Metode	4
1.4.1 Juridisk metode	4
1.4.2 Indsamling af data	5
1.5 Afgrænsning	5
1.6 Kildekritik	6
1.7 Afhandlingens struktur	7
1.8 Investorbeskyttelse	9
Kapitel 2. Retlig regulering af pengeinstitutter	11
2.1 Indledning	11
2.2 Lov om finansiel virksomhed	11
2.2.1 Tilladelse	11
2.2.2 God skik	13
2.2.3 Tilsyn	16
Kapitel 3. MiFID – ”Kend din kunde”-princippet	18
3.1 Indledning	18
3.2 Historik og baggrund	18
3.3 Formål med direktivet – de retspolitiske hensyn	20
3.4 ”Kend din kunde”-princippet	23
3.4.1 Godkendte modparter	25
3.4.2 Professionelle kunder	25
3.4.3 Detailkunder	26
3.4.4 Omklassificering	26
3.4.5 Egnethedstest	29
3.4.6 Hensigtsmæssighedstest	31
3.4.7 Execution only	34
3.5 Sammenfatning	35
Kapitel 4 MiFID – Organisatoriske krav	37
4.1 Organisatoriske krav	38
4.2 Beskyttelse af kundeaktiver	40

4.3 Interessekonflikter-----	41
4.4 Sammenfatning -----	45
Kapitel 5. MiFID – Ansvar og sanktioner -----	46
5.1 Indledning -----	46
5.2. Pengeinstituttets ledelse-----	48
5.3 Compliancefunktionen-----	51
5.4 Intern revisor -----	53
5.5 Ekstern revisor -----	55
Kapitel 6. MiFID – Investorernes beskyttelse-----	57
6.1 Indledning -----	57
6.2 Roskilde Bank-----	58
6.2.1 Aktiv Boliginvest - Lånefinansierede investeringer -----	61
6.2.2 Roskilde Banks salg af egne aktier-----	62
6.2.3 Afgørelser fra pengeinstitutsankenævnet-----	63
6.2.3.1 Rådgivning om lånefinansierede investeringer -----	63
6.2.3.2 Vurdering af beskyttelse i forhold til MiFID -----	65
6.2.3.3 Rådgivning om salg af egne aktier-----	68
6.2.3.4 Vurdering af beskyttelse i forhold til MiFID -----	69
Kapitel 7. Konklusion-----	72
Litteraturfortegnelse-----	74
Bilagsoversigt-----	78

Forkortelsesliste

EU	Europa-Parlamentet og Rådet for den Europæiske Union.
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MiFID direktivet	Direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004
Gennemførelsesbestemmelser	Direktiv 2006/73/EF af 10. august 2006
Investerings servicedirektivet, ISD	Direktiv 1993/22/EØF af 10. maj 1993
FIL	LBK nr. 1125 af 23/09/2010 Lov om finansiel virksomhed.
Selskabsloven	LOV nr. 470 af 12/06/2009 Lov om aktie- og anpartsselskaber.
Investorbeskyttelsesbekendtgørelsen	BEK nr. 964 af 30/09/2009 Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel.
Bekendtgørelse om god skik	BEK nr. 965 af 30/09/2009 Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder.
Revisionsbekendtgørelsen	BEK nr. 1348 af 11/12/2009 Bekendtgørelse om revisionens gennemførelse i finansielle virksomheder m.v. samt finansielle koncerner.
Bekendtgørelsen om organisatoriske krav	BEK nr. 428 af 09/05/2007 Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler.
Erstatningsansvarsloven, EAL	LBK nr. 885 af 20/09/2005 Bekendtgørelse af lov om erstatningsansvar.
Danske Lov 3-19-2	LOV nr. 11000 af 15/04/1683, Kong Christian Den Femtes Danske Lov, Tredje bog, kapitel 19, punkt 2.
Erklæringsbekendtgørelsen	BEK nr. 668 af 26/06/2008 Bekendtgørelse om godkendte revisorers erklæringer.

Kapitel 1. Indledning

1.1 Indledning

I de seneste mange år er antallet af aktive investorer steget markant. Det finansielle marked tilbyder stadig flere typer af finansielle produkter, og disse produkter er blevet mere komplekse.¹ I takt med at produktpaletten udvides, og kompleksiteten øges, er investorerne i stigende grad afhængige af personlig investeringsrådgivning og kundetilpassede anbefalinger fra investeringsselskaberne. Denne udvikling stiller krav til myndighederne om løbende at tilpasse og udvikle reguleringen af det finansielle marked, så forbrugeren beskyttes, og markedet fungerer effektivt.

Det tidligere investeringsservicedirektiv fra 1993² havde som formål at fastsætte betingelser for investeringsselskaber, herunder sikre harmonisering i forbindelse med opnåelse af tilladelse og drift af investeringsselskab samt regler om god forretningsskik³. Set i lyset af markedets udvikling havde investeringsservicedirektivet behov for en fornyelse. Europa-Parlamentet og Rådet for den Europæiske Union, herefter kaldet EU, vedtog derfor MiFID-direktivet i 2004. MiFID-direktivet erstattede således investeringsservicedirektivet.

Af MiFID-direktivets præambel kan det ses, at formålet med direktivet blandt andet er at sikre en nødvendig grad af harmonisering på det finansielle marked med henblik på at give investorerne en højere grad af beskyttelse.⁴

At beskytte nogen eller noget kan defineres som et forsøg på at standse eller formindske en negativ påvirkning af selvsamme. Overføres dette til den finansielle verden, kan ordet investorbeskyttelse forklares som et forsøg på, via retlig regulering af pengeinstitutters investeringsrådgivning, at begrænse investorernes risiko for, at de foretager forkerte investeringsbeslutninger på baggrund af ukorrekt eller utilstrækkelig rådgivning.

¹ MiFID-direktivet, Den Europæiske Unions Tidende L 145/1, direktivets præambel, betragtning 2.

² Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer, EFT L 141 af 11.6.1993.

³ MiFID-direktivet, Den Europæiske Unions Tidende L 145/1, direktivets præambel, betragtning 1.

⁴ MiFID-direktivet, Den Europæiske Unions Tidende L 145/1, direktivets præambel, betragtning 2.

En god investeringsrådgivning vil sikre, at investor ikke køber finansielle produkter, der ikke passer til dennes risikoprofil. MiFID-direktivet skærper kravene til investeringsrådgivning og til gennemførelse af finansielle transaktioner for at beskytte investorerne mod at handle med produkter, der ikke er egnede set i forhold til hver enkelt investors risikoprofil.

Det finansielle marked har siden MiFID-direktivet trådte i kraft fortsat udviklet sig mod yderligere kompleksitet, og der er derfor endnu større behov for kundespecifik investeringsrådgivning ved handel med finansielle produkter. I de seneste år har der været en del sager med offentlig fokus om mangelfuld og fejltagtig rådgivning, der har bevirket, at en række investorer er kommet galt af sted. Her kan blandt andet nævnes det kendte eksempel om Roskilde Bank og deres investeringsrådgivning i forbindelse med salg af egne aktier og lånefinansierede investeringer. I forbindelse med dårlig investeringsrådgivning mener cheføkonom Carsten Holdum fra Forbrugerrådet, at pengeinstitutterne udnytter det tillidsforhold, som investorerne har til deres bankrådgiver, til at sælge ekstremt komplekse produkter, der er i pengeinstituttets interesse og ikke i investors.⁵

Ifølge professor Linda Nielsen fra Københavns Universitet er beskyttelsen af private investorer ikke fulgt med udviklingen.⁶ Hun opfordrer derfor politikkerne til at udarbejde en rådgiverlov, der kan stramme yderligere op omkring investeringsrådgivning. Linda Nielsen udtaler, at den rådgivning, en privat investor får i de forskellige pengeinstitutter, i høj grad er baseret på tilfældigheder, på trods af at EU's MiFID-direktiv er implementeret. Hun påpeger, at mange investeringsaftaler bliver truffet på et uformelt grundlag over telefonen, og at pengeinstitutsankenævnet afviser disse sager, da de skal baseres på vidneafhøring. Underdirektør i Danske Bank, Ole Christensen er ikke enig i Linda Nielsens udtalelser.⁷ Han oplever ikke, at der generelt er mangelfuld rådgivning. Ole Christensen, har dog selvsagt et habilitetsproblem, når han udtaler sig om, hvorvidt rådgivning i de danske pengeinstitutter er mangelfuld, idet Ole Christensen via sin stilling som underdirektør i Danske Bank er part i sagen.

⁵ <http://www.forbrugerradet.dk/?sid=200&cid=6102>.

⁶ Artikel epn.dk, Ekspert: Investorer skal beskyttes bedre. Forfatter j. Hansen, L. Andersen, K. Brahm, J. Høberg. 02-02-10: <http://epn.dk/iklemme/article1966742.ece>.

⁷ Artikel epn.dk, Ekspert: Investorer skal beskyttes bedre. Forfatter j. Hansen, L. Andersen, K. Brahm, J. Høberg. 02-02-10: <http://epn.dk/iklemme/article1966742.ece>.

Dette skaber en interessant debat om, hvorvidt MiFID-direktivet har virket efter de retspolitiske hensyn, hvis de private investorer ikke er tilstrækkeligt beskyttet, og rådgivningen ikke sker på baggrund af investors interesser. Det naturlige modsætningsforhold mellem pengeinstituttets og investors interesser søges afhjulpet via MiFID-direktivet. Det vurderes derfor, at investeringsrådgivning og regulering af pengeinstitutter i forbindelse hermed er et højaktuelt emne, der er omdrejningspunkt for denne afhandling.

Denne afhandling vil således indeholde en retsdogmatisk analyse, der vil efterprøve de retspolitiske hensyn, for at finde frem til, om de medfører den grad af investorbeskyttelse, der var tilsigtet. En undersøgelse af, hvorvidt de retspolitiske hensyn i forbindelse med MiFID-direktivet reelt set har haft den ønskede effekt på det finansielle marked, vurderes derfor yderst relevant. Dette leder frem til nedenstående problemformulering.

1.2 Problemformulering

Med udgangspunkt i en retsdogmatisk analyse vurderes det, hvorvidt de retspolitiske hensyn i forbindelse med højt investorbeskyttelsesniveau er opfyldt via implementeringen af MiFID-direktivet i de danske bekendtgørelser.

1.3 Formål

Afhandlingens formål er, gennem en retsdogmatisk analyse, at finde frem til, hvorvidt implementeringen af MiFID i de danske pengeinstitutter har givet de private investorer en højere grad af beskyttelse. Afhandlingen vil give læserne en teoretisk forståelse for MiFID-direktivets indhold i forbindelse med investorbeskyttelse, samt en forståelse for hvilken påvirkning direktivet har haft på investorerne, pengeinstitutterne samt i en vis grad revisor. Afhandlingen henvender sig dermed til et bredt publikum og kan være relevant læsning for ovennævnte.

1.4 Metode

1.4.1 Juridisk metode

Afhandlingen vil tage udgangspunkt i den retsdogmatiske metode. Den retsdogmatiske metode har til formål at udlede gældende ret. I metodisk henseende betyder dette at analysere og fortolke retskilder og retspraksis på området. Afhandlingen vil således gennem en retsdogmatisk analyse undersøge, hvorvidt de retspolitiske hensyn om højt investorbeskyttelsesniveau i EU's medlemslande har bevirket, at investorerne i Danmark er blevet bedre beskyttet. Med begrebet beskyttelse henvises til investorbeskyttelse, der gennemgås nedenfor i afsnit 1.8.

Pengeinstitutter er underlagt særlovgivning om finansielle virksomheder. Afhandlingen indledes derfor med en kort introduktion til dele af lov om finansiel virksomhed, i det følgende kaldet FIL. Herefter bliver fokus rettet mod investorbeskyttelsesreglerne og MiFID-direktivet. Direktivets historie, baggrund og formål gennemgås kort, inden der i det efterfølgende gives en mere dybdegående behandling af MiFID-direktivet i forhold til investorbeskyttelse. Specielt behandles områderne ”Kend din kunde”-princippet og organisatoriske krav i forbindelse med MiFID indgående.

I afhandlingen anvendes direktiver, love, bekendtgørelse samt de af Finanstilsynet udstedte vejledninger. Disse vejledninger anvendes på niveau med anden retlig regulering på trods af, at disse ikke er juridisk bindende. Da Finanstilsynets vejledninger er en sammenskrivning af administrativ praksis på området, er pengeinstitutterne i realiteten tvunget til at følge disse vejledninger.

1.4.2 Indsamling af data

Analysen af, hvorvidt investorerne er blevet bedre beskyttet efter implementering af MiFID, underbygges af en kvalitativ undersøgelse, hvor informationen er indsamlet gennem interviews med følgende eksperter inden for området:⁸

- Kristina D. Løye, cand.jur., Chief of Compliance i Basis Bank
- Claus Okholm, statsautoriseret revisor, Intern Revisionschef i Nykredit
- Helle Anker Munch, Cand.merc.aud., Intern Revision i Nykredit
- Jens Ringbæk, statsautoriseret revisor, partner og leder af pengeinstitutsgruppen i Deloitte
- Jeppe Engsig, rådgiver i Danske Bank
- Michael Ølgaard, HD Finansiering, investeringschef i Sydbank

Respondenternes udtalelser bidrager i analysen til at afklare problemstillinger. I afhandlingen indrages afgørelser fra pengeinstitutsankenævnet i det omfang, det findes relevant. De udvalgte afgørelser danner sammen med de foretagne interviews grundlag for analysen. Det er vigtigt at pointere, at de udvalgte afgørelser ikke danner rammen om en repræsentativ undersøgelse. I stedet er Roskilde Bank anvendt som casevirksomhed i nærværende afhandling. Roskilde Bank-afgørelserne er anvendt som et grelt eksempel på, hvor galt det kan gå. Derfor undersøges det, hvorvidt MiFID har bevirket, at Roskilde Banks kunder havde været bedre beskyttet efter direktivets implementering.

1.5 Afgrænsning

Af finansielle virksomheder behandles alene pengeinstitutter i nærværende afhandling. Det er i vidt omfang de samme regler, der gør sig gældende for fondsmæglerselskaber og andre værdipapirhandlere, men afhandlingen koncentrerer sig alene om pengeinstitutter.

Ydermere fokuseres der i afhandlingen udelukkende på to af de fem hovedmål med MiFID, ”højere investorbeskyttelse” og ”større markedsgennemsigtighed”. Herudover ligger fokus primært på ”Kend din kunde”-princippet og organisatoriske krav. I afhandlingen fokuseres på de private investorer, de såkaldte detailkunder, da de har behov for den højst mulige grad af beskyttelse, grundet deres ofte manglende forståelse for og erfaring med finansielle produkter.

⁸ Det er ligeledes forsøgt at indhente interview med ekspert i Finanstilsynet, men dette var ikke muligt grundet Finanstilsynets manglende ressourcer hertil.

Ved gennemgangen af bekendtgørelse om organisatoriske krav tages områderne outsourcing og investeringsanalyse ikke under behandling.

Herudover afgrænses der i denne afhandling fra at foretage en vurdering af, hvorvidt de EU-retlige regler er korrekt implementeret i det danske regelsæt. Til beskrivelse og analyse af MiFID anvendes de danske bekendtgørelser, mens EU-direktivet anvendes i forbindelse med de retspolitiske hensyn og baggrunden for MiFID-regelsættet. Yderligere afgrænses fra at foretage sammenligning af investerings servicedirektivet og MiFID-direktivet, som erstatter dette.

I forbindelse med retlig regulering af pengeinstitutter i kapitel 2 afgrænses der fra en gennemgang af andre love og bekendtgørelser end lov om finansiel virksomhed og god skik-bekendtgørelsen. Årsagen til, at eksempelvis værdipapirhandelsloven ikke tages under behandling, er, at værdipapirhandelsloven omhandler områder som drift af regulerede markeder, clearing, intern viden og kursmanipulation m.m. Dette vurderes ikke relevant for denne afhandlings fokus.

Intern og ekstern revision defineres ikke i denne afhandling, da det formodes at, læser er bekendt med disse begreber. Herudover gennemgås regulering af intern og ekstern revisor alene, hvor det har sammenhæng med MiFID.

1.6 Kildekritik

Materialet, der er anvendt i denne afhandling, er kvalitativt. De objektive og primære data er indhentet fra love, bekendtgørelser, EU-direktiver, forarbejder samt sekundære data i form af afgørelser fra pengeinstitutsankenævnet. Afgørelserne fra pengeinstitutsankenævnet kan argumenteres for at være objektive data, da de kan danne præcedens og dermed vil påvirke den fremtidige retstilstand.

Herudover er kvalitative data indsamlet som subjektive data via interviews og artikler. Materiale og retspraksis i forbindelse med MiFID vurderes at være begrænset i forhold til, at der på nuværende tidspunkt er gået tre år siden implementeringsfristen. Søgning efter data er især sket via internettet, biblioteket samt i juridiske databaser såsom Karnov og UFR. Materiale, der er vurderet relevant for nærværende afhandling, er anvendt. Interviews og artikler er anvendt i afhandlingen til at understøtte egne holdninger og afklare problemstillinger. Respondenternes svar samt anvendte artikler er et udtryk for en subjektiv holdning, hvorfor jeg i afhandlingen har forholdt mig kritisk hertil.

1.7 Afhandlingens struktur

Afhandlingens struktur, kapitlernes indbyrdes sammenhæng samt indholdet i de forskellige kapitler er beskrevet herunder. Herefter illustreres struktur og indhold for at give et samlet overblik.

Kapitel 1.

Første del af afhandlingen indeholder indledning, problemformulering, metode, afgrænsning, kildekritik samt afsnit om begrebet investorbekyttelse, der har til formål at skabe en fælles forståelse for begrebet, inden det anvendes i den resterende del af afhandlingen.

Kapitel 2.

Kapitel 2 giver en kortfattet introduktion til det retlige grundlag for regulering af pengeinstitutter. I den forbindelse gennemgås relevante dele af lov om finansiel virksomhed, herunder generelle bestemmelser, tilladelse, god skik samt tilsyn. De udvalgte dele af lov om finansiel virksomhed danner en grundlæggende forståelse for regulering af pengeinstitutter i forbindelse med investorbekyttelse.

Kapitel 3.

I kapitel 3 sættes dybere fokus på investorbekyttelse, og i forbindelse hermed belyses MiFID-direktivets historik, baggrund, formål samt de retspolitiske hensyn, der ligger til grund for MiFID. Efter denne introduktion til direktivet stilles der skarpt på direktivets bestemmelser om ”Kend din kunde”-princippet, der er en væsentlig del af MiFID.

Kapitel 4.

Efter behandlingen af ”Kend din kunde”-princippet i kapitel 3 tager kapitel 4 fat på pengeinstituttets pligter i forbindelse med de organisatoriske krav, der skal overholdes for at kunderne kan opnå den højere grad af beskyttelse, som de retspolitiske hensyn tilsigter. Under behandling af de organisatoriske krav fokuseres på beskyttelse af kundeaktiver samt forebyggelse og identifikation af interessekonflikter, da disse elementer er centrale dele af MiFID-direktivet i forbindelse med investorbekyttelse.

Kapitel 5.

I kapitel 5 klarlægges, hvor ansvaret er placeret i forbindelse med de i kapitel 3 og 4 gennemgåede bestemmelser. Ansvarsplaceringen er inddraget i afhandlingen, da det findes særdeles relevant at kunne placere et ansvar, hvis MiFID ikke overholdes, og investorerne dermed lider et tab.

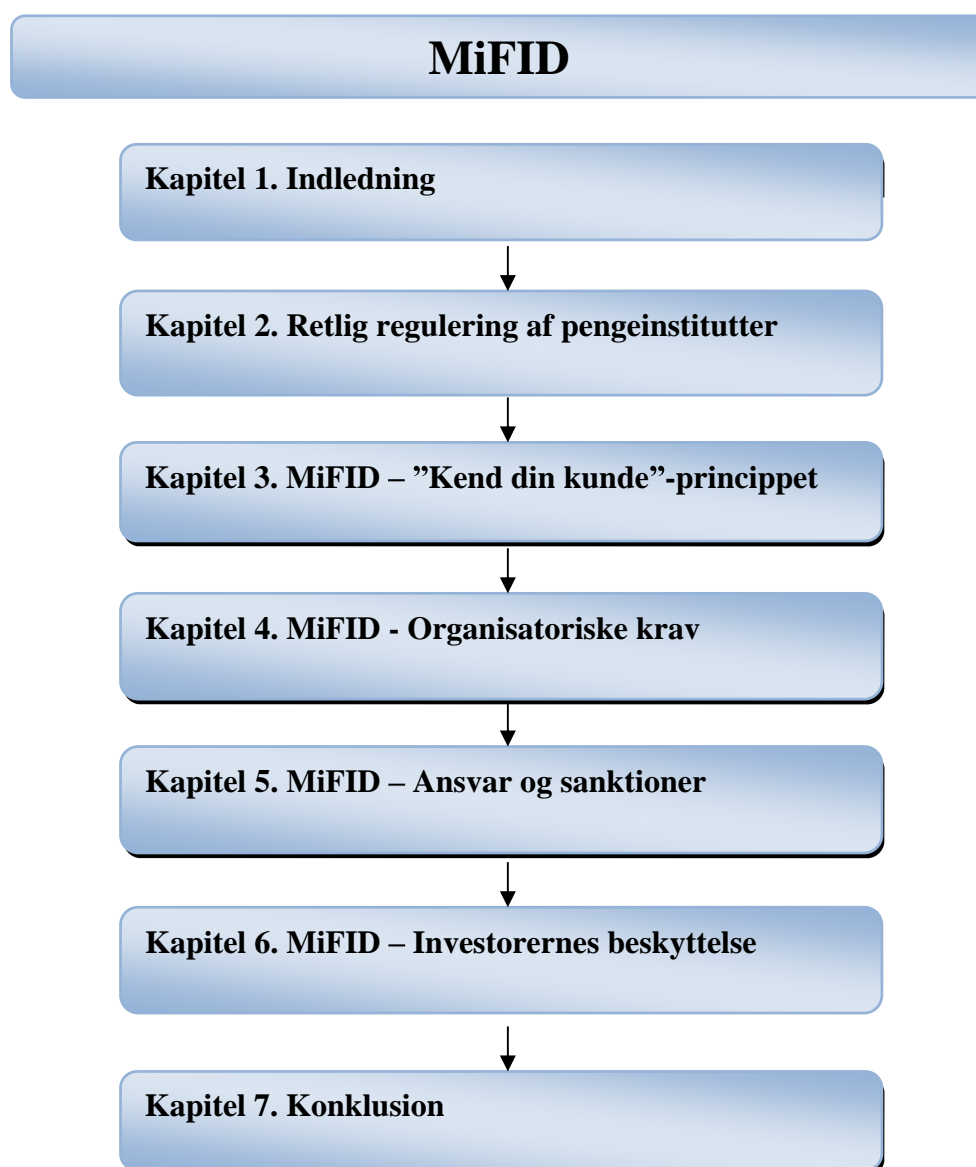
Kapitel 6.

Dette kapitel har til formål via konkrete afgørelser fra pengeinstitutsankenævnet at analysere og vurdere, hvorvidt investorerne med udgangspunkt i de retspolitiske hensyn reelt set er blevet bedre beskyttet efter implementering af MiFID-direktivet. Kapitlet har således en praksisorienteret tilgang.

Kapitel 7.

I kapitel 7 sammenfattes afhandlingen, og der konkluderes på problemformuleringens spørgsmål.

Afhandlingens struktur illustreres herunder:⁹



⁹ Kilde: Egen fremstilling

1.8 Investorbekyttelse

Med begrebshygiejne for øje har dette afsnit til formål at skabe en fælles forståelse for begrebet investorbekyttelse. Det vurderes at være relevant at foretage en form for kodificering¹⁰ af begrebet, således at det resterende af afhandlingen læses med samme forståelse af begrebet investorbekyttelse.

Som nævnt i indledningen kan begrebet beskyttelse defineres som et forsøg på at standse eller formindske en negativ påvirkning af nogen eller noget. Dette overføres til investorerne ved at have fokus på at formindske eller helt undgå, at investorerne investerer i finansielle produkter på et forkert grundlag. Et ønske om at beskytte investorerne vurderes i nærværende afhandling at være et ønske om, at køb og salg af finansielle produkter udelukkende sker på baggrund af investorerens behov og for at tilgodese investorerens interesse. Beskyttelse af investor betyder således at have investor i fokus og alene rådgive om investeringer på en redelig måde og i overensstemmelse med gældende lovgivning. Beskyttelsesreglerne har til formål at udvide de almindelige regler og danne et værn mod, at pengeinstitutterne udnytter investorerens tiltro, ved for eksempel at tilbageholde vigtig information. Mange investorer stoler blindt på deres rådgiver og vil i mange tilfælde foretage investeringer alene på baggrund af bankrådgiverens anbefaling. Det er således yderst centralt, at der kan være tillid til, at rådgivere i de danske pengeinstitutter rådgiver deres kunder ud fra kundernes bedste.

De retspolitiske hensyn om højt investorbekyttelsesniveau vurderes at være et forsøg på at imødegå de hidtidige mange sager om rådgivere, der tilgodeser pengeinstitutternes og rådgivernes egen interesse frem for at have investor i fokus. Et retspolitisk hensyn om løsning af den indbyggede interessekonflikt, der er mellem pengeinstitut og investor. Pengeinstituttet ønsker at profitmaksimere og driver deres forretning med det formål at tjene mest muligt på gebyrer og renter. Investorerne ønsker at betale så lidt som muligt i gebyrer og renter og samtidig modtage et afkast, der afspejler deres risiko. Investorerne og pengeinstitutterne har dermed oftest modsatrettede hensyn, hvilket skaber en indbygget interessekonflikt i forbindelse med investeringsrådgivning.

Investorerne har behov for yderligere beskyttelse i forhold til tidligere. At øge investorbekyttelsesniveauet er derfor et retspolitisk hensyn, der kan tilsluttes.

”Det er en sund udvikling, at pengeinstitutterne nu har et større ansvar i forbindelse med deres rådgivning”, mener Jens Ringbæk fra Deloitte.¹¹

¹⁰ Jeg er bevidst om, at jeg med dette afsnit ikke ”gør uskrevne regler til skreven lov” som ordet ”at kodificere” reelt set betyder. Med ordet i denne forbindelse menes, at jeg ønsker at fastsætte en fælles forståelse for begrebet og foretage en sondring heraf set i forbindelse med denne afhandling.

Det kan dog overvejes ud fra et ressourceperspektiv, hvorvidt et investorbeskyttelsesniveau kan blive for højt, og hvorvidt der er en øvre grænse herfor. En vurdering af, hvorvidt ”højt” investorbeskyttelsesniveau er det korrekte ordvalg i forhold til eksempelvis ”tilstrækkeligt” investorbeskyttelsesniveau, må der formodes at være taget stilling til fra EU’s side. Flere af respondenterne til mine interviews har den holdning, at beskyttelsesreglerne er blevet en anelse for firkantede¹², at regelsættet er for omstændigt¹³ og ressourcekrævende¹⁴, samt at tvungen rådgivning virker som bureaukrati for bureaukratiets skyld.¹⁵

Min vurdering er, at investorbeskyttelse i nogle tilfælde kan gå for vidt. Beskyttelse kan hurtigt blive til overbeskyttelse. Investorerne ønsker også at tænke selv og at kunne tage egne beslutninger på baggrund af gode anbefalinger. De ønsker ikke at blive pakket så meget ind i vat, at de ikke længere kan træffe selvstændige beslutninger. Ifølge Jeppe Engsig, rådgiver i Danske Bank, er investeringsrådgivning efter MiFID-direktivets implementering blevet meget omstændigt og til irritation for nogle kunder, der i den grad føler sig overbeskyttet.¹⁶

Der er forskel på investorerne, og i rigtig mange tilfælde er der behov for et højere investorbeskyttelsesniveau, end der tidligere har været. Mange private investorer har ikke tidligere i samme omfang været vant til at investere deres penge i finansielle produkter. Investering for private har tidligere været udpræget på ejendomsmarkedet i forskellige former for fast ejendom. Mange private investorer havde, især kort inden finanskrisen, oparbejdet et overskud og en investeringslyst, der udmøntede sig i, at de forsøgte sig med at investere i både komplekse og ikke komplekse finansielle instrumenter. Da det ikke er mange private investorer, der har stort kendskab til investering i værdipapirer, har de derfor behov for hjælp. Den hjælp, de ønsker, er beskyttelse imod at tage forkerte beslutninger, at investere for mange penge i forhold til hvad deres økonomiske situation tilsigter samt at udsætte sig for en alt for høj risiko ved den pågældende investering. Investorbeskyttelse skal derfor anses som et ønske om at værne om investorerne og deres interesse.

¹¹ Referat af interview med statsautoriseret revisor og partner i Deloitte, Jens Ringbæk, jf. bilag D

¹² Referat af interview med investeringschef i Sydbank, Michael Ølgaard, jf. bilag A

¹³ Referat af interview med statsautoriseret revisor og intern revisionschef i Nykredit, Claus Okholm, jf. bilag B

¹⁴ Referat af interview med compliancechef i Basis Bank, Kristina D. Løye, jf. bilag E

¹⁵ Referat af interview med statsautoriseret revisor og partner i Deloitte, Jens Ringbæk, jf. bilag D

¹⁶ Referat af interview med privatrådgiver i Danske Bank Jeppe Engsig, jf. bilag C

Kapitel 2. Retlig regulering af pengeinstitutter

2.1 Indledning

Dette kapitel har til formål at give en kortfattet introduktion til det retlige grundlag for regulering af pengeinstitutter samt pengeinstitutternes adfærd over for deres kunder.

I den forbindelse gennemgås relevante dele af lov om finansiel virksomhed, herunder generelle bestemmelser, tilladelse, god skik samt tilsyn. Afslutningsvist drages paralleller til MiFID-direktivet på ovenstående områder, hvorefter en dybere gennemgang af relevante dele af MiFID-direktivet finder sted i de næste kapitler.

2.2 Lov om finansiel virksomhed

Lov om finansiel virksomhed regulerer finansielle virksomheder, hvilket ifølge loven er defineret som pengeinstitutter, realkreditinstitutter, fondsmæglerselskaber, investeringsforvaltningsselskaber og forsikringsselskaber.

Den første lov om finansiel virksomhed udkom i år 2000¹⁷. I januar 2004 trådte en revideret udgave af lov om finansiel virksomhed i kraft. Loven er en sammenskrivning af syv særlove, der førhen har reguleret forskellige typer virksomheder i den finansielle sektor. Sammenskrivningen af særlovene til én lov har gjort loven meget omfattende.¹⁸

2.2.1 Tilladelse

Der skal, jf. FIL § 7¹⁹, søges om tilladelse til at oprette en virksomhed som pengeinstitut. Der gælder en række betingelser for at opnå tilladelse til at drive et pengeinstitut. Her kan blandt andet nævnes, at kun aktieselskaber kan få tilladelse, hvorfor pengeinstitutter er underlagt selskabsloven²⁰. Det er derfor ikke længere muligt at opnå tilladelse til at drive pengeinstitut som sparekasse eller andelskasse. Lovligt oprettede sparekasser kan dog fortsætte deres virksomhed, hvis de er oprettet inden 28. maj 1980.²¹

¹⁷ Lov om Finansiell virksomhed – med kommentarer, 1. udgave/1 oplag, forlaget Thomson 2007.

¹⁸ Lov om Finansiell virksomhed – med kommentarer, 1. udgave/1 oplag, forlaget Thomson 2007.

¹⁹ Lov om Finansiell virksomhed – LBK nr. 1125 af 23/09/2010.

²⁰ Lov om aktie- og anpartsselskaber, LOV nr. 470 af 12/06/2009

²¹ Lov om Finansiell virksomhed – med kommentarer, 1. udgave/1 oplag, forlaget Thomson 2007.

Endvidere skal en virksomhed, der søger om tilladelse som pengeinstitut, jf. § 7 stk. 8²², have en aktiekapital på mindst 8 mio. euro. Dette krav skyldes, at pengeinstitutter skal have tilstrækkelig kapitalgrundlag, som kan udgøre sikkerhed for kundernes indlån.

Pengeinstitutter kan efter en godkendt tilladelse udøve virksomhed i overensstemmelse med lovens bilag 1 samt §§ 24-26²³. Herudover har pengeinstitutter sammen med Staten eneret til at tilbyde sig som modtagere af indlån fra offentligheden. Pengeinstitutter har ligeledes eneret til at benytte navnene bank, sparekasse eller andelskasse, jf. FIL § 7.²⁴

At det at drive virksomhed i form af et pengeinstitut kræver tilladelse er efter min vurdering essentielt. Hvis man forestiller sig, at det var muligt at stifte og drive et pengeinstitut uden at skulle søge om tilladelse, er der ingen tvivl om, at antallet af skandaler, erstatningssager og kunder med store tab ville eskalere. Det er derfor selvsagt vigtigt, at der ikke kan oprettes eller drives et pengeinstitut uden først at opnå tilladelse hertil.

Tilladelse til at drive virksomhed i form af et pengeinstitut og dermed yde investeringsrådgivning har i forbindelse med MiFID-direktivets vedtagelse ligeledes været et vigtigt retspolitisk hensyn. Af MiFID-direktivets præambel kan det af betragtning 3 ses, at det at yde investeringsrådgivning bør kræve tilladelse set i lyset af investorernes store afhængighed af personlige anbefalinger i forbindelse med investering i finansielle produkter. MiFID-direktivet og de retspolitiske hensyn behandles senere i denne afhandling.

²² Lov om Finansiell virksomhed – LBK nr. 1125 af 23/09/2010.

²³ Lov om Finansiell virksomhed – LBK nr. 1125 af 23/09/2010.

²⁴ Lov om Finansiell virksomhed – LBK nr. 1125 af 23/09/2010.

2.2.2 God skik

Generelle regler om god forretningsskik for finansielle virksomheder reguleres i FIL, afsnit III.²⁵ God skik er central i denne afhandling, da disse bestemmelser er lovens generalklausul. En generalklausul forbyder handlinger, der strider imod god skik. Generalklausulens retsvirkning indtræder, ”når visse generelt formulerede betingelser indtræffer.”²⁶ Generalklausulen er dermed ”et bredt værn mod samfundsmæssig uønsket erhvervsmæssig adfærd.”²⁷

Generalklausuler anvendes, hvor der opstår en normdannelse, branchekutyme eller administrativ praksis på området. Der findes generalklausuler i en lang række love, eksempelvis god markedsføringskik, god værdipapirhandelsskik og god forretningsskik for finansielle virksomheder. Disse generalklausuler kan anvendes til at regulere klagesager, hvor kunder har følt sig forkert behandlet. Med afsæt i god forretningsskik for finansielle virksomheder kan det vurderes, hvorvidt et pengeinstitut har overholdt god praksis på området i en bestemt situation.²⁸

Ifølge § 43 i FIL²⁹ skal pengeinstitutter drive deres virksomhed i overensstemmelse med god forretningsskik og god praksis på området. God skik er en retlig standard og regulerer pengeinstitutters adfærd over for deres kunder. Ifølge FIL § 43, stk. 2,³⁰ fastsætter Økonomi- og Erhvervsministeriet nærmere regler om redelig forretningsskik og god praksis. Det er Finanstilsynets opgave at påtale, hvis pengeinstitutterne har en adfærd, der strider imod disse regler.

Formålet med bestemmelserne er, at kunderne har tillid til deres pengeinstitut og til det finansielle marked generelt. Finanstilsynet udsteder bekendtgørelser med hjemmel i lovgivningen, hvor der er fastsat bestemmelser om god skik, herunder indgåelse og opsigelse af aftaler, rådgivning, handel med værdipapirer og kautionistforhold. Bekendtgørelserne foreskriver, hvorledes pengeinstitutter lever op til redelig forretningsskik og god praksis inden for området.³¹

²⁵ Lov om Finansiell virksomhed – LBK nr. 1125 af 23/09/2010.

²⁶ http://www.denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/Jura/Obligationsret/generalklausul.

²⁷ http://www.denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/Jura/Obligationsret/generalklausul

²⁸ Lov om Finansiell virksomhed – LBK nr. 1125 af 23/09/2010.

²⁹ Lov om Finansiell virksomhed – LBK nr. 1125 af 23/09/2010.

³⁰ Lov om Finansiell virksomhed – LBK nr. 1125 af 23/09/2010.

³¹ Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder – BEK nr. 965 af 30/09/2009.

Ifølge god skik-bekendtgørelsen § 3³² skal et pengeinstitut leve op til redelig og loyal adfærd over for deres kunder. Herudover findes der en lang række generelle bestemmelser i god skik-bekendtgørelsen, hvoraf der blandt andet kan nævnes, at pengeinstituttet ikke må anvende vildledende og urigtige oplysninger, udelade væsentlig information eller anvende aggressiv markedsføring af produkter. Der er i bekendtgørelsens bilag 1³³ oplyst en lang række former for adfærd, der under alle omstændigheder anses for at være urimelige i private kundeforhold.

I forbindelse med rådgivning findes der i bekendtgørelsens kapitel 3³⁴ en række bestemmelser om god skik i forbindelse med rådgivning. Ifølge vejledning til bekendtgørelsen³⁵ er §§ 7-9 direkte udmøntet af MiFID-direktivets ”Kend din kunde”-princip. § 7 omhandler rådgivning, og §§ 8-9 berører de oplysninger, der skal indhentes, inden rådgivning kan påbegyndes.

I § 7 stk. 2³⁶ anføres, at pengeinstituttet skal rådgive en kunde, hvis kunden anmoder om rådgivning, samt når forholdene tilsiger, at der er behov for rådgivning. Rådgivningen skal, jf. § 7, stk. 3,³⁷ være relevant, retvisende og fyldestgørende, skal tilgodese kundernes interesse, og tage hensyn til hver enkelt kundes forhold. Dette vurderes væsentligt set i forhold til emnet interessekonflikter, der gennemgås senere i denne afhandling. Som nævnt i ovenstående afsnit om investorbekendtgørelse vurderes der at være en indbygget interessekonflikt imellem pengeinstituttets interesse og kundens interesse. Hvis der i den forbindelse kort sondres over begrebet ”bankrådgiver”, er det forståeligt, at stadig flere pengeinstitutter har skiftet titlen til ”privatrådgiver” eller ”kunderådgiver”. Ordet bankrådgiver lægger på en eller anden måde mere op til, at rådgiveren er bankens mand, med bankens interesser in mente. Som en kollega en gang sagde:

”Der en grund til, at det hedder en bankrådgiver, og det skal man være opmærksom på, da de ofte forsøger at sælge produkter, som man ikke har brug for.”

Ordet bankrådgiver associeres mere som en sælger end ordet kunderådgiver. Her er det selvfølgelig åbenlyst, at der ikke bør være en forskel alene på grund af titlens ordlyd. Det kan dog alligevel være tankevækkende.

³² Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder – BEK nr. 965 af 30/09/2009.

³³ Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder – BEK nr. 965 af 30/09/2009.

³⁴ Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder – BEK nr. 965 af 30/09/2009.

³⁵ Vejledning til bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder – VEJ nr. 86 af 13/10/2009.

³⁶ Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder – BEK nr. 965 af 30/09/2009.

³⁷ Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder – BEK nr. 965 af 30/09/2009.

Hvis pengeinstituttet eller dens medarbejdere har særlig interesse i rådgivningens resultat, skal kunden ifølge god skik-bekendtgørelsens § 11³⁸ informeres om dette. Dette kunne være i form af bonus eller provisionsaftaler for den enkelte rådgiver, hvorfor kunden skal oplyses herom for bedre at kunne vurdere, hvorvidt rådgivningen alene tilgodeser kundens interesser, eller hvorvidt rådgiveren har direkte personlig interesse i at sælge produktet.

Kunden skal jf. bekendtgørelsens §§ 12 og 13 oplyses om skattemæssige forhold og forhold af væsentlig økonomisk betydning, såsom offentlige tilskud og lignende, samt om sikkerhedsforanstaltninger og sikkerhedsmæssige krav, som kunden bør efterleve.³⁹

Kapitel 2,3 og 5 i bekendtgørelse om god skik⁴⁰ er særligt væsentlige i forhold til afhandlingens fokus. Kapitel 2 og 3 er god skik-regler om rådgivning samt væsentlige generelle bestemmelser. Kapitel 5 indeholder særlige regler for pengeinstitutter. Den tidligere version af bekendtgørelsen fra 2007⁴¹ indeholdt alene en paragraf i kapitel 5. Dette var § 19, der vedrørte kravet om, at pengeinstituttet skal have en særlig begrundelse for at nægte at oprette en indlånskonto. Dette gør sig ligeledes gældende i den nyeste version af bekendtgørelsen. Det interessante her er, at der under særlige regler for pengeinstitutter er kommet en paragraf yderligere, nemlig § 20.⁴² Denne paragraf omhandler salg af egne aktier.

Ifølge § 20 må et pengeinstitut ikke knytte et progressivt fordelsprogram til besiddelse af aktier i pengeinstituttet.⁴³ Ved fordelsprogram forstås ifølge vejledning til bekendtgørelsen⁴⁴, at kunden tilbydes fordele ved at være aktionær i pengeinstituttet. Dette betyder, at kunder for at opnå disse fordele skal investere i pengeinstituttets aktier. Ved at fordelsprogrammet er progressivt forstås ifølge vejledningen⁴⁵ en gradvis forøgelse af fordele i takt med stigningen i aktier. Hvis pengeinstitutterne alligevel ønsker at bibeholde et fordelsprogram, må det som nævnt ikke være progressivt, men det må jf. § 20, stk. 2,⁴⁶ heller ikke overstige en kursværdi på 30.000 kr.

³⁸ Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder – BEK nr. 965 af 30/09/2009.

³⁹ Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder – BEK nr. 965 af 30/09/2009.

⁴⁰ Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder – BEK nr. 965 af 30/09/2009.

⁴¹ Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder – BEK nr. 1222 af 19/10/2007.

⁴² Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder – BEK nr. 965 af 30/09/2009.

⁴³ Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder – BEK nr. 965 af 30/09/2009.

⁴⁴ Vejledning til bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder – VEJ nr. 86 af 13/10/2009.

⁴⁵ Vejledning til bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder – VEJ nr. 86 af 13/10/2009.

⁴⁶ Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder – BEK nr. 965 af 30/09/2009.

Dette er en interessant udvikling, da det er tydeligt, at bestemmelserne i § 20 er fremkommet på baggrund af Roskilde Bank-sagerne om salg af egne aktier og fordelsprogrammer hertil. Ifølge vejledning til bekendtgørelsen⁴⁷ er baggrunden for forbuddet om de progressive fordelsprogrammer og grænsen på de 30.000 kr. i forbindelse med salg af egne aktier, at der er risiko for, at kunderne ikke er opmærksomme på de risici, de løber ved at investere i pengeinstituttets egne aktier, men at deres fokus i forbindelse med investeringen i stedet er på fordelene ved at have mange aktier.⁴⁸ Det vurderes højaktuelt og meget fornuftigt at indføre regler herom begrundet i, at det præcist var det der gjorde sig gældende i mange af sagerne om Roskilde Bank. Udvalgte afgørelser om Roskilde Bank behandles senere i afhandlingen.

2.2.3 Tilsyn

FIL indebærer, at pengeinstitutter er underlagt offentligt tilsyn. Dette tilsyn, ved navn Finanstilsynet, hører under Økonomi- og Erhvervsministeriet. Bestemmelserne om tilsyn med pengeinstitutter er medtaget i nærværende afhandling, da Finanstilsynet er ansvarlig for at sikre, at danske pengeinstitutter lever op til regler i MiFID-direktivet. Finanstilsynet har til formål at føre tilsyn med pengeinstitutternes overholdelse af gældende lovgivning. Finanstilsynets arbejde kan opdeles i tre typer:

- Tilsyn med finansielle virksomheder
- Udformning af finansiell lovgivning og udstedelse af bekendtgørelser
- Indsamling og formidling af statistikker og nøgletal.

Finanstilsynets mission er, at tilliden til den danske finansielle sektor bevares både hos borgere og virksomheder.⁴⁹ Finanstilsynet skal undersøge pengeinstitutternes forhold ved løbende gennemgang af indberetninger og ved inspektionsbesøg hos pengeinstitutterne. Pengeinstitutterne har jf. FIL § 347 pligt til at give Finanstilsynet de nødvendige oplysninger. Desuden skal Finanstilsynet til enhver tid kunne få adgang til pengeinstituttet. Hvis et pengeinstitut er i en situation, hvor der kunne opstå økonomiske problemer i fremtiden, kan Finanstilsynet forlange, at pengeinstituttet udarbejder en redegørelse for virksomhedens finansielle stilling og fremtidsudsigter. Denne redegørelse skal gennemgås af pengeinstituttets eksterne revisor og godkendes af bestyrelsen jf. FIL § 349.

⁴⁷ Vejledning til bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder – VEJ nr. 86 af 13/10/2009.

⁴⁸ Vejledning til bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder – VEJ nr. 86 af 13/10/2009.

⁴⁹ www.Finanstilsynet.dk, Mission, vision og værdier.

Hvis Finanstilsynet mener, at pengeinstituttets direktør eller bestyrelse ikke lever op til § 64, stk. 1,⁵⁰ om fyldestgørende erfaring i forhold til stillingen, fit & proper-betingelserne,⁵¹ kan Finanstilsynet påbyde pengeinstituttet at afskedige direktøren og bestyrelsen.⁵²

Herudover har Finanstilsynet mulighed for at foretage tværgående undersøgelser af det finansielle marked, som har til formål at fremme gennemsigtigheden heraf. Finanstilsynet og dets ansatte er underlagt tavshedspligt, og undersøgelserne må kun offentliggøres, hvis de ikke indeholder tekniske beregninger og metoder, som kan være en forretningshemmelighed og derfor er til skade for det enkelte pengeinstitut.⁵³

Finanstilsynet er den kompetente myndighed, der ifølge MiFID-direktivet skal sikre, at danske pengeinstitutter overholder direktivets bestemmelser. Finanstilsynet er, jf. MiFID-direktivet, pligtig til at samarbejde med de øvrige medlemslandes kompetente myndigheder med henblik på at udveksle oplysninger på baggrund af udførte tilsyn og undersøgelser i forbindelse med MiFID. Dette samarbejde mellem værdipapirhandelsmyndighederne i de europæiske lande kaldes CESR. CESR er en forkortelse for Committee of European Securities Regulators og er således et europæisk tilsyn, der har til opgave at rådgive Europa-Kommissionen om udfordringer og problemstillinger på værdipapirhandelsområdet. Af MiFID-direktivets afsluttende bestemmelser kan det ses, at EU-Kommissionen på baggrund af anbefalinger fra CESR skal aflægge rapport til Europa-parlamentet med forslag til ændringer af MiFID-direktivet.⁵⁴ CESR offentliggjorde i juli 2010 en rapport efter revision af MiFID med en række anbefalinger til Kommissionen.⁵⁵ På baggrund af rapporten fra CESR skal Kommissionen foretage vurdering af, hvorvidt MiFID-direktivet skal ændres.⁵⁶ Det forventes, at Kommissionen gennemfører offentlig høring og fremkommer med direktivforslag ultimo 2010/primo 2011.⁵⁷

Efter denne kortfattede introduktion til den retlige regulering af pengeinstitutter vil der i de næste kapitler blive sat fokus på MiFID-direktivet samt de bekendtgørelser, der implementerer dette.

⁵⁰ Lov om finansiel virksomhed – LBK nr. 1125 af 23/09/2010

⁵¹ Fit & proper-vejledning. Vejledning om krav i den finansielle lovgivning til direktørers og bestyrelsesmedlemmers egnethed og hæderlighed (fit & proper) og krav til godkendelse af ejere af kvalificerede andele. - VEJ nr. 9473 af 27/07/2005.

⁵² Lov om finansiel virksomhed – LBK nr. 1125 af 23/09/2010.

⁵³ Lov om finansiel virksomhed – LBK nr. 1125 af 23/09/2010.

⁵⁴ MiFID-direktivets afsluttende bestemmelser.

⁵⁵ CESR Technical Advice to the European Commission in the context of the MiFID review – Investor Protection and Intermediaries. Rapporten kan ses på: <http://www.cesr.eu/popup2.php?id=7007>.

⁵⁶ Fremtidig Finansiell Regulering, Overblik og Fokus, 2010 side 27. Finansrådet.

⁵⁷ Fremtidig Finansiell Regulering, Overblik og Fokus, 2010 side 27. Finansrådet.

Kapitel 3. MiFID – ”Kend din kunde”-princippet

3.1 Indledning

MiFID er en forkortelse af Markets in Financial Instruments Directive. MiFID er et EU-direktiv, der stiller krav til pengeinstitutters investeringsrådgivning i forbindelse med kundernes handel med finansielle produkter. MiFID-direktivet er offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende tilbage i april 2004. Siden hen er der udstedt en lang række bekendtgørelser, der har til formål at implementere MiFID-direktivet i dansk ret.⁵⁸ Alle pengeinstitutter skulle implementere MiFID-direktivet i deres organisation senest 1. november 2007.

Dette kapitel indledes ved en gennemgang af historikken og baggrunden for MiFID-direktivet, samt formålet og de retspolitiske hensyn i forbindelse hermed. Herefter gennemgås ”Kend din kunde”-princippet, der er en væsentlig del af MiFID-direktivet.

3.2 Historik og baggrund

I 1999 offentliggjorde EU-kommissionen den finansielle handlingsplan, også kaldet FSAP. Formålet med denne handlingsplan var:⁵⁹

- At skabe et indre værdipapirmarked med henblik på at fremme værdipapirhandel på tværs af EU
- At gøre det finansielle marked mere sikkert og tilgængeligt
- At styrke tilsynsreglerne

Handlingsplanen indeholdt forslag til en række forskellige direktivændringer og nye direktiver, der skulle vedtages inden udgangen af 2005. MiFID-direktivet er sammen med blandt andet direktiverne om prospekter og markedsmisbrug et led i EU’s finansielle handlingsplan.⁶⁰ MiFID-direktivet blev vedtaget i april 2004 og afløste investeringsservicedirektivet fra 1993, også kaldet ISD.

⁵⁸ Af bilag F fremgår en oversigt over de bekendtgørelser, der til sammen udgør den danske implementering af MiFID-direktivet. Kilde Finanstilsynet.

⁵⁹http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/124210_da.htm.

⁶⁰ http://www.finansraadet.dk/danish/menu/Nyheder_og_presse/pressekontakt/presseminar/MiFID+2007/.

Direktivet er et rammedirektiv. Med et rammedirektiv forstås, at EU fastlægger rammerne for, hvilke betingelser der overordnet skal gøre sig gældende for pengeinstitutter. Efter rammedirektivet vedtog EU et nyt direktiv⁶¹ med gennemførelsesbestemmelser. Disse gennemførelsesbestemmelser er detailregler til MiFID-direktivet. Af direktivet med gennemførelsesbestemmelser fremgår mere præcise betingelser for, hvorledes medlemsstaternes egen myndighed fastsætter de konkrete regler for implementeringen af MiFID gennem love og bekendtgørelser.

Det fremgår af de afsluttende bestemmelser i artikel 53 stk. 1⁶², at medlemsstaternes love og bestemmelser, der var nødvendige for at efterkomme direktiv 2006/73/EF (MiFID-direktivets gennemførelsesbestemmelser), og dermed også direktiv 2004/39/EF (MiFID-direktivet), skulle vedtages og offentliggøres senest januar 2007. I stk. 2 står der yderligere, at de af medlemsstaternes udstedte love og bestemmelser havde implementeringsfrist den 1. november 2007.⁶³ De danske regler burde derfor være udstedt senest ultimo januar, således at pengeinstitutterne havde ni måneder til at implementere de nye regler.

Bekendtgørelserne, herunder bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel, blev dog først udstedt i løbet af foråret 2007,⁶⁴ og nogle af vejledningerne var først tilgængelige i løbet af sommeren 2007.⁶⁵ MiFID-direktivet blev dog på lige fod med de andre medlemslande implementeret i Danmark pr. implementeringsdatoen 1. november 2007. De danske pengeinstitutter har derfor haft forholdsvis kort tid til at implementere de nye regler. Der afgrænses dog i afhandlingen fra en undersøgelse af, hvorvidt den forkortede implementeringsperiode har gjort en forskel på det danske regelsæt i forhold til de andre medlemslande.

⁶¹ Direktiv 2006/73/EF af 10. august 2006.

⁶² Direktiv 2006/73/EF af 10. august 2006.

⁶³ Direktiv 2006/73/EF af 10. august 2006.

⁶⁴ Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel - BEK nr. 809 af 29/06/2007.

⁶⁵ http://www.finansraadet.dk/danish/menu/Nyheder_og_presse/pressekontakt/presseminar/MiFID+2007/.

3.3 Formål med direktivet – de retspolitiske hensyn

MiFID-direktivet er udstedt af EU på baggrund af en lang række betragtninger, der kan ses af direktivets præambel. Af de 71 betragtninger er 8 udvalgt ud fra en vurdering af, at disse er de væsentligste retspolitiske hensyn i forbindelse med denne afhandlings problemformulering.

De udvalgte retspolitiske hensyn omhandler alle højt investorbeskyttelsesniveau og større markedsgennemsigtighed. Større markedsgennemsigtighed behandles alene i nærværende afhandling i forhold til investorbeskyttelse, da det vurderes, at en større markedsgennemsigtighed vil øge investorernes forståelse for de finansielle produkter, der er på markedet.

Relevante dele af udvalgte retspolitiske hensyn citeres herunder:⁶⁶

➤ Betragtning nr. 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 investeringselskaber at levere tjenesteydelser i hele fællesskabet, der er et indre marked, på grundlag af hjemlandstilsyn. I betragtning af det ovenfor anførte bør direktiv 39/22/EØF⁶⁷ erstattes af et nyt direktiv.”

➤ Betragtning nr. 3:

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

➤ Betragtning nr. 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.”

⁶⁶ MiFID-direktivets præambel; Den Europæiske Unions Tidende, 30.4.2004, L 145/1 til 7.

⁶⁷ Direktiv 39/22/EØF er Investeringsdagsordningsdirektivet, ISD.

➤ Betragtning nr. 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 interesse.”

➤ Betragtning nr. 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.”

➤ Betragtning nr. 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)”

➤ Betragtning nr. 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.”

➤ Betragtning nr. 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 kort at opsummere de retspolitiske hensyn i forbindelse med MiFID-direktivet, med formålet højt investorbeskyttelsesniveau for øje, kan det af de udvalgte betragtningerne ses, at direktivet er udstedt på baggrund af følgende:

- Det voksende antal investorer.⁶⁸
- Den stigende kompleksitet af produkter.⁶⁹
- Investorerens stigende afhængighed af personlige anbefalinger.⁷⁰
- Behovet for at beskytte investors ejendomsret.⁷¹
- Den øgede risiko for interessekonflikter.⁷²
- Behovet for konkretisering af, hvorvidt handlen er foretaget på kundens initiativ.⁷³
- Behovet for inddeling af investorerne og tilpasning af beskyttelsesniveauet hertil.⁷⁴
- Behovet for at sikre en effektiv ”best execution.”⁷⁵
- Behovet for en øget gennemsigtighed på markedet.⁷⁶

EU har således ønsket at styrke reglerne for investorbeskyttelse med virkning på tværs af EU-landene, og dermed skabe et mere effektivt og ensartet værdipapirhandelsmarked.

I ovenstående afsnit er behovet for nye regler på værdipapirhandelsområdet i retning af større beskyttelse af investorerne berørt. Herudover er historien og formålet med MiFID-direktivet kort gennemgået. I den resterende del af dette kapitel fokuseres på ”Kend din kunde”-princippet, der er et centralt element i MiFID-direktivet.

⁶⁸ MiFID-direktivets præambel; Den Europæiske Unions Tidende, 30.4.2004, L 145/1 til 7, betragtning nr. 2.

⁶⁹ MiFID-direktivets præambel; Den Europæiske Unions Tidende, 30.4.2004, L 145/1 til 7, betragtning nr. 2.

⁷⁰ MiFID-direktivets præambel; Den Europæiske Unions Tidende, 30.4.2004, L 145/1 til 7, betragtning nr. 3.

⁷¹ MiFID-direktivets præambel; Den Europæiske Unions Tidende, 30.4.2004, L 145/1 til 7, betragtning nr. 26.

⁷² MiFID-direktivets præambel; Den Europæiske Unions Tidende, 30.4.2004, L 145/1 til 7, betragtning nr. 29.

⁷³ MiFID-direktivets præambel; Den Europæiske Unions Tidende, 30.4.2004, L 145/1 til 7, betragtning nr. 30.

⁷⁴ MiFID-direktivets præambel; Den Europæiske Unions Tidende, 30.4.2004, L 145/1 til 7, betragtning nr. 31.

⁷⁵ MiFID-direktivets præambel; Den Europæiske Unions Tidende, 30.4.2004, L 145/1 til 7, betragtning nr. 33.

⁷⁶ MiFID-direktivets præambel; Den Europæiske Unions Tidende, 30.4.2004, L 145/1 til 7, betragtning nr. 44.

3.4 ”Kend din kunde”-princippet

”Kend din kunde”-princippet er et væsentligt område af MiFID-direktivet. Ifølge dette nye regelsæt skal pengeinstitutterne opnå dybere kendskab til deres kunder. Dybere kendskab til kunden er viden om kundens økonomi, risikovillighed, investeringsformål og erfaring ved lignende handler fra tidligere.⁷⁷ Forskellen i forhold til tidligere er, at pengeinstituttet ikke alene skal kende kundens økonomi, men nu også skal tage specifikt stilling til, om kunden finansielt er i stand til at bære de investeringsrisici, der er forbundet med en specifik handel.

Ifølge bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 4 skal pengeinstituttet opdele kunderne i følgende 3 kategorier:

- Godkendte modparter
- Professionelle kunder
- Detailkunder

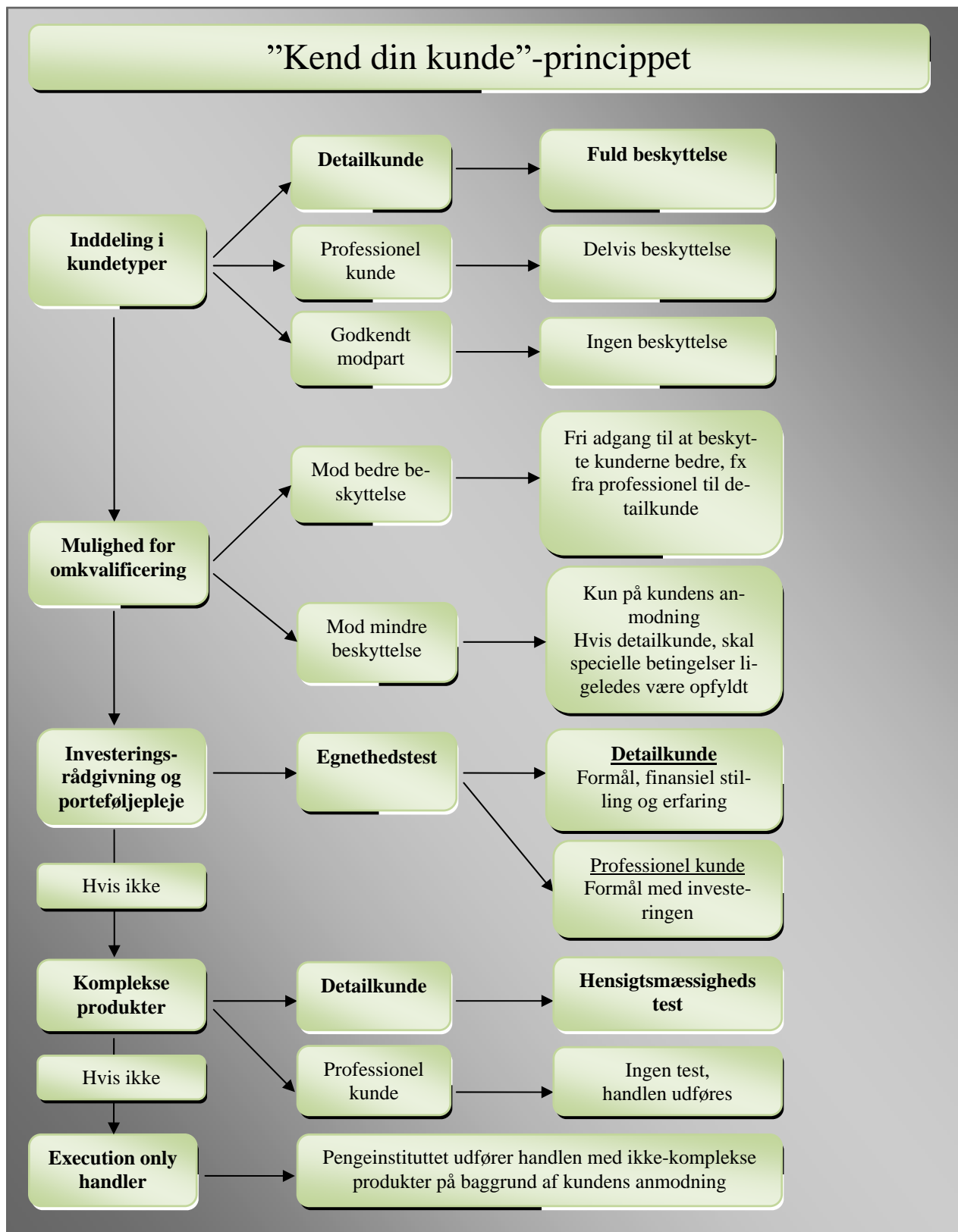
Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel benævnes herefter investorbeskyttelsesbekendtgørelsen. Investorbeskyttelsesbekendtgørelsen definerer i bilag 1 og 2, hvilke kunder der tilhører henholdsvis godkendte modparter, professionelle kunder og detailkunder.⁷⁸ Dette gennemgås i nedenstående afsnit.

Oversigten på næste side er en illustration af sammenhængen mellem kundekategorien, den dertilhørende grad af beskyttelse, samt i hvilke tilfælde der stilles krav om anvendelse af egnethedstest og hensigtsmæssighedstest. Det anbefales derfor at anvende oversigten som overblik over ”Kend din kunde”-princippet samtidig med, at det resterende af kapitel 3 læses.

⁷⁷ Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel - BEK nr. 964 af 30/09/2009, kapitel 6, § 16, stk. 2.

⁷⁸ Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel - BEK nr. 964 af 30/09/2009, kapitel 6 samt bilag 1 og 2.

Oversigt over MiFID's "Kend din kunde"-princip:



Kilde: Egen fremstilling.

3.4.1 Godkendte modparter

Godkendte modparter er virksomheder, der dagligt handler med finansielle instrumenter. Ifølge bilag 2 i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen er godkendte modparter virksomheder som kreditinstitutter, pengeinstitutter, forsikringselskaber, pensionskasser, investeringsforvaltningsselskaber og andre finansielle virksomheder, der har fået tilladelse til at agere værdipapirhandler. Herudover indgår regeringen, offentlige institutioner og organer, der beskæftiger sig med offentlig gæld og centralbanker ligeledes i denne kundekategori, jf. investorbeskyttelsesbekendtgørelsen bilag 2, stk. 9.⁷⁹

Godkendte modparter har som udgangspunkt ingen beskyttelse i forbindelse med værdipapirhandel. Dette skyldes, at det forventes at godkendte modparter besidder tilstrækkelig viden om og erfaring med de produkter, de på daglig basis handler med. Handel med værdipapirer imellem to pengeinstitutter er som udgangspunkt ikke omfattet af investorbeskyttelsesbekendtgørelsens regler.⁸⁰

Det vurderes at være fornuftigt og rimeligt ikke at skærpe krav og beskyttelse i forbindelse med godkendte modparter, da disse kunder ønsker at foretage hurtige handler på baggrund af et indgående kendskab til de værdipapirer, der handles med. Pengeinstitutter imellem må anses for at have den samme viden og behøver derfor ikke rådgivning hos hinanden i forbindelse med handel med finansielle produkter.

3.4.2 Professionelle kunder

Professionelle kunder defineres i investorbeskyttelsesbekendtgørelsens bilag 1 som kunder med tilstrækkelig erfaring, viden og ekspertise til at kunne træffe egne beslutninger om investeringer og forholde sig korrekt til de tilknyttede risici. Herudover afgrænses professionelle kunder negativt, som kunder der ikke er medtaget i investeringsbeskyttelsesbekendtgørelsens bilag 2.⁸¹ Yderligere defineres professionelle kunder som store virksomheder, der opfylder to af nedenstående tre krav:

- Balancesum på min. 20 mio. EUR
- Årlig nettoomsætning på min. 40 mio. EUR
- Egenkapital på min 2 mio. EUR.

⁷⁹ Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel - BEK nr. 964 af 30/09/2009, bilag 2, stk. 9.

⁸⁰ Vejledning til bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel – VEJ nr. 87 af 15/10/2009, § 4.

⁸¹ Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel - BEK nr. 964 af 30/09/2009, bilag 1 afsnit a.

Ifølge vejledning til investorbeskyttelsesbekendtgørelsen ligger kundekategoriseringen ikke nødvendigvis fast, idet der skelnes imellem forskellige transaktioner. Eksempelvis kan en kunde være kategoriseret som professionel kunde ved handel med obligationer, men som detailkunde ved handel med derivater, grundet manglende erfaring. En professionel kunde har dermed mulighed for områdespecifikt at få yderligere beskyttelse.

3.4.3 Detailkunder

Ifølge investorbeskyttelsesbekendtgørelsen § 4 defineres detailkunder som kunder, der hverken er professionelle eller godkendte modparter. Detailkunder er som udgangspunkt alle pengeinstitutternes privatkunder og de virksomheder, der ikke indgår i nogen af ovenstående kategorier. Ifølge investorbeskyttelsesbekendtgørelsen skal kunder, hvor der hersker tvivl om, hvorvidt de er professionelle eller detailkunder, behandles som detailkunder.⁸² Detailkunder er de kunder med højest grad af beskyttelse, hvilket skyldes, at disse kunder har mindst erfaring og viden om værdipapirhandel. Det vurderes rimeligt, at der sættes fokus på detailkunderne, og at det er disse kunder, der får den højeste grad af beskyttelse i MiFID-direktivet, idet disse kunders økonomiske situation er letpåvirkelig i forhold til risikofyldte investeringer, samtidig med at de oftest ikke har forståelse for, hvordan de finansielle produkter er sammensat og de dertilhørende risici.

I ovenstående afsnit er der nu redegjort for de tre kundekategorier. Nedenfor redegøres for muligheder og krav ved omklassificering af kunder mod enten højere eller lavere beskyttelse. Herefter gennemgås egnethedstest og hensigtsmæssighedstest. Disse test udfyldes af kunderne i forbindelse med, at pengeinstitutterne indsamler information om deres kunder.

3.4.4 Omklassificering

Der er fri adgang til at beskytte kunderne bedre, end de har krav på, jf. investorbeskyttelsesbekendtgørelsen. Det står således frit for, om et pengeinstitut vælger at behandle en godkendt modpart eller en professionel kunde som en detailkunde jf. § 4 stk. 2.⁸³ Et pengeinstitut kan vælge at behandle alle kunder som detailkunder.⁸⁴

⁸² Vejledning til bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel – VEJ nr. 87 af 15/10/2009, § 4.

⁸³ Vejledning til bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel – VEJ nr. 87 af 15/10/2009, § 4, stk. 2.

⁸⁴ Vejledning til bekendtgørelse om investorbeskyttelse, § 4 kundekategorier. – VEJ nr. 87 af 15/10/2009, § 4.

Dette gør sig eksempelvis gældende i Basis Bank. Ifølge compliancechef i Basis Bank, Kristina D. Løye, har de i Basis Bank klassificeret alle deres kunder som detailkunder for at give dem den højst mulige grad af beskyttelse.⁸⁵ Indtil videre tilbyder Basis Bank ifølge Kristina D. Løye ikke at omklassificere dem, men hun vil ikke afvise, at de i fremtiden vil have mulighed for en omklassificering, hvis nedenstående krav bliver overholdt.

Hvis der skal ske omklassificering af en kunde mod lavere grad af beskyttelse, gør specifikke krav sig gældende. Det væsentligste krav i forbindelse med omklassificering af kunder mod en lavere grad af beskyttelse er, at det skal være på baggrund af kundens anmodning. Pengeinstituttet er dog ikke forpligtet til at efterkomme kundens anmodning. Herudover er der ingen yderligere krav i forbindelse med omklassificering af en professionel kunde til en godkendt modpart og omvendt.

Der gælder dog specifikke betingelser i forbindelse med omklassificering fra detailkunde til professionel kunde. En detailkunde, der anmoder om at blive behandlet som en professionel kunde, skal jf. investorbeskyttelsesbekendtgørelsen § 4, stk. 4, opfylde de krav, der står i bilag 1, afsnit b, for at pengeinstituttet kan flytte kunden til denne kategori.

Ifølge bilag 1, afsnit b, skal følgende identifikationskriterier og procedurer være overholdt:

1) Identifikationskriterier:

Mindst to af følgende tre kriterier skal være opfyldt, for at en omklassificering fra detailkunde til professionel kunde ifølge investorbeskyttelsesbekendtgørelsen kan anses som opfyldt.⁸⁶

- Kunden har foretaget omfattende transaktioner på det relevante marked gennemsnitligt 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 et år i en stilling, der kræver viden om påtænkte transaktioner eller tjenesteydelser.

⁸⁵ Referat af interview med compliancechef i Basis Bank, Kristina D. Løye, jf. bilag E

⁸⁶ Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel - BEK nr. 964 af 30/09/2009 § 4 stk. 4 og bilag 1.

Kunden kan dermed på baggrund af sin erfaring fra sin stilling i den finansielle sektor samt et indestående i pengeinstituttet på over 500.000 EUR blive anset som professionel kunde uden privat at have erfaring med lignende transaktioner. Det vurderes efter min overbevisning ikke logisk, at en kunde med erfaring fra sin stilling i den finansielle sektor kan blive kategoriseret som professionel kunde. Det er ikke i alle tilfælde sikkert, at denne kunde er bevidst om, hvad lignende investeringer har af påvirkning på privatøkonomien. Det er dog i praksis ikke så udbredt, at privatkunder anmoder om at blive omklassificeret. Hverken Kristina D. Løye fra Basis Bank eller Michael Ølgaard fra Sydbank har oplevet, at der er kommet en anmodning herom.⁸⁷ De er dog begge enige om, at situationen kan forekomme, hvis en detailkunde ikke ønsker at oplyse om så mange informationer i forbindelse med en handel.⁸⁸

Detailkunder, der opfylder to af de tre ovenfor nævnte krav, kan dog kun omklassificeres til professionelle kunder og dermed modtage lavere grad af beskyttelse, hvis nedenstående procedurer er opfyldt, jf. investorbeskyttelsesbekendtgørelsens bilag 1, afsnit b, punkt 2.

2) Procedurer:

Pengeinstituttet skal kunne dokumentere:

- At detailkunden har anmodet om at blive behandlet som en professionel kunde.
- At pengeinstituttet har givet klar besked om de rettigheder, som kunden mister ved at flytte kategori, både i forbindelse med beskyttelse og garantirettigheder.
- At pengeinstituttet har modtaget underskrevet kontrakt, hvor det fremgår, at kunden har erklæret at kende til følgerne ved at miste beskyttelsen.

Herudover skal pengeinstituttet vurdere, hvorvidt det er hensigtsmæssigt at omklassificere kunden, samt følge deres interne politikker og procedurer herfor. Der bør ved efterlevelse af ovenstående procedurer derfor ikke kunne opstå situationer, hvor der hersker tvivl om, hvorvidt en kunde ønsker beskyttelse efter lempeligere regler, end kunden er berettiget til.

⁸⁷ Referat af interview med compliancechef i Basis Bank, Kristina D. Løye, jf. bilag E og referat af interview med investeringschef i Sydbank Michael Ølgaard, jf. bilag A

⁸⁸ Referat af interview med compliancechef i Basis Bank, Kristina D. Løye, jf. bilag E og referat af interview med investeringschef i Sydbank Michael Ølgaard, jf. bilag A

Pengeinstituttet har pligt til at informere kunderne om, hvilken kategori de er placeret i, om mulighed for anmodning om omklassificering, samt den betydning kundeinddelingen har for beskyttelsesgraden.⁸⁹

Vi har nu været igennem de tre kundekategorier samt muligheden for omklassificering mellem kategorierne. Vi bevæger os nu over i de test og den dokumentation, som MiFID-direktivet stiller krav om i forbindelse med investeringsrådgivning.

3.4.5 Egnethedstest

Egnethedstestens overordnede formål er, at pengeinstituttet opnår tilstrækkelig information om kundens investeringsformål, finansielle situation samt kendskab og erfaring med handel med bestemte produkter.

Ovenfor er kunderne blevet inddelt i de kategorier, de tilhører. Der skal nu kigges på de forskellige niveauer for investorbekyttelse, som de respektive kundekategorier medfører. Helt overordnet er MiFID bygget op således, at detailkunderne har krav på mest mulig beskyttelse, og godkendte modparter ikke har krav på beskyttelse efter investorbekyttelsesbekendtgørelsen. Det er således udelukkende detailkunder og professionelle kunder, der skal igennem en egnethedstest. Egnethedstesten anvendes ved vurdering af, hvorvidt et finansielt produkt er egnet for kunden.

Ifølge investorbekyttelsesbekendtgørelsen § 16, stk. 2, og § 18 skal pengeinstituttet i forbindelse med egnethedstesten indhente oplysninger om kundens investeringsformål, kundens finansielle situation samt kundens kendskab og erfaring med den pågældende investering.

➤ Kundens investeringsformål

Med investeringsformål menes, at pengeinstituttet gennem information fra kunden skal sikre, at den specifikke transaktion lever op til kundens formål. Pengeinstituttet skal således sikre, at kunden ikke investerer i et højrisiko-produkt, hvis kunden har en risikoavers profil.

⁸⁹ Bekendtgørelse om investorbekyttelse ved værdipapirhandel - BEK nr. 964 af 30/09/2009, § 4, stk. 5.

➤ **Kundens finansielle situation**

Det er selvsagt vigtigt, at pengeinstituttet undersøger kundens finansielle situation, inden en transaktion gennemføres. Pengeinstituttet skal orientere sig om, hvorvidt kundens økonomi er bæredygtig, hvorfor de skal undersøge:

- Kundens indtægtsforhold
- Kundens aktiver
- Kundens allerede foretagne investeringer
- Kundens finansielle forpligtelser.

➤ **Kundens kendskab og erfaring**

Pengeinstituttet indhenter oplysninger om kundens tidligere investeringer, herunder typer af transaktioner og tjenester, samt hyppigheden, arten og antallet af tidligere transaktioner. Kundens arbejde og uddannelsesniveau er ligeledes en væsentlig faktor ved vurdering af transaktionens egnethed i forhold til kunden. På baggrund af dette vurderer pengeinstituttet kundens kendskab og erfaring på det relevante investeringsområde.

Oplysningerne danner grundlag for, at pengeinstituttet kan vurdere, i hvilket omfang den pågældende kunde har behov for rådgivning. Pengeinstituttet vurderer således, om den leverede tjenesteydelse lever op til kundens behov herfor, både i art og omfang.⁹⁰ Omfanget af oplysninger, der skal indhentes i forbindelse med rådgivning, afhænger af produktets kompleksitet og de medfølgende risici.

Kravet om egnethedsvurdering gælder alene, jf. § 16, stk. 2⁹¹, når der foretages personlige anbefalinger til kunden i form af investeringsrådgivning og porteføljepleje.

Der er ifølge bekendtgørelsens § 16, stk. 4, forbud mod, at pengeinstitutterne udøver investeringsrådgivning og porteføljepleje, hvis pengeinstituttet ikke har modtaget fyldestgørende oplysninger fra kunden. Her kan pengeinstituttet alternativt vælge at anbefale et ikke-komplekst produkt, hvilket ikke kræver samme omfang af oplysninger. Ikke-komplekse produkter er produkter som aktier, obligationer og lignende værdipapirer. Komplekse produkter er optioner, swaps, futures og andre derivatkontrakter.

⁹⁰ Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel - BEK nr. 964 af 30/09/2009, kapitel 6.

⁹¹ Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel - BEK nr. 964 af 30/09/2009, kapitel 6.

Eksempelvis kan en kunde efterspørge et komplekst produkt, men tilbageholde informationer, hvorfor pengeinstituttet ikke må rådgive kunden. Det vil sige, at hvis pengeinstituttet ikke har mulighed for at indhente tilstrækkelig information til at udfylde egnedstesten, må pengeinstituttet ikke foretage investeringsrådgivning af denne kunde.⁹²

Hvis pengeinstituttet besidder tilstrækkelig viden til i samarbejde med kunden at kunne udfylde egnedstesten, skal pengeinstituttet derefter udføre rådgivningen, hvis kunden ønsker det. Pengeinstituttet skal udføre investeringsrådgivning, der tilgodeser kundens interesser og giver kunden tilstrækkeligt beslutningsgrundlag, inden investeringen foretages. Investeringsrådgivningen skal være relevant, retvisende og fyldestgørende.⁹³

3.4.6 Hensigtsmæssighedstest

Hensigtsmæssighedstestens overordnede formål er at vurdere, hvorvidt et bestemt finansielt produkt er hensigtsmæssigt for kunden. Altså en vurdering af, hvorvidt produktet passer til kunden ud fra en række forudsætninger, der beskrives i dette afsnit.

For kort at skitsere forskellen på en egnedstest og en hensigtsmæssighedstest er forskellen, at en egnedstest anvendes, hvor en detailkunde ønsker investeringsrådgivning. Derfor er pengeinstituttet forpligtet til at indhente oplysninger om kundens formål, finansielle stilling og erfaring med de produkter, der skal rådgives om. En hensigtsmæssighedstest derimod anvendes i de situationer, hvor en detailkunde ikke ønsker investeringsrådgivning, men ønsker at handle med et komplekst finansielt produkt, såsom en rente eller valuta swap. Her er pengeinstituttet forpligtet til at indhente oplysninger om kundens kendskab til og erfaring med det pågældende produkt, og på baggrund af dette vurdere om produktet er hensigtsmæssigt for kunden.

Det gælder således, at hvis kunden ikke ønsker investeringsrådgivning eller porteføljepleje, jf. ovenfor gennemgået, er pengeinstituttet ifølge investorbeskyttelsesbekendtgørelsen § 17⁹⁴ alene forpligtet til at vurdere, om det pågældende produkt er hensigtsmæssigt for kunden, trods produktets kompleksitet.

⁹² Vejledning til bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel – VEJ nr. 87 af 15/10/2009, § 16.

⁹³ Vejledning til bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel – VEJ nr. 87 af 15/10/2009 § 16.

⁹⁴ Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel - BEK nr. 964 af 30/09/2009.

Hensigtsmæssighedstesten er således en mellemting mellem den allerede gennemgåede egnethedstest og execution only-handler, som vil blive gennemgået nedenfor.

Hensigtsmæssighedstesten gælder alene for detailkunder. Professionelle kunder, der ikke ønsker investeringsrådgivning og porteføljepleje, vurderes at have tilstrækkelig kendskab og erfaring til handel med både komplekse og ikke komplekse produkter, hvorfor banken udfører ordren på kundens anmodning. I det resterende af dette afsnit henvises der til detailkunde ved benævnelsen kunde.

Kunden skal jf. § 17, stk. 1,⁹⁵ alene testes for kendskab og erfaring på det relevante investeringsområde. Omfanget af oplysninger, som pengeinstituttet indhenter om kunden, relaterer til kompleksiteten og risikoen ved det pågældende produkt. Hensigtsmæssighedstesten anvendes således, når der ikke ønskes investeringsrådgivning, og når der efterspørges et komplekst produkt.

Hensigtsmæssighedstesten udføres kun første gang, kunden handler med et produkt. Det vil sige, at næste gang kunden efterspørger samme type produkt, udføres testen ikke. Kunden forventes dermed, på baggrund af den første handel at have kendskab, erfaring og forståelse for de tilhørende risici.⁹⁶

Disse bestemmelser indeholder på lige fod med § 16 ikke et handelsforbud. Hvis pengeinstituttet ikke finder produktet hensigtsmæssigt for kunden, i forhold til kendskab og erfaring, skal pengeinstituttet udtrykkeligt gøre kunden opmærksom herpå. Kunden kan dog stadig kræve pengeinstituttets gennemførelse af ordren, selvom pengeinstituttet fraråder dette.⁹⁷

Pengeinstituttet kan i et standarddokument henlede samtlige detailkunders opmærksomhed på, at komplekse produkter ikke er velegnede til kunderne. Det vil sige, at kunden ikke behøver at modtage denne information i forbindelse med personlig rådgivning. Det er efter min vurdering uhensigtsmæssigt, at pengeinstitutterne alene er forpligtet til at udsende et standarddokument til deres kunder og ikke behøver at gøre dem opmærksomme på dette forhold i forbindelse med rådgivning.

⁹⁵ Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel - BEK nr. 964 af 30/09/2009.

⁹⁶ Vejledning til bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel – VEJ nr. 87 af 15/10/2009 § 17.

⁹⁷ Vejledning til bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel – VEJ nr. 87 af 15/10/2009 § 17.

Denne holdning tilsluttes af compliancechef Kristina D. Løye fra Basis Bank. Hun udtaler, at det til kunderne udsendte materiale omkring MiFID-direktivet var meget omfattende og komplekst på trods af Basis Banks forsøg på at gøre materialet kundenvenligt. Hun mener generelt ikke, at kunderne læser materiale modtaget fra deres pengeinstitut, og at det må være svært for kunderne at gennemskue MiFID og dermed vurdere, om de har fået en korrekt behandling.⁹⁸

Oplysninger til brug for egnethedstesten og hensigtsmæssighedstesten skal ifølge investeringsbeskyttelsesbekendtgørelsen vedrøre følgende af kundens forhold:⁹⁹

- Hvilke typer tjenesteydelser, transaktioner og finansielle instrumenter kunden er bekendt med.
- Arten, omfanget, hyppigheden samt i hvilken periode kunden har gennemført transaktioner.
- Kundens uddannelsesniveau, beskæftigelse samt tidligere beskæftigelse.

Det er muligt for pengeinstitutterne at anvende nogle af de oplysninger, som de tidligere har indsamlet, i forbindelse med oprettelse af kunden. Disse oplysninger kan anvendes, med mindre pengeinstituttet ved eller burde vide, at oplysningerne ikke er korrekte, fuldstændige eller aktuelle. Herudover skal kunden, hvis pengeinstituttet finder det relevant i forhold til det pågældende produkt, oplyse om forventninger til investeringshorisont, risikovillighed og investeringsformål m.m.

De krav, der stilles til pengeinstitutterne i forbindelse med MiFID i situationer, hvor en detailkunde ønsker investeringsrådgivning og porteføljepleje, samt de krav der stilles, hvis en detailkunde handler med komplekse finansielle instrumenter og ikke ønsker investeringsrådgivning, er nu behandlet.

Er der i stedet tale om et ikke-komplekst produkt, kan pengeinstituttet eller kunden vælge at behandle investeringen efter investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 19. Ifølge denne paragraf agerer pengeinstituttet alene udførende organ, hvorfor rådgivning og vurdering om egnethed og hensigtsmæssighed helt kan undlades, jf. nedenstående afsnit.

⁹⁸ Referat af interview med compliancechef i Basis Bank, Kristina D. Løye, jf. bilag E.

⁹⁹ Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel - BEK nr. 964 af 30/09/2009, § 18.

Ifølge investeringschef Michael Ølgaard fra Sydbank kan problemet her være, at rådgiveren allerede har været i dialog med kunden og talt om, hvilke produkter der kan være en god idé for kunden.¹⁰⁰ Her må handlen ikke udføres som execution only, selvom kunden ønsker det, men der skal indhentes oplysninger til brug for hensigtsmæssighedstesten, inden handlen udføres.

3.4.7 Execution only

Execution only er handler, hvor pengeinstituttet alene modtager ordre fra kunden om køb af et bestemt produkt uden rådgivning. Pengeinstituttet kan således, ifølge investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 19, ved Execution only-handler undlade at opfylde de ovenfor beskrevne betingelser i §§ 16-18. For at handlen kan indgå under § 19 bestemmelserne kræver det, at følgende fire betingelser er opfyldt:¹⁰¹

➤ **Tjenesteydelserne skal vedrøre ikke-komplekse produkter**

I § 19, stk. 1, er en række produkter oplistet, der alle vedrører ikke-komplekse finansielle produkter.

➤ **Kundens initiativ**

Det skal være kunden, der tager initiativet til handlen.

➤ **Kunden skal underrettes**

Kunden skal informeres om, at der ikke indgår investeringsrådgivning, hvorfor pengeinstituttet ikke har pligt til at vurdere, om produktet kan anbefales til kunden. Informationen til kunden kan ske i et standarddokument.

➤ **Pengeinstituttet opfylder betingelserne**

Pengeinstituttet skal opfylder betingelserne om interessekonflikter, jf. FIL § 72, stk. 2, og BEK nr. 428 af 09/05/2007.¹⁰² Dette betyder, at pengeinstituttet fastsætter forretningsgange og procedurer om interessekonflikter og beskyttelse af kundeaktiver. Dette gennemgås yderligere i det efterfølgende kapitel.

¹⁰⁰ Referat af interview med investeringschef i Sydbank Michael Ølgaard, jf. bilag A.

¹⁰¹ Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel, kapitel 6. - BEK nr. 964 af 30/09/2009.

¹⁰² Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007

Produkter som optioner, swaps, futures og andre derivatkontrakter kan ikke handles som execution only, idet de anses for at være komplekse finansielle instrumenter. En detailkunde skal derfor som minimum udfylde en hensigtsmæssighedstest for at handle med disse produkter.

Execution only kan i praksis handles via netbank, ved personlig henvendelse fra kunden til pengeinstituttet eller via telefonen. Jens Ringbæk, statsautoriseret revisor og partner i Deloitte, forventer i fremtiden, at dette er et område, der vil blive reguleret yderligere.¹⁰³ Både for at mindske risikoen for tastefejl, hvor en kunde køber 200 aktier i stedet for 20, men samtidig også som en sikkerhedsforanstaltning for at kontrollere, om kunderne er sikre på, at de ønsker den pågældende investering. Kristina D. Løye er enig med Jens Ringbæk om, at der i fremtiden bliver yderligere regulering på Execution only-området: hun mener, at det er et fokusområde hos Finanstilsynet.

3.5 Sammenfatning

Ifølge MiFID-direktivet skal pengeinstitutter inddele deres kundeportefølje i tre kategorier: Godkendte modparter, professionelle kunder og detailkunder.

Inddelingen afhænger af en række tidligere beskrevne faktorer. Som udgangspunkt er alle privatkunder detailkunder, og pengeinstitutter i samhandel er godkendte modparter. Herimellem ligger de professionelle kunder, som skal opfylde førnævnte betingelser.

Detailkunder opnår fuld beskyttelse efter investorbekendtgørelsen. Godkendte modparter har som udgangspunkt ingen beskyttelse, og de professionelle kunder har delvis beskyttelse.

Der er mulighed for omklassificering af kunderne mod enten en bedre eller ringere beskyttelse. Det står altid pengeinstituttet frit for at omklassificere mod bedre beskyttelse. Hvis en kunde skal flytte kategori mod en lavere grad af beskyttelse, er der specifikke krav hertil. Af disse krav er det mest essentielle, at omklassificeringen sker på baggrund af kundens anmodning.

Herefter til- og fravælger kunden diverse tjenesteydelser. Ønsker kunden investeringsrådgivning eller porteføljepleje, skal detailkunder og professionelle kunder gennemføre en egnethedstest. Denne test klarlægger kundens formål og erfaring med investeringen, samt kundens nuværende finansielle stilling.

¹⁰³ Referat af interview med statsautoriseret revisor og partner i Deloitte Jens Ringbæk, jf. bilag D

Egnedstesten benyttes til vurdering af, hvorvidt kunden kan anbefales den pågældende investering. Er der tale om en professionel kunde, skal egnedstesten ligeledes gennemgås blot for at klarlægge formålet med investeringen.

Hensigtsmæssighedstesten anvendes i de tilfælde, hvor detailkunden ikke ønsker rådgivning, og der er tale om komplekse finansielle produkter. Formålet med hensigtsmæssighedstesten er, at pengeinstituttet kan vurdere, om investeringen er hensigtsmæssig for kunden. Med dette menes, at investeringen er hensigtsmæssig for kunden, hvis kunden har det fornødne kendskab og erfaring i forbindelse med den pågældende transaktion.

Som hovedregel kan kunder nøjes med at tage hensigtsmæssighedstesten første gang, de investerer i komplekse produkter. Næste gang kan pengeinstituttet, på baggrund af tidligere udfyldt hensigtsmæssighedstest, vurdere kundens kendskab og erfaring. Regler om hensigtsmæssighedstest gælder alene detailkunder.

Execution only er handler med ikke-komplekse produkter, hvor kunden anmoder pengeinstituttet om udførelse af ordren. Ved execution only gøres kunden opmærksom på, at de fraskriver sig beskyttelsen i forhold til investorbeskyttelsesbekendtgørelsens §§ 16 og 17.

”Kend din kunde”-princippet omhandler således overordnet set bestemmelse af tjenesteydelse og beskyttelsesniveau ud fra kundekategorien. I kapitel 4 bevæger vi os nu til de organisatoriske krav.

Kapitel 4 MiFID – Organisatoriske krav

I dette kapitel behandles pengeinstituttets pligter i forbindelse med organisatoriske krav, beskyttelse af kundeaktiver samt forebyggelse og identifikation af interessekonflikter. Denne del af MiFID reguleres i bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler¹⁰⁴, herefter benævnt bekendtgørelse om organisatoriske krav. Af MiFID-direktivets præambel er der i kapitel 3 udvalgt de for denne afhandlings problemformulering centrale betragtninger. Betragtning 26 og 27, der er citeret ovenfor, omhandler henholdsvis beskyttelse af kundeaktiver og interessekonflikter. De vurderes sammen med det ovenfor gennemgåede ”Kend din kunde”-princip at være en central del af de retspolitiske hensyn bag MiFID-direktivet. Bekendtgørelse om organisatoriske krav er således en af de bekendtgørelser, der implementerer MiFID-direktivet. Bekendtgørelsen trådte i kraft den 9. maj 2007. Den er inddelt i fem områder:

- Organisatoriske krav
- Outsourcing
- Beskyttelse af kundeaktiver
- Interessekonflikter
- Investeringsanalyser.

Bekendtgørelse om organisatoriske krav finder ifølge § 1¹⁰⁵ anvendelse på værdipapirhandlere, herunder pengeinstitutter. Af de fem nævnte områder er det alene organisatoriske krav, beskyttelse af kundeaktiver og interessekonflikter, der bliver behandlet i det efterfølgende. Dette begrundes i, at disse procedureorienterede regler vurderes at give investorerne en øget beskyttelse. Øget investorbeskyttelse i relation til ”Kend din kunde”-princippet og de organisatoriske krav vurderes overordnet set at være det altoverskyggende retspolitiske hensyn, der danner baggrund for MiFID-direktivet og som er grundstenen i denne afhandling.

¹⁰⁴ Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007.

¹⁰⁵ Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007.

4.1 Organisatoriske krav

Ifølge bekendtgørelse om organisatoriske krav § 3 skal pengeinstitutter have klart definerede rapporteringsveje. Beskrivelse af rapporteringsvejene sikrer, at pengeinstituttet har en effektiv intern rapportering. Med en effektiv intern rapportering sikres formidling af information til rette vedkommende på alle niveauer. Pengeinstituttets forskellige funktioner og de dertil hørende ansvarsområder fordeles til ansvarlige medarbejdere. Denne fordeling skal dokumenteres. Pengeinstituttet er derudover pligtig til at videreformidle ansvarsfordelingen ud i organisationen, således at de ansvarlige personer er bekendt med deres ansvar.

Passende interne kontrolprocedurer implementeres i pengeinstituttet for at sikre, at alle fastlagte procedurer overholdes. Det er ikke tilstrækkeligt, at ansvarlige medarbejdere er bekendt med, at de besidder ansvaret for en bestemt funktion. Pengeinstituttet skal ligeledes sikre, at den ansvarlige medarbejder besidder de nødvendige færdigheder og kompetencer inden for området. Yderligere har pengeinstituttet procedurer, forretningsgange og systemer til beskyttelse af oplysninger, således at sikkerhed og fortrolighed opretholdes. Pengeinstituttet skal sikre en stabil drift, og med jævne mellemrum udarbejde en vurdering af, hvorvidt systemer, interne kontroller og sikkerhedsprocedurer er effektive og velfungerende.¹⁰⁶

Bekendtgørelse om organisatoriske krav § 3 er en eksplicitering af FIL § 71, stk. 1, hvor tilsvarende regler gør sig gældende. FIL § 71 er mere generel for pengeinstituttet, hvor § 3 i bekendtgørelsen stiller specifikke krav til investorbekendtgørelsesområdet. § 3 kræver dermed, at betingelserne i FIL § 71 ligeledes gør sig gældende.¹⁰⁷

Pengeinstituttet fastsætter ifølge bekendtgørelse om organisatoriske krav § 4 procedurer, der har til formål at opdage og minimere risici for, at pengeinstituttet ikke overholder sine forpligtelser. Procedurerne fastsættes for det enkelte pengeinstitut under hensyntagen til arten, omfanget og sammensætningen af pengeinstituttet. Oprettelse af en compliancefunktion er ifølge bekendtgørelsen et krav i pengeinstituttet.¹⁰⁸ Compliancefunktionens ansvarsområde gennemgås i næste kapitel.

¹⁰⁶ Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007 § 14.

¹⁰⁷ Lov om Finansiell virksomhed – LBK nr. 1125 af 23/09/2010 § 71.

¹⁰⁸ Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007 § 4.

Som en del af de organisatoriske krav skal pengeinstituttet fastsætte procedurer og regler om risikostyring. Formålet med disse procedurer og regler er at sikre pengeinstituttets løbende vurdering af, hvilke risici der er forbundet med pengeinstituttets aktiviteter, processer og systemer. Der skal fastsættes et acceptabelt risikoniveau. Dette gøres hensigtsmæssigt i forhold til det pågældende pengeinstitut. De fastlagte regler og procedurer kontrolleres, hvorved overholdelse sikres. Der foretages løbende vurdering af, om der er mangler i risikostyringsprocedurerne. Hvis mangler identificeres, skal de omgående afhjælpes.

Vurderes det hensigtsmæssigt, på baggrund af pengeinstituttets art, omfang og sammensætning af aktiviteter, at oprette en funktion til varetagelse af risikostyringen, skal denne funktion oprettes. Risikostyringsfunktionen fungerer uafhængigt af pengeinstituttet på lige fod med compliancefunktionen.

Risikostyringsfunktion påser pengeinstituttets overholdelse af fastsatte regler og procedurer, samt rapporterer og rådgiver ledelsen.¹⁰⁹

I bekendtgørelse om organisatoriske krav § 6 er det et krav, at pengeinstituttets ledelse mindst én gang årligt modtager skriftlig rapportering fra både compliancefunktionen og risikostyringsfunktionen. I denne rapport angives, hvorvidt der er truffet passende og tilstrækkelige foranstaltninger for at kunne identificere og afhjælpe eventuelle mangler på begge områder.

Bekendtgørelsens § 7 omhandler interessekonflikter. Pengeinstituttet har pligt til at sørge for, at personer, der er involveret i aktiviteter, der kan føre til interessekonflikter, eller personer, der har adgang til intern viden, ikke må foretage personlige transaktioner, som er i strid med reglerne i VHL, FIL, MiFID¹¹⁰. Eksempelvis kan dette være transaktioner, der indebærer misbrug, der er forbud imod eller der strider imod pengeinstituttets forpligtelser. Herudover må personer, der er involveret i aktiviteter, der kan føre til interessekonflikter, ikke rådgive omkring transaktioner eller videregive deres viden og synspunkter til andre. Interessekonflikter behandles dybere i et efterfølgende afsnit.

¹⁰⁹ Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007 § 5.

¹¹⁰ Lov om værdipapirhandel, Lov om finansiel virksomhed og MiFID direktivet.

4.2 Beskyttelse af kundeaktiver

Bekendtgørelse om organisatoriske krav påkræver, at pengeinstituttet beskytter kundernes ejendomsret til deres aktiver. I den forbindelse skal pengeinstituttet ifølge § 11 føre et register, der sikrer, at pengeinstituttet altid kan skelne imellem pengeinstituttets egen beholdning af aktiver, kundens portefølje samt andre kunders porteføljer. Ydermere foretager pengeinstituttet regelmæssigt afstemninger imellem egne registre og den tredjemand, der opbevarer de pågældende aktiver. Pengeinstituttet sikrer, at det har passende organisatoriske ordninger, der begrænser risikoen for forringelse af kundernes aktiver.¹¹¹

Pengeinstituttet skal jf. § 14 have modtaget og bekræftet samtykke fra kunden, for at pengeinstituttet må foretage værdipapirfinansieringstransaktioner med finansielle instrumenter, som pengeinstituttet opbevarer på kundens vegne. Hvis de finansielle instrumenter i stedet opbevares hos en tredjemand i et samledepot, skal pengeinstituttet sikre sig, at enten hver enkelt kunde i samledepotet har givet samtykke, eller at pengeinstituttet har systemer og kontroller, der sikrer, at det kun er de finansielle instrumenter, der vedrører præcis de kunder, der har givet samtykke, som anvendes til at foretage værdipapirfinansieringstransaktioner.¹¹²

Beskyttelse af kundeaktiver er et område, hvorpå der afgives særskilt revisorerklæring. Erklæring afgives fra pengeinstituttets eksterne revisor til Finanstilsynet. Det er pengeinstituttets pligt at sikre, at ekstern revision som minimum afgiver erklæring på § 11-14 om beskyttelse af kundeaktiver en gang om året.¹¹³

Dette giver ifølge Jens Ringbæk fra Deloitte anledning til en politisk diskussion. Jens Ringbæk mener, at dette ikke burde være en opgave for ekstern revision, da den ikke vedrører årsrapporten. Han mener, at opgaven burde ligge hos Finanstilsynet eller alternativt hos intern revision i de tilfælde, hvor den interne revision fungerer som operationel revision.¹¹⁴

¹¹¹ Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007 § 11.

¹¹² Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007 § 14.

¹¹³ Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007 § 15.

¹¹⁴ Referat af interview med statsautoriseret revisor og partner i Deloitte Jens Ringbæk, jf. bilag D.

Claus Okholm, intern revisionschef hos Nykredit, har derimod den holdning, at det er en opgave Finanstilsynet har outsourcet til ekstern revisor, og at det ud fra en samfundsøkonomisk betragtning ville være dyrere, hvis opgaven lå hos Finanstilsynet. Han vurderer derfor, at det er en fornuftig beslutning at lade ekstern revision udarbejde denne erklæring.¹¹⁵ Det har desværre ikke været muligt at få Finanstilsynets holdning hertil.¹¹⁶

Denne politiske diskussion vil altid ses med forskellige perspektiver afhængig af, hvilken funktion der udtaler sig. Begge ovennævnte holdninger kan tiltrædes, men ud fra et samfundsøkonomisk perspektiv vurderes det at være for omkostningsfuldt, at Finanstilsynet varetager denne opgave i samtlige pengeinstitutter en gang årligt, hvorfor der kan argumenteres for, at den eksterne revision alligevel er i virksomheden ved årsskiftet og kan udarbejde erklæringen i forbindelse hermed.

Overordnet set vurderes det hensigtsmæssigt, at der i det hele taget udarbejdes en erklæring for at sikre, at pengeinstitutter altid kan skelne imellem egen beholdning og kundernes porteføljer. Holdes disse beholdninger ikke adskilt, kan interessekonflikter opstå. Dette leder os naturligt videre til næste afsnit om interessekonflikter.

4.3 Interessekonflikter

Interessekonflikter er et interessant emne, da det næsten er umuligt helt at undgå, at interessekonflikter opstår. Det er derfor yderst centralt, at der holdes fokus herpå og at der sættes ind for at undgå at mulige interessekonflikter skader pengeinstituttets kunder.

Helt overordnet kan to faktorer skabe interessekonflikter. For det første kan der opstå interessekonflikter, hvis kundernes aktiver ikke holdes adskilt fra pengeinstituttets aktiver, hvorved der kan opstå tvivlstilfælde ved opgørelse af tab eller avance. Adskillelse af kundeaktiver er behandlet ovenfor.

For det andet kan der opstå interessekonflikter, hvis pengeinstituttet ikke lever op til kravene om uafhængig rådgivning. Som før nævnt bør rådgivningen være uafhængig, men det er den sjældent 100 %. Rådgiveren kan have bonusordninger, der giver ham et incitament til at sælge bestemte produkter, og derudover er han ansat i pengeinstituttet, der pr. definition har modsatrettede interesser i forhold til kunden, på områder som rente, gebyr ol.

¹¹⁵ Referat af interview med intern revisionschef i Nykredit Claus Okholm, jf. bilag B

¹¹⁶ Finanstilsynet havde ikke ressourcer til at være behjælpelig med at svare på spørgsmål til denne afhandling.

Pengeinstituttet ønsker at drive deres forretning og tjene penge på kunderne. Kunderne ønsker at låne penge billigst muligt og samtidig have højst muligt afkast på investeringer og indlånskonti. Dette giver selvsagt nogle udfordringer, når kunden skal stole på sin rådgiver i forbindelse med køb af finansielle produkter. Hvis helt uafhængig rådgivning ønskes i forbindelse med investering, lånefinansiering og lignende, kan en uvildig rådgiver alternativt anvendes. Der findes virksomheder, der alene praktiserer uvildig rådgivning og ikke er tilknyttet et bestemt pengeinstitut. Her kan udfordringen dog være, at de uvildige rådgivere i mange tilfælde alligevel modtager provision fra pengeinstitutterne for at rådgive om bestemte produkter. At finde en rådgiver der er 100 % uafhængig og derfor rådgiver kunden alene ud fra kundens interesser, kan efter min vurdering være svært. Dermed ikke sagt at det ikke kan lade sig gøre, det skal bare undersøges i hvilket omfang, den pågældende rådgiver modtager provision fra pengeinstitutterne. Da de fleste mennesker ikke anvender uvildige rådgivere, men i stedet den rådgiver de er tilknyttet i pengeinstituttet, er det derfor yderst centralt, at rådgiverne i pengeinstituttet som udgangspunkt er uafhængige.

Som følge af bekendtgørelse om organisatoriske krav § 16 skal pengeinstituttet have fastlagt skriftlige dokumenterede politikker, forretningsgange og procedurer vedrørende interessekonflikter. Ifølge § 16, stk. 4, skal den fastsatte politik kunne identificere mulige interessekonflikter. Herudover skal den kunne håndtere konflikter, hvis de opstår.¹¹⁷ Dette stiller krav om at pengeinstituttet gør en aktiv indsats for at identificere og forebygge interessekonflikter. Bekendtgørelsens § 16 kan sammenlignes med FIL § 71 og FIL § 72, idet disse paragraffer regulerer samme område. Der er ikke meget forskel på MiFID-reglerne om interessekonflikter og bestemmelserne i FIL § 71 og 72.¹¹⁸

Ifølge FIL § 71, stk. 7, skal pengeinstitutter have forretningsgange og procedurer, der kan håndtere og forebygge interessekonflikter. Herudover skal pengeinstituttet jf. FIL § 72 stk. 2 kunne påvise og begrænse interessekonflikter, der kan skade kundernes interesse, samt sørge for at informere kunden om en pågældende interessekonflikts indhold inden, aftale med kunden indgås.¹¹⁹ MiFID-reglerne er en eksplicitering heraf. MiFID-direktivet stiller ligeledes skarpt på pengeinstitutternes uafhængige rådgivning, hvor det af § 16, stk. 5, kan ses, at Finanstilsynet kan kræve, at pengeinstituttet fastsætter alternative og supplerende foranstaltninger for at opretholde uafhængigheden.

¹¹⁷ Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007 § 16.

¹¹⁸ Lov om Finansiell virksomhed – LBK nr. 1125 af 23/09/2010.

¹¹⁹ Lov om Finansiell virksomhed – LBK nr. 1125 af 23/09/2010.

Det er ifølge MiFID påkrævet, at pengeinstituttet fører et register over de interessekonflikter, som allerede er opstået, eller hvor der er risiko herfor.¹²⁰ At pengeinstituttet skal føre et register over mulige interessekonflikter er nyt. Dette mener Kristina D. Løye har medført en større beskyttelse af kunderne,¹²¹ hvilket kan tilsluttes. At føre et register eller en fortegnelse, som det står skrevet i § 16, stk. 7,¹²² giver øget fokus på interessekonflikter og en mulighed for, at pengeinstituttet kan være på forkant med nye interessekonflikter i forbindelse med løbende at opdatere dette register. Dette vurderes alt andet lige at øge beskyttelsen af kunderne på interessekonfliktområdet.

Hvis pengeinstituttet ikke overholder bestemmelserne i bekendtgørelse om organisatoriske krav straffes det med bøde, jf. § 19.¹²³ Herudover kan pengeinstituttet jf. § 20¹²⁴ straffes efter straffelovens kapitel 5. I straffelovens kapitel 5¹²⁵ fremgår det ligeledes, at pengeinstituttet kan straffes med bøde.

Det kan i forbindelse hermed undre, at interessekonflikter og bekendtgørelsens § 16 om at føre et register over mulighed og identificerede interessekonflikter ikke er et område, hvorpå der afgives revisorerklæring. Revisor afgiver jf. ovenfor erklæring om beskyttelse af kundeaktiver og gennemgår compliancefunktionens rapportering. I forhold til at der er risiko for, at interessekonflikter mellem pengeinstitutter og deres kunder kan skade kunderne, vurderes det uhensigtsmæssigt, at der ikke stilles krav om revisorerklæring herpå. I relation til det retspolitiske hensyn om at beskytte investorerne bedre vurderes det, at der med fordel kunne indføres revisorerklæring på interessekonfliktområdet.

På Finanstilsynets hjemmeside kan det ses, at Finanstilsynet har en række spørgeskemaer, som pengeinstituttet skal udfylde i forbindelse med tilsynets undersøgelser. Kristian Vie Madsen fra Finanstilsynet fortæller, at pengeinstitutterne udvælges stikprøvevist og får tilsendt skemaerne, hvorefter skemaerne kontrolleres af Finanstilsynet. Alle pengeinstitutter skal som minimum have udfyldt skemaerne hvert 4-6 år, eller oftere hvis Finanstilsynet vurderer behov herfor.¹²⁶

¹²⁰ Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007, § 16.

¹²¹ Referat af interview med Compliancechef i Basis Bank, Kristina D. Løye jf. bilag E.

¹²² Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007, § 16.

¹²³ Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007.

¹²⁴ Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007.

¹²⁵ Bekendtgørelse af straffeloven – LBK nr. 1235 af 26/10/2010.

¹²⁶ Telefonsamtale med underdirektør Kristian Vie Madsen fra Finanstilsynet.

I Finanstilsynets skema ved navn ”værdipapirhandlere statusskema PI14,”¹²⁷ undersøges, hvorvidt pengeinstituttet har identificeret mulige interessekonflikter, og hvorvidt det fører en fortegnelse herover. Umiddelbart vurderes det ikke tilstrækkeligt for at imødegå den risiko, der er forbundet med interessekonflikter, at der hver 4-6 år udfyldes skema herom. Det er derfor anbefalelsesværdigt, at pengeinstitutternes på interessekonfliktområdet undersøges oftere, og ligeledes anbefalelsesværdigt, at der kræves særskilt revisorerklæring herom.

Interessekonflikter mellem et pengeinstituts rådgiver og kunden vurderes ikke løst med MiFID-bestemmelserne. Min vurdering er, at der er kommet mere fokus herpå, hvilket er et skridt i den rigtige retning. Pengeinstitutterne bliver tvunget til at tage stilling til, hvilke mulige interessekonflikter der kan opstå, samt oprette passende foranstaltninger til at forebygge disse. Det vurderes dog, at så længe pengeinstituttets rådgiver og kunden har modsatrettede hensyn, vil der kunne opstå interessekonflikter, der kan skade kunden. For at undgå dette skal rådgiverne på ingen måde have incitamenter til at vildlede kunderne. Hermed menes, at rådgiveren ikke skal anse sig selv som sælger med bonusaftaler og præferencer for at sælge bestemte produkter. Det giver sig selv, at det hænger sådan sammen, at modtager kunden den ”gratis” rådgivning, der er i pengeinstituttet, må kunden forvente at pengeinstituttet tjener rådgiverens løn hjem på gebyrer, renter og aftaler, der er gunstige for pengeinstituttet. Derfor skal der yderligere tiltag til for at sikre en fuldstændig uafhængig rådgivning af privatkunder. Dette kunne som før nævnt eksempelvis være i form af en lov specifikt om uafhængig rådgivning, flere undersøgelser fra Finanstilsynet, samt revisorerklæring på, at uafhængig rådgivning og procedurer i relation til interessekonflikter er overholdt.

¹²⁷ http://finansstilsynet.dk/Indberetning/Andre/Statusskemaer-Pengeinstitutter.aspx?sc_lang=da

4.4 Sammenfatning

Bekendtgørelse om organisatoriske krav er en af de bekendtgørelser, der implementerer MiFID-direktivet i dansk ret. Bekendtgørelsen stiller krav om, at pengeinstituttet har klare definerede rapporteringsveje, fordelt ansvaret til rette medarbejdere, og effektive interne kontroller, der sikrer overholdelse af procedurer og forretningsgange. Bekendtgørelsen stiller yderligere krav om, at pengeinstituttet opretter en compliancefunktion og risikostyringsfunktion, der opererer uafhængigt af pengeinstituttet, og rapporterer til ledelsen mindst en gang årligt.

Herudover regulerer bekendtgørelsen interessekonflikter mellem pengeinstitutter og deres kunder. Det er i denne forbindelse påkrævet, at pengeinstituttet beskytter kundernes ejendomsret til deres aktiver og sikrer, at kundernes aktiver holdes adskilt fra pengeinstituttets egen beholdning. Ifølge bekendtgørelsen skal pengeinstituttets eksterne revisor udarbejde en årlig erklæring om, hvorvidt betingelserne i §§ 11-14 om beskyttelse af kundeaktiver er overholdt. Denne erklæring indsendes til Finanstilsynet i forbindelse med årsrapporten. Se yderligere herom i næste kapitel.

I forbindelse med interessekonflikter stiller bekendtgørelsen krav om, at pengeinstituttet fastlægger skriftlige politikker, forretningsgange og procedurer, der kan identificere, forebygge og håndtere interessekonflikter. Til dette formål skal pengeinstituttet oprette et register, hvor identificerede og mulige interessekonflikter registreres. Pengeinstituttet skal derudover sikre uafhængig rådgivning, således at kundens interesser altid er i fokus. Overholder pengeinstituttet ikke bestemmelserne i bekendtgørelse om organisatoriske krav, kan pengeinstituttet straffes via offentligretlig sanktion i form af bøde. Det undrer, at interessekonflikter ikke er et område, hvorpå der afgives særskilt revisorerklæring. Finanstilsynet har periodevise undersøgelser af pengeinstitutternes interessekonflikter i relation til § 16, men disse undersøgelser sker kun hvert 4-6 år pr. institut. Det vurderes anbefalelsesværdigt, at Finanstilsynets undersøgelser intensiveres, og at ekstern revisor ligeledes afgiver erklæring om interessekonflikter og bekendtgørelsens § 16. Den nuværende løsning efter MiFID-direktivets implementering vurderes ikke at være en komplet løsning på problemet om interessekonflikter i forbindelse med rådgivning, men et godt skridt på vejen.

Kapitel 5. MiFID – Ansvar og sanktioner

5.1 Indledning

I ovenstående kapitler er ”Kend din kunde”-princippet og organisatoriske krav i forbindelse med MiFID behandlet. Dette kapitel har til formål at gennemgå, hvor ansvaret for MiFID-direktivets overholdelse er placeret. Kapitlet er centralt i forbindelse med MiFID, og hvorvidt investorerne er blevet bedre beskyttet, idet det er relevant at vide, hvor ansvaret skal placeres, hvis direktivet ikke overholdes.

I det danske retssystem skelnes mellem offentligretlige sanktioner og privatretlige sanktioner. I EU-ret sondres der derimod ikke mellem offentlig ret og privat ret, hvorfor EU-retten går ind under offentlig ret. Når sanktioner i forbindelse med et EU-direktiv, som MiFID-direktivet, alligevel kan have privatretlig karakter skyldes det, at MiFID-direktivet er implementeret i dansk ret via love og bekendtgørelser. Overtrædelse af offentligretlige regler fører til sanktioner i form af bøder, påbud, forbud, straf eller erstatning. Eksempler på offentlig ret er forvaltningsret, strafferet m.m.¹²⁸ Offentligretlige sager er sager, hvor en virksomhed ikke har overholdt gældende lovgivning såsom lov om finansiel virksomhed. Dvs. sager mellem pengeinstituttet og det offentlige.

Privatretlige/civilretlige sager er typisk sager, der føres mellem to privatpersoner eller en virksomhed og en privatperson, altså pengeinstituttet og deres kunder. Disse sager omhandler oftest et økonomisk mellemværende.¹²⁹ Privatretten omfatter således love og regler, der har til formål at beskytte private parter. Eksempler på privatretlig regulering er aftaleloven, erstatningsloven og købeloven.

Efter denne korte berøring af retssystemet, der alene har til formål kort at skitsere forskellen mellem offentligretlige sanktioner og privatretlige sanktioner, forsættes nu med en gennemgang af de ansvarlige parter i forbindelse med MiFID.

¹²⁸ Erhvervsjura, af Børge Dahl, handelshøjskolens forlag, 10 udgave 2008, kapitel 2

¹²⁹ Erhvervsjura, af Børge Dahl, handelshøjskolens forlag, 10 udgave 2008, kapitel 2.

Følgende funktioner har et ansvar i relation til MiFID-direktivet:

- Pengeinstitutts ledelse, herunder bestyrelse og direktion
- Compliancefunktionen
- Den interne revisor
- Den eksterne revisor.

Funktionerne er oplyst således, at uafhængighedsgraden stiger i takt med gennemgangen. Graden af uafhængighed i forhold til de respektive funktioner kan dog i nogle tilfælde diskuteres. Både direktionen og bestyrelsen er som udgangspunkt begge afhængige af virksomheden, og har derfor af ovenstående funktioner den højeste grad af afhængighed. Compliancefunktionen og den interne revision er i sit hverv ansat med direkte reference til bestyrelsen og bør i definitionen være uafhængig i forhold til pengeinstitutts daglige drift. Deres grad af uafhængighed kan dog diskuteres, idet de indgår i pengeinstitutts medarbejderstab, og dermed er lønnet af heraf. Compliance og intern revision vil derfor anses som værende delvist uafhængige.

Uafhængigheden hos den eksterne revisor er derimod indiskutabelt og en del af de gældende revisionsstandarder. Ekstern revisor skal ifølge RS 1¹³⁰ udarbejde politikker for sikring af konstant overholdelse af uafhængighed. Det må derfor formodes, qua det faktum at uafhængighed er en del af de gældende regler for ekstern revisor, at den eksterne revisors fuldstændige uafhængighed er opretholdt. Endvidere vil forhold, der indikerer, at uafhængigheden ikke er overholdt, kunne lede til erstatningsansvar, idet den eksterne revisor er underlagt et professionsansvar.

I nedenstående afsnit vil de enkelte funktioners ansvar i forbindelse med MiFID-direktivets kort behandles. Disse afsnit arbejder sig indefra og ud i takt med ovenfor nævnte uafhængighedsgrad.

¹³⁰ Revisionsstandard 1. "Revisorhåndbogen 2010" af forlaget Thomson Reuters side 621-640.

5.2. Pengeinstituttets ledelse

Pengeinstituttets ledelse kan deles op i bestyrelse og direktion. Bestyrelsen har ansvaret for pengeinstituttets overordnede og strategiske ledelse, hvorimod direktionen har ansvaret for den daglige ledelse af pengeinstituttet.

Der afgrænses i denne afhandling fra en gennemgang af bestemmelserne i den nye selskabslov¹³¹ og sammenligning heraf med bestemmelserne i FIL. Den nye selskabslov gør det blandt andet muligt at afskaffe bestyrelsen til fordel for et såkaldt tilsyn, hvis opgave er at holde tilsyn med, at direktionen varetager aktionærernes interesse. Set i forhold til problemstillingen om MiFID-direktivet og investorerne beskyttelse vurderes det ikke at være relevant at gå dybere heri.

Pengeinstituttets bestyrelse er ansvarlig for pengeinstituttets overholdelse af al retlig regulering af pengeinstitutter. Det er jf. FIL § 70¹³² bestyrelsens ansvar at udarbejde skriftlige retningslinjer for pengeinstituttets væsentligste aktivitetsområder for at klarlægge arbejdsfordelingen mellem bestyrelse og direktion. Bestyrelsen har det overordnede ansvar for, at MiFID-direktivet er overholdt, og direktionen har således det daglige ansvar for direktivets overholdelse ud fra de af bestyrelsen givne retningslinjer. Direktionen sikrer således gennem forretningsgange og procedurer, at lovgivningens krav bliver formidlet ud i organisationen, og at pengeinstituttet som helhed, og ned i mindste detalje lever op til alle ovenstående bestemmelser.

Bestyrelsen og direktionen er i forening ud fra ovenstående ansvarsfordeling ansvarlige for implementering af MiFID-direktivets regler senest 1. november 2007. Herunder inddeling af pengeinstituttets kundeportefølje i de tre nævnte kundekategorier, implementering af nye forretningsgange i forbindelse med rådgivning, samt brug af egnethedstest, hensigtsmæssighedstest og dokumentationen heraf.

Yderligere skal direktionen, i forbindelse med direktivets implementering, opdatere forretningsgange og procedurer i relation til beskyttelse af kundeaktiver og interessekonflikter, så de matcher kravene i MiFID, samt oprette register til registrering af potentielle interessekonflikter, således at disse kan imødegås på fornuftig vis. Det er bestyrelsens og direktionens ansvar at oprette en compliancefunktion med de fornødne kompetencer.

¹³¹ Lov om aktie- og anpartsselskaber, LOV nr. 470 af 12/06/2009

¹³² Lov om finansiel virksomhed – LBK nr. 1125 af 23/09/2010.

Direktionen har det daglige ansvar for MiFID-direktivets opretholdelse i pengeinstituttets drift og kan ved misligholdelse straffes med offentligretlig sanktion i form af bøde eller fængsel i overensstemmelse med tilhørende straffebestemmelser jf. ovenfor gennemgået.

Herudover findes der mulighed for, at direktionen som privatretlig sanktion kan ifalde et erstatningsansvar. Udgangspunktet for pengeinstituttets uacceptable rådgivning, herunder manglende overholdelse af rådgivning i forbindelse med MiFID, er, at det pågældende pengeinstitut kan ifalde et erstatningsansvar over for den, der har lidt et tab. Erstatningsansvar idømmes med culpa som ansvarsgrundlag, hvilket vil sige, at der skal være handlet culpøst, og at denne culpøse handling skal være årsag til den forvoldte skade. Grundlæggende skal nedenstående betingelser være gældende for, at der kan ifaldes et erstatningsansvar:¹³³

- Der skal være lidt et tab.
- Tabet skal kunne kapitaliseres.
- Der skal være sammenhæng mellem den culpøse handling og det lidt tab (kausalitet).
- Der skal være adækvans, dvs. det lidt tab skal være påregneligt.
- Tabet må som udgangspunkt ikke være dækket af en forsikring.¹³⁴
 - (Dette gælder dog ikke, hvis skaden er forvoldt ved udførelse af erhvervsmæssig virksomhed).¹³⁵
- Der må ikke foreligge en objektiv ansvarsfrihedsgrund.

Gør ovennævnte forhold sig gældende kan pengeinstituttet, der har handlet uagtsomt, ifaldes erstatningsansvar over for skadeslidte. Pengeinstituttet bliver som udgangspunkt erstatningsansvarlig på baggrund af en medarbejders ansvarspådragende investeringsrådgivning. Dette skyldes, at ledelsen i pengeinstituttet er underlagt et arbejdsgiveransvar. Ifølge Danske Lov 3-19-2 er en arbejdsgiver som udgangspunkt ansvarlig for sine medarbejdere, når disse udfører arbejdsrelevant arbejde. Arbejdsgiveren er således ansvarlig for alle de fejl, medarbejderen begår i arbejdsøjemed. En række forudsætninger skal i praksis være opfyldt for, at ledelsen kan ifaldes et arbejdsgiveransvar.¹³⁶ Der skal foreligge et ansættelsesforhold, det forvoldte tab skal være sket under udførelse af arbejdet, og medarbejdernes adfærd må ikke være abnorm.

¹³³ ”Selskabsformerne – lærebog i selskabsformerne”. 6. udgave ved Jurist- og Økonomiforbundet. Side 321-331.

¹³⁴ Bekendtgørelse af lov om erstatningsansvar – LBK nr. 885 af 20/09/2005 § 19.

¹³⁵ Bekendtgørelse af lov om erstatningsansvar – LBK nr. 885 af 20/09/2005 § 19 stk. 2.

¹³⁶ Eksempel på TDC sag fra retssal.dk: <http://retssal.dk/?page=nyhed&id=602>

Imidlertid fremgår der af erstatningsansvarsloven §§ 23 og 24,¹³⁷ herefter kaldet EAL, to former for lempelsesregler, der kan være afvigende for det enkelte pengeinstituts erstatningsansvar. Arbejdsgiveren har som følge af EAL § 23 et regreskrav mod medarbejderen. Der skal i forbindelse hermed tages højde for medarbejderens stilling, omstændighederne og den udviste skyld.¹³⁸ Det vil sige, at hvis en af pengeinstituttets medarbejdere på eget initiativ rådgiver en kunde misvisende, og i den forbindelse ikke overholder forretningsgange og procedurer i relation til rådgivning, kan pengeinstituttet kræve erstatningen dækket af denne medarbejder. Arbejdsgiveren kan således undgå at dække en kundes tab, hvis medarbejderen har tilsidesat givne retningslinier og dermed været årsag til, at en kunde har lidt et tab. Med andre ord kan arbejdsgiver frafalde et erstatningsansvar, hvis det kan bevises, at medarbejderen ikke har handlet i arbejdsgivers interesse. Hvis den forvoldte skade kan dækkes af arbejdsgiverens forsikring, ifalder medarbejderen ikke erstatningsansvar, medmindre medarbejderen har handlet forsætligt eller groft uagtsomt.¹³⁹

Yderligere en lempelsesregel gør sig gældende, jf. § 24 i EAL, hvor arbejdsgiverens erstatningsansvar kan nedsættes eller helt frafaldes, hvis erstatningsansvaret vil virke ”urimeligt tyngende”.¹⁴⁰ Udgangspunktet må her være en sontring af, hvorvidt pengeinstituttet har handlet uagtsomt i forbindelse med rådgivningen, hvorvidt erstatningens størrelse står i rimeligt forhold til det lidte tab, samt eventuelt en sontring af hvorvidt erstatningsansvaret risikerer at påvirke pengeinstituttets mulighed for at fortsætte sin drift. Hermed må det formodes, at graden af dårlig rådgivning vil have indflydelse på, hvorvidt der kan blive tale om en eventuel nedsættelse eller frafald af erstatningsansvar.

Ved anvendelse af EAL § 23 må det formodes, at der skelnes mellem, hvorvidt der fra pengeinstituttets ledelse er opfordret til medarbejderens ansvarspådragende rådgivning, eller om den pågældende medarbejder selv har taget initiativet hertil.

Der kan forestilles at være eksempler, hvor pengeinstituttets ledelse anmoder de enkelte rådgivere om at sælge et givent produkt, hvormed den pågældende rådgiver ikke har handlet culpøst efter eget ønske, men som led i pengeinstituttets samlede strategi og ønske. Her bør medarbejderen ikke blive selvstændigt erstatningsansvarlig for den pågældende rådgivning, da erstatningsansvaret bør ligge under arbejdsgiveransvaret, idet medarbejderen har handlet ud fra ledelsens ordre og anbefalinger.

¹³⁷ Bekendtgørelse af lov om erstatningsansvar – LBK nr. 885 af 20/09/2005

¹³⁸ Bekendtgørelse af lov om erstatningsansvar – LBK nr. 885 af 20/09/2005 § 23.

¹³⁹ Bekendtgørelse af lov om erstatningsansvar – LBK nr. 885 af 20/09/2005 § 19, stk. 3.

¹⁴⁰ Bekendtgørelse af lov om erstatningsansvar – LBK nr. 885 af 20/09/2005 § 24.

5.3 Compliancefunktionen

Pengeinstitutter skal ifølge bekendtgørelse om organisatoriske krav § 4 være i besiddelse af en uafhængig compliancefunktion. Compliancefunktionen har ifølge bekendtgørelsen til formål at kontrollere og vurdere, hvorvidt pengeinstituttets metoder, procedurer og foranstaltninger fungerer effektivt, samt at rådgive de i pengeinstituttet ansvarlige personer for investeringsservice og andre investeringsaktiviteter, således at det sikres, at de lever op til deres forpligtelser.¹⁴¹

Det er pengeinstituttets ansvar, at compliancefunktionen fungerer, overholder sine ansvarsområder og er uafhængig af pengeinstituttet. I forbindelse hermed skal følgende betingelser overholdes:¹⁴²

- Compliancefunktionen besidder nødvendige ressourcer, kompetencer og har adgang til alle relevante oplysninger i pengeinstituttet.
- I compliancefunktionen udnævnes en ansvarlig medarbejder, der har ansvar for funktionen og for al rapportering herfra.
- At compliancefunktionen er uafhængig betyder, at medarbejdere fra compliancefunktionen ikke udfører tjenesteydelser som investeringsservice eller lignende, som compliancefunktionen har til opgave at kontrollere.
- Uafhængigheden i compliancefunktionen må ikke bringes i fare ved fastsættelse af lønforhold hos compliancefunktionens medarbejdere.

Compliancefunktionen skal løbende rapportere til bestyrelsen om forhold, hvor de finder de af ledelsen implementerede procedurer og forretningsgange for uhensigtsmæssige. Compliancefunktionen er således et nyt led, der i forbindelse med MiFID er implementeret for at sikre investorernes beskyttelse og for at sikre, at pengeinstituttet drives på forsvarlig vis og overholder gældende lovgivning. En af ledelsen og pengeinstituttet uafhængig instans, der har ansvaret for løbende at kontrollere, vurdere, rådgive og rapportere om forhold i forbindelse med pengeinstituttets daglige drift.

¹⁴¹ Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007 § 4.

¹⁴² Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007 § 4.

Da det er pengeinstituttets ledelse, der skal sikre, at compliancefunktionen lever op til lovgivningens gældende bestemmelser, er det således ledelsen, der vil ifalde ansvar, hvis § 4 i bekendtgørelse om organisatoriske krav¹⁴³ ikke er overholdt. Straffen herfor er bøde og dermed offentligretlig sanktion jf. ovenfor gennemgået.

Som privatretlig sanktion kan compliancefunktionen ifalde et erstatningsansvar. Ifølge bekendtgørelsen¹⁴⁴ skal compliancefunktionen yde rådgivning og bistand til ledelsen og de ansvarlige for investeringsservice for at sikre, at pengeinstituttet lever op til sine forpligtelser. Compliancefunktionen har i forbindelse med denne rådgivning et professionsansvar. Før i tiden har professionsansvar alene været anvendt i forbindelse med erhverv som advokater og revisorer, men på baggrund af udviklingen i samfundet er der i dag en bredere benyttelse af betegnelsen professionsansvar.¹⁴⁵ Professionsansvaret dækker i dag over rådgivning fra alle, der markedsfører sig som rådgivere.¹⁴⁶

Compliancefunktionen har derfor et rådgiveransvar ved rådgivning af pengeinstituttets ledelse, og kan dermed ifaldes et erstatningsansvar, hvis denne rådgivning er misvisende eller fejlagtig. Professionsansvar er som udgangspunkt et culpaansvar,¹⁴⁷ hvilket vil sige, at der skal være handlet culpøst jf. ovenfor gennemgået.

I relation til professionsansvar skelnes der mellem i eller uden for kontrakt, samt hvorvidt ansvaret er et bestræbelsesansvar eller et resultatansvar. Normalt antages professionsansvar for at være uden for kontrakt, men der kan forekomme tilfælde, hvor professionsansvaret er en del af en kontrakt, og dette påvirker blandt andet bevisbyrden, der i kontrakt ofte vil være omvendt bevisbyrde.¹⁴⁸ I forbindelse med compliancefunktionens rådgiveransvar vurderes det at være uden for kontrakt. Compliancefunktionen er via ansættelsesforholdet kontraktmæssigt ansat, men de pågældende rådgiveropgaver formodes ikke at være en del heraf.

¹⁴³ Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007 § 4.

¹⁴⁴ Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007 § 4.

¹⁴⁵ Erhvervsjuridisk lærebog, af Hans Viggo Godsk Pedersen mfl. Forlaget Pejus, 2008, side 440-442

¹⁴⁶ Erhvervsjuridisk lærebog, af Hans Viggo Godsk Pedersen mfl. Forlaget Pejus, 2008, side 440-442

¹⁴⁷ Erhvervsjuridisk lærebog, af Hans Viggo Godsk Pedersen mfl. Forlaget Pejus, 2008, side 440-442

¹⁴⁸ Erhvervsjuridisk lærebog, af Hans Viggo Godsk Pedersen mfl. Forlaget Pejus, 2008, side 440-442

Ved adskillelse mellem, hvorvidt rådgiveransvaret er bestræbelsesansvar eller resultatansvar, lægges der vægt på, om rådgivningen har et bestemt resultat, eller om forpligtelsen i relation til rådgivningen er at levere en bestemt indsats.¹⁴⁹ Compliancefunktionen er ansat til at yde en bestemt indsats og rådgive ledelsen, når forholdene tilsigter det. Derfor vurderes compliancefunktionens rådgiveransvar at ligge uden for kontrakt og være et såkaldt bestræbelsesansvar. Derfor vil bevisbyrden ligge hos ledelsen, der således skal bevise, at compliancefunktionen ikke har rådgivet i forhold til en bonus påter-rådgiver med de fornødne kvalifikationer. Hvis ledelsen argumenterer for, at compliancefunktionen ikke har de fornødne kompetencer, kan ledelsen ifalde ansvar, da det er ledelsens ansvar, jf. ovenfor gennemgået, at compliancefunktionen besidder de nødvendige ressourcer og kompetencer.

5.4 Intern revisor

Den interne revisors uafhængighed er som ovenfor nævnt diskutabel. Det er fundamentalt, at den interne revisor er uafhængig af virksomheden i så høj grad som muligt. Den interne revision er ansat i virksomheden, hvorfor en fuldstændig uafhængighed er en objektiv umulighed.¹⁵⁰ Den højst mulige uafhængighedsgrad opnås ved, at den interne revision refererer direkte til bestyrelsen. Den interne revision vil grundet ansættelsesforholdet aldrig blive lige så uafhængig som den eksterne revision.¹⁵¹

Bekendtgørelse om revisionens gennemførelse i finansielle virksomheder m.v. samt finansielle koncerner, herefter kaldet revisionsbekendtgørelsen,¹⁵² er inddelt i bestemmelser for intern og ekstern revision.

Det er ifølge § 9 i revisionsbekendtgørelsen bestyrelsen, der skal bestemme, hvorvidt der skal oprettes en intern revision. Der er dog krav om, at pengeinstitutter, der gennemsnitligt har mere end 125 ansatte, skal have en intern revision.¹⁵³

¹⁴⁹ Erhvervsjuridisk lærebog, af Hans Viggo Godsk Pedersen mfl. Forlaget Pejus, 2008, side 440-442

¹⁵⁰ Materialesamling 2006-1, cand.merc.aud., Institut for Regnskab og Revision, efterår 2006, side 167.

¹⁵¹ Materialesamling 2006-1, cand.merc.aud., Institut for Regnskab og Revision, efterår 2006, side 167.

¹⁵² Bekendtgørelse om revisionens gennemførelse i finansielle virksomheder m.v. samt finansielle koncerner. – BEK nr. 1348 af 11/12/2009.

¹⁵³ Bekendtgørelse om revisionens gennemførelse i finansielle virksomheder m.v. samt finansielle koncerner. – BEK nr. 1348 af 11/12/2009. § 9.

Den interne revision skal have adgang til alle oplysninger, der er nødvendige for revisionens gennemførelse. Hvis der er oprettet en intern revision i pengeinstituttet, skal der foreligge en beskrivelse af den interne revisions ansvar, beføjelser, arbejdsopgaver, kvalifikationer, løbende efteruddannelse samt budget. Denne beskrivelse godkendes af bestyrelsen.¹⁵⁴

Det er den interne revisions ansvar at udarbejde og fuldføre en revisionsplan, jf. revisionsbekendtgørelsen § 35.¹⁵⁵ Den interne revision undersøger pengeinstituttets systemer, interne kontroller og vurderer, om disse er tilstrækkelige og opererer effektivt.¹⁵⁶

I den forbindelse skal intern revision, jf. § 35, stk. 2,¹⁵⁷ gennemgå både compliancefunktionens og risikostyringsfunktionens rapporteringer til bestyrelsen.¹⁵⁸ Ved denne gennemgang sikrer den interne revision, at rapporteringerne er i overensstemmelse med bekendtgørelse om organisatoriske krav, jf. § 6. I § 6 stilles der krav om, at compliancefunktionen og risikostyringsfunktionen rapporterer til bestyrelsen på baggrund af de i §§ 4 og 5 gældende betingelser for de respektive funktioner. Intern revisions ansvar i forbindelse med MiFID er således reguleret i revisionsbekendtgørelsens § 35.

Den interne revision anfører i revisionsprotokollatet, hvorvidt gennemgangen har givet anledning til bemærkninger.¹⁵⁹ Hvis revisionen har givet anledning til bemærkninger, skriver den interne revision de identificerede mangler samt hvilke foranstaltninger, der er iværksat til afhjælpning af disse mangler.

Den interne revisor kan som offentligretlig sanktion straffes med bøde, hvis § 35 ikke overholdes, jf. § 38 i revisionsbekendtgørelsen.¹⁶⁰

¹⁵⁴ Bekendtgørelse om revisionens gennemførelse i finansielle virksomheder m.v. samt finansielle koncerner. – BEK nr. 1348 af 11/12/2009. § 14.

¹⁵⁵ Bekendtgørelse om revisionens gennemførelse i finansielle virksomheder m.v. samt finansielle koncerner. – BEK nr. 1348 af 11/12/2009. § 35.

¹⁵⁶ Artikel fra INSPI: Revision af pengeinstitutter af Thomas Hjortkjær Petersen, INSPI – Tidsskrift for revision, økonomi og ledelse, Årgang 39, nr. 3, 2009.

¹⁵⁷ Bekendtgørelse om revisionens gennemførelse i finansielle virksomheder m.v. samt finansielle koncerner. – BEK nr. 1348 af 11/12/2009. § 35.

¹⁵⁸ Artikel fra INSPI: Revision af pengeinstitutter af Thomas Hjortkjær Petersen, INSPI – Tidsskrift for revision, økonomi og ledelse, Årgang 39, nr. 3, 2009

¹⁵⁹ Bekendtgørelse om revisionens gennemførelse i finansielle virksomheder m.v. samt finansielle koncerner. – BEK nr. 1348 af 11/12/2009. § 35.

¹⁶⁰ Bekendtgørelse om revisionens gennemførelse i finansielle virksomheder m.v. samt finansielle koncerner. – BEK nr. 1348 af 11/12/2009. § 38.

5.5 Ekstern revisor

Den eksterne revisor er offentlighedens tillidsrepræsentant i forbindelse med afgivelse af erklæringer.¹⁶¹ Dette betyder blandt andet, at den eksterne revisors arbejde skal kunne anvendes af personer uden særlig regnskabsmæssig forståelse.¹⁶² Ved begrebet offentlighedens tillidsrepræsentant forstås, at de afgivne erklæringer skal varetage offentlighedens interesser, herunder myndigheder, medarbejdere, investorer m.m.¹⁶³ Den eksterne revisor skal udføre sine opgaver i overensstemmelse med god revisorskik.¹⁶⁴ Dette indebærer blandt andet, at den eksterne revisor skal udvise integritet, objektivitet, professionel adfærd samt fornøden omhu i forbindelse med udførelse af erklæringsarbejdet.

Den eksterne revisor har i relation til MiFID-direktivet ansvar for mindst en gang årligt at erklære sig om, hvorvidt pengeinstituttet overholder kravene til beskyttelse af kundeaktiver i §§ 11-14,¹⁶⁵ jf. bekendtgørelse om organisatoriske krav, § 15.¹⁶⁶

Denne revisorerklæring henvender sig til pengeinstituttets bestyrelse og til Finanstilsynet. Erklæringen udføres i overensstemmelse med den danske revisionsstandard om erklæringsopgaver med sikkerhed, RS 3000. Formålet med erklæringen er at opnå begrænset sikkerhed for, at pengeinstituttet overholder bestemmelserne i §§ 11-14 i bekendtgørelsen om organisatoriske krav. Den eksterne revisor vurderer heri, hvorvidt ledelsens etablerede organisatoriske forhold og forretningsgange, samt kravene til beskyttelse af kundeaktiver, er overholdt.

Hvis der i pengeinstituttet ikke eksisterer en intern revision, har den eksterne revisor i relation til MiFID-direktivet ansvaret for, at gennemgå både risikostyringsfunktionens og compliancefunktionens rapportering til bestyrelsen, jf. revisionsbekendtgørelsens § 36.¹⁶⁷ Den eksterne revisor oplister eventuelle bemærkninger til gennemgangen i protokollen.

¹⁶¹ Bekendtgørelse om godkendte revisorerers erklæringer – BEK nr. 668 af 26/06/2008.

¹⁶² Revisor, Regulering og Rapportering, af K. Füchsel, P. Gath, L. Langsted og J. Skovby, forlaget Thomson 2005, side 36 og 37

¹⁶³ Revisor, Regulering og Rapportering, af K. Füchsel, P. Gath, L. Langsted og J. Skovby, forlaget Thomson 2005, side 36 og 37

¹⁶⁴ Revisors erstatnings- & disciplinæransvar, af Søren Halling-Overgaard, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 2009.

¹⁶⁵ Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007 §§ 11-14.

¹⁶⁶ Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007 § 15.

¹⁶⁷ Bekendtgørelse om revisionens gennemførelse i finansielle virksomheder m.v. samt finansielle koncerner. – BEK nr. 1348 af 11/12/2009 § 36.

Ved sammenligning af revisionsbekendtgørelsens § 35, intern revision, og § 36, ekstern revision, kan det ses, at det i § 36 ikke fremgår, at den eksterne revisor skal udarbejde en revisionsplan, gennemføre revision af pengeinstituttets systemer, interne kontroller og dermed konkludere, hvorvidt disse er passende og effektive. Den eksterne revision er derfor ikke ansvarlig på lige fod med den interne revision i den interne revisions manglende tilstedeværelse. Dette vurderes at være fordi, at der i forvejen er en forventning, om at den eksterne revision udarbejder en revisionsplan ved den ordinære revision. Her er det dog vigtigt at have for øje, at den eksterne revision alene reviderer pengeinstituttet med såkaldte ”regnskabsbriller” og dermed ikke har samme fokus som den interne revision. Den eksterne revisor er derfor i forbindelse med MiFID ikke pligtig til at udarbejde revisionsplan og udføre revision af interne kontroller.

Den eksterne revisor kan som offentligretlig sanktion straffes med bøde, jf. revisionsbekendtgørelsens § 38, hvis bestemmelserne i § 36 ikke er overholdt.¹⁶⁸ Med hensyn til erklæring om beskyttelse af kundeaktiver, jf. bekendtgørelse om organisatoriske krav, er det pengeinstituttets ansvar at sikre, at den eksterne revisor afgiver erklæring til Finanstilsynet herom.¹⁶⁹

Den eksterne revisor har et rådgiveransvar/professionsansvar i de situationer, hvor revisor rådgiver ledelsen. Ledelsen må i forbindelse med denne rådgivning kunne gå ud fra, at revisor alene rådgiver i de situationer, hvor revisor har den fornødne kompetence hertil.¹⁷⁰ Revisor kan på baggrund af en vurdering af rådgivningens karakter, blive stillet til ansvar herfor. Det må således formodes, at revisor kan blive erstatningsansvarlig for tab opstået på baggrund af revisors rådgivning af pengeinstituttets ledelse. Straffen ville i denne forbindelse være en privatretlig sanktion i form af erstatning.

Ved nærværende afhandling har vi nu behandlet den retlige regulering af pengeinstitutter samt MiFID-direktivets bestemmelser om ”Kend din kunde”-princippet og organisatoriske krav. Herudover er ansvarsfordelingen for MiFID-direktivets opretholdelse og sanktioner i forbindelse hermed kort berørt. I den resterende del af afhandlingen sættes der nu via udvalgte afgørelser fra pengeinstitutsankenævnet, fokus på, hvorvidt de retspolitiske hensyn bag MiFID-direktivet har medført, at investorerne er blevet bedre beskyttet.

¹⁶⁸ Bekendtgørelse om revisionens gennemførelse i finansielle virksomheder m.v. samt finansielle koncerner. – BEK nr. 1348 af 11/12/2009 § 38.

¹⁶⁹ Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler - BEK 428 af 09/05/2007 § 15.

¹⁷⁰ Revisors erstatnings- & disciplinæransvar, af Søren Halling-Overgaard, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 2009.

Kapitel 6. MiFID – Investorernes beskyttelse

6.1 Indledning

Dette kapitel har til formål at give en vurdering af, hvorvidt investorerne efter implementering af MiFID-direktivet reelt set er blevet bedre beskyttet. Nedenstående afsnit er afgrænset til at analysere og vurdere kundernes beskyttelse i forbindelse med investeringsrådgivning.

Et af de væsentligste retspolitiske hensyn med MiFID-direktivet er at forbedre beskyttelsen af investorerne.¹⁷¹ Graden af beskyttelse afhænger af kundetypen, der er gennemgået ovenfor i afsnit 2.4, ”Kend din kunde”-princippet. De godkendte modparter har ikke fået bedre beskyttelse efter MiFID-direktivets implementering, hvorimod de professionelle kunder og detailkunderne gerne skulle være blevet bedre beskyttet.

Spørgsmålet er så, hvorvidt kunderne reelt set er blevet bedre beskyttet. Dette undersøges med udgangspunkt i konkrete sager fra pengeinstitutsankenævnet omhandlende Roskilde Banks rådgivning om lånefinansierede investeringer og rådgivning om køb af Roskilde Bank-aktier.

Roskilde Bank anvendes i denne afhandling, da Roskilde Bank er en af de mest omdiskuterede sager i forbindelse med dårlig rådgivning og et godt eksempel på, hvor galt det kan gå, når ledelsen i et pengeinstitut agerer ud fra egne interesser og ikke varetager kundernes interesse.

I nedenstående afsnit vil der indledningsvis kort redegøres for, hvad der skete i Roskilde Bank, herunder både i forbindelse med rådgivning om lånefinansierede investeringer samt rådgivning om salg af egne aktier. Derefter analyses kundernes beskyttelse med udgangspunkt i konkrete afgørelser.

¹⁷¹ jf. afsnit 2.3 formål.

6.2 Roskilde Bank

Roskilde Bank er i dag ejet af Finansiell Stabilitet og er under konkursbehandling.¹⁷²

Ifølge advokatundersøgelse foretaget efter anmodning fra Roskilde Banks bestyrelse var årsagen til pengeinstituttets sammenbrud en kombination af pengeinstituttets høje risikoprofil, mangelfulde og dårlige håndtering af kreditsager samt markedets negative udvikling.¹⁷³

Især den mangelfulde og dårlige kredithåndtering har bevirket, at alt for mange privatpersoner har lånt alt for mange penge set i forhold til deres mulighed for at afvikle den pågældende gældsforpligtelse. Dette er gået ud over pengeinstituttet, der gik konkurs, men har ligeledes været en stor tragedie for rigtig mange mennesker, der er blevet så dårligt rådgivet, at deres økonomiske situation ikke gjorde det muligt at skifte til en anden bank.

Den dårlige rådgivning omhandlede især produktet Aktiv Boliginvest, hvor omkring 1.100 privatkunder blev rådgivet til at investere deres friværdi i højrisikoprodukter. Pengeinstituttets konkurs har ført disse kunder ud i en økonomisk ruin, hvor de i dag sidder hjælpeløst tilbage med milliongæld.¹⁷⁴

Kirsten Lund, tidligere boligrådgiver i Roskilde Bank, udtaler i en artikel på epn.dk, at der fra ledelsen var et stort pres på rådgiverne for at få dem til at sælge Aktiv Boliginvest-produktet og Roskilde Banks egne aktier. Dette skyldes ifølge Kirsten Lund, at ledelsens, heriblandt direktørens, aktieoptionsprogram uden loft nød godt af, at rådgiverne solgte disse produkter til kunderne.¹⁷⁵

Bonusprogrammer gav dermed direktionen et kortsigtet incitament for at presse medarbejderne til at sælge mere af bestemte produkter. Bestyrelsens incitament er ofte mere langsigtede. De har i bestyrelsen ikke bonusordninger, men i stedet er deres kriterium for succes, at aktionærene er tilfredse, herunder særligt i forbindelse med aktiekursen og udbytte. Bestyrelsen har således også et incitament til at presse medarbejderne i organisationen til at øge salget af bestemte produkter, såsom salg af egne aktier, der forbedrer kernekapitalen.

¹⁷² www.roskildebank.dk.

¹⁷³ Sammenfatning af advokatundersøgelse af visse forhold i Roskilde Bank. Undersøgelsen ligger på følgende adresse: <http://www.finansiellstabilitet.dk/Images/PDFer/Dansk/Roskilde%20Bank/Adv%20Unders%C3%B8gelse%20Roskilde%20Bank.pdf>

¹⁷⁴ <http://www.business.dk/finans/advokat-staten-skal-redde-ruinerede-roskilde-bank-kunder>.

¹⁷⁵ <http://epn.dk/iklemme/article1971696.ece>.

Kirsten Lund fortæller yderligere, at der i 2005 blev indført en bonusordning, hvor medarbejdere i erhvervsafdelingen fik en bonus på 150-400 t.kr. om året.¹⁷⁶ Bonussen var afhængig af salget, hvilket gav erhvervskunderådgerne incitament til i større omfang at anbefale kunderne at købe Roskilde Banks aktier.

Kirsten Lund anfører, at erhvervskunderne alene fik lov til at udvide deres kassekredit, hvis de samtidig investerede i Roskilde Banks aktier.¹⁷⁷ En såkaldt noget-for-noget-forventning, som Finanstilsynet kalder det i sin rapport efter undersøgelsen af Roskilde Bank¹⁷⁸ I denne rapport fremgår det, at der fra den tidligere ledelse var en forventning om, at kunderne bidrog positivt til Roskilde Banks kernekapital, via investering i Roskilde Bank aktier, hvis de skulle godkendes til en kassekredit, der ville belaste bankens solvens negativt.¹⁷⁹

Kirsten Lund udtaler yderligere i førnævnte artikel, at hun som afdelingens boligrådgiver oplevede et betydeligt salgspres fra ledelsen, da produktet Aktiv Boliginvest blev lanceret. Kirsten Lund mente ikke, at produktet passede til hendes kunder, og ville ikke presse dem til at investere. Derfor endte hun med en anmærkning til hendes årlige medarbejdersamtale.¹⁸⁰ Kirsten Lund er vred over den grådige og skruppelløse ledelse. Hun undrer sig stadig over, hvordan det lykkedes denne ledelse at køre banken i sæk uden, at hun og kollegaerne opdagede det, før det var for sent.¹⁸¹

Ifølge førnævnte advokatundersøgelse af Roskilde Bank fremgår det, at advokaterne vurderer, at administrerede direktør Niels Valentin Hansen bærer hovedansvaret for Roskilde Banks sammenbrud, idet han groft har tilsidesat sine pligter.¹⁸² Hertil kan nævnes, at Niels Valentin Hansen kort forinden sin pension stod til at indkassere over 116 mio. kr. på sine aktieoptioner.¹⁸³ Det har således været et tydeligt incitament for at presse salg af Roskilde Banks aktier ned over kunderne.

¹⁷⁶ <http://epn.dk/iklemme/article1971696.ece>.

¹⁷⁷ <http://epn.dk/iklemme/article1971696.ece>.

¹⁷⁸ Finanstilsynet rapport af 25. september 2008. Rapport efter undersøgelse af Roskilde Bank A/S. Rapporten findes på følgende adresse: <http://www.dr.dk/NR/rdonlyres/37F0C985-9480-40F5-88DB-B0F11DAF8A51/1172245/Afsluttenderapport.pdf>.

¹⁷⁹ Finanstilsynet rapport af 25. september 2008. Rapport efter undersøgelse af Roskilde Bank A/S. Rapporten findes på følgende adresse: <http://www.dr.dk/NR/rdonlyres/37F0C985-9480-40F5-88DB-B0F11DAF8A51/1172245/Afsluttenderapport.pdf>.

¹⁸⁰ <http://epn.dk/iklemme/article1971696.ece>.

¹⁸¹ <http://epn.dk/iklemme/article1971696.ece>.

¹⁸² Sammenfatning af advokatundersøgelse af visse forhold i Roskilde Bank. Undersøgelsen ligger på følgende adresse: <http://www.finansielstabilitet.dk/Images/PDFer/Dansk/Roskilde%20Bank/Adv%20Unders%C3%B8gelse%20Roskilde%20Bank.pdf>.

¹⁸³ <http://epn.dk/iklemme/article1971696.ece>.

Rådgivning af kunderne i Roskilde Bank har ikke været på baggrund af kundernes ønsker og behov, men i stedet med det formål at opnå størst mulig bonus for rådgivere og ledelse.

Ifølge advokat Ole Lund-Thomsen, der udtaler sig om Roskilde Bank i en artikel på Business.dk, er de salgsmetoder som Roskilde Bank anvendte, metoder der ikke burde kunne forekomme i et civiliseret finansielt samfund.¹⁸⁴ Denne holdning kan efter min vurdering tiltrædes. Det burde ikke kunne forekomme, at et pengeinstitut i et velfungerende samfund kan snyde så mange kunder til at købe produkter, de ikke har behov for.

Af Finanstilsynets rapport efter undersøgelse af Roskilde Bank med det formål at efterforske den kritik, der har været i forbindelse med Roskilde Banks salg og markedsføring af egne aktier,¹⁸⁵ fremgår det, at Roskilde Banks nye direktør pr. juli 2007 forbød anbefaling af bankens egne aktier. Herudover står der i Finanstilsynets rapport, at hele Roskilde Banks rådgivningssetup ændrede sig væsentligt efter MiFID-reglernes ikrafttræden i november 2007.¹⁸⁶ Indtil MiFID-reglerne blev implementeret, havde den enkelte rådgiver metodefrihed, og kunderne fik alene rådgivning, hvis de gav udtryk for, at de var i tvivl.¹⁸⁷

Finanstilsynet finder Roskilde Banks rådgivning om lånefinansierede investeringer og salg af egne aktier aldeles uacceptabel og mener, at det i fremtiden bør overvejes, hvordan det sikres, at kunder i de danske pengeinstitutter i tilstrækkelig grad er bevidste om den risiko, de pådrager sig ved en bestemt investering.¹⁸⁸

¹⁸⁴ <http://www.business.dk/finans/advokat-staten-skal-redde-ruinerede-roskilde-bank-kunder>.

¹⁸⁵ Finanstilsynet rapport af 25. september 2008. Rapport efter undersøgelse af Roskilde Bank A/S. Rapporten findes på følgende adresse: <http://www.dr.dk/NR/rdonlyres/37F0C985-9480-40F5-88DB-B0F11DAF8A51/1172245/Afsluttenderapport.pdf>.

¹⁸⁶ Finanstilsynet rapport af 25. september 2008. Rapport efter undersøgelse af Roskilde Bank A/S. Rapporten findes på følgende adresse: <http://www.dr.dk/NR/rdonlyres/37F0C985-9480-40F5-88DB-B0F11DAF8A51/1172245/Afsluttenderapport.pdf>.

¹⁸⁷ Finanstilsynet rapport af 25. september 2008. Rapport efter undersøgelse af Roskilde Bank A/S. Rapporten findes på følgende adresse: <http://www.dr.dk/NR/rdonlyres/37F0C985-9480-40F5-88DB-B0F11DAF8A51/1172245/Afsluttenderapport.pdf>.

¹⁸⁸ Finanstilsynet rapport af 25. september 2008. Rapport efter undersøgelse af Roskilde Bank A/S. Rapporten findes på følgende adresse: <http://www.dr.dk/NR/rdonlyres/37F0C985-9480-40F5-88DB-B0F11DAF8A51/1172245/Afsluttenderapport.pdf>.

6.2.1 Aktiv Boliginvest - Lånefinansierede investeringer

Produktet Aktiv Boliginvest var et investeringsprodukt, der gik ud på, at kunderne belånte deres fri-værdi i fast ejendom, og investerede pengene i investeringsbeviser i udenlandske højrente-obligationer via en investeringsforening.

Pengeinstitutsankenævnet afgjorde i oktober 2009 fire sager om Aktiv Boliginvest, hvor ankenævnet gav kunderne medhold i deres anklager. Pengeinstitutankenævnets afgørelser af disse fire sager dannede præcedens for efterfølgende sager¹⁸⁹ og medførte, at Roskilde Bank gennemgik alle kunder med Aktiv Boliginvest-produktet for at sikre, at pengeinstitutsankenævnets afgørelser blev efterlevet.¹⁹⁰ Afviklingsselskabet Roskilde Bank erkendte at have ansvar og dermed erstatningspligt over for de flere hundrede kunder, der har klaget over rådgivning i forbindelse med Aktiv Boliginvest.¹⁹¹ Ved årsskiftet 2009/2010 havde Roskilde Bank udbetalt erstatning på ca. 3 mio. kr. vedrørende Aktiv Boliginvest.¹⁹² Roskilde Bank besluttede at følge pengeinstitutsankenævnets afgørelser og hensatte i 2009-årsrapporten yderligere 300 mio.kr. til erstatning for kommende sager af samme karakter.¹⁹³

Ifølge advokat Ole Lund-Thomsen, der var anklager i de fire præcedensskabende sager, var det generelt set ikke spekulationstyper, der havde investeret i Aktiv Boliginvest. Det var 1.100 helt almindelige privatkunder uden særlig viden om produktet og den tilhørende risiko. Heriblandt var eksempelvis en 62-årig enlig servitrice i et lille parcelhus, der blev rådgivet til at investere lånte penge i Aktiv Boliginvest.

Denne 62-årige kvinde blev rådgivet til at investere i Aktiv Boliginvest på trods af, at hun ikke havde forstået produktet og den tilhørende risiko, og ikke havde overskud i økonomien til at investere.¹⁹⁴ Dette er bare en af mange sager fra pengeinstitutsankenævnets afgørelser om lånefinansierede investeringer i Roskilde Bank. En af de fire præcedensdannede afgørelser gennemgås nedenfor i afsnit 6.2.3.1.

¹⁸⁹ Roskilde Bank vedkender sig ansvar for dårlig rådgivning. <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2010/01/28/113801.htm>.

¹⁹⁰ Kendelse vedrørende Aktiv Boliginvest, pressemeddelelse, Roskildebank.dk, presserum.

¹⁹¹ <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2010/01/28/113801.htm>.

¹⁹² Roskilde banks årsrapport 2009, side 24.

¹⁹³ Roskilde banks årsrapport 2009, side 5.

¹⁹⁴ <http://www.business.dk/finans/advokat-staten-skal-redde-ruinerede-roskilde-bank-kunder>.

6.2.2 Roskilde Banks salg af egne aktier

Roskilde Bank har i samme periode anbefalet sine kunder at investere i pengeinstituttets egne aktier mod en fordelagtig rente og andre lignende fordele. Pengeinstituttet har flere gange sendt breve ud til kunderne og reklameret for bankens aktier som en sikker og god investering.¹⁹⁵ Aktier er ofte behæftet med en vis risiko, men det kan ikke forventes, at helt almindelige privatkunder ved dette, når de bliver anbefalet dem i et brev underskrevet af direktøren. I brevet sendt i 2006, hvor der blev reklameret for køb af pengeinstituttets aktier, stod der ”*oplagt til dig, der ikke har penge her og nu.*”¹⁹⁶

I en artikel i Politiken i 2008 advarer Økonom Carsten Holdum fra forbrugerrådet om køb af pengeinstitutters egne aktier, især hvis det sker i forbindelse med bankrådgivning og lovning om billigere lån. Han udtaler ligeledes i denne artikel, at det ikke er i orden at tilbyde køb af aktier som betingelse for lån, som Roskilde Bank gjorde det.¹⁹⁷

Der har således i de seneste år været massiv kritik af Roskilde Banks salg af egne aktier og deres rådgivning af kunderne. I den førnævnte rapport fra Finanstilsynet, der netop er udarbejdet på baggrund af kritikken af Roskilde Bank,¹⁹⁸ konkluderer Finanstilsynet, at Roskilde Banks holdning og markedsføring af egne aktier er aldeles uacceptabel.

Især påpeges det i rapporten, at Roskilde Bank havde en noget-for-noget-holdning, hvilket gav sig udtryk i, at hvis kunderne havde lån eller ønskede lån og dermed påvirkede Roskilde Banks solvens negativt, forventedes det også, at kunderne købte nogle af Roskilde Banks egne aktier, og dermed påvirkede bankens kernekapital positivt. Dette gjaldt også, selvom investeringerne var for lånte penge. Finanstilsynets synspunkt om, at det er fuldstændigt uacceptabelt, at Roskilde Bank havde denne holdning, kan tiltrædes. Det er nemlig ud fra min vurdering aldeles uacceptabelt, at et pengeinstitut rådgiver sine kunderne ud fra egne interesser og dermed ikke tager hensyn til kundernes interesser.

I nedenstående afsnit vil konkrete afgørelser fra pengeinstitutsankenævnet omhandlende Roskilde Banks rådgivning om lånefinansierede investeringer og salg af egne aktier blive analyseret med afsæt i MiFID-direktivet og de retspolitiske hensyn.

¹⁹⁵ http://avisen.dk/roskilde-bank-anklages-for-at-malke-kunderne_97279.aspx.

¹⁹⁶ <http://www.business.dk/boersnyt/roskilde-bank-opfordrede-til-koeb-af-egne-aktier>.

¹⁹⁷ <http://politiken.dk/tjek/penge/dinepenge/ECE557768/forbrugerraad-pas-paa-bankens-egne-aktier/>

¹⁹⁸ Finanstilsynets rapport efter undersøgelse af Roskilde Bank. <http://www.dr.dk/NR/rdonlyres/669E6416-9293-40A4-BE80-1D5EEC102CDC/1172245/Afsluttenderapport.pdf>.

6.2.3 Afgørelser fra pengeinstitutsankenævnet

Pengeinstitutsankenævnet blev stiftet af Finansrådet i 1988.¹⁹⁹ Ankenævnets medlemmer er udpeget af Forbrugerrådet og Finansrådet. Ankenævnet behandler alene klager over pengeinstitutter vedrørende private kundeforhold. Klager fra erhvervsdrivende falder derfor uden for pengeinstitutsankenævnets kompetence, medmindre den pågældende klage ikke adskiller sig væsentligt fra klager om private kundeforhold.²⁰⁰

Hverken klageren eller pengeinstituttet er bundet af afgørelsen i ankenævnet. Dog skal pengeinstituttet inden 4 uger meddele ankenævnet, hvis de ikke vil anse sig for bundet af afgørelsen. I sådanne tilfælde bliver klageren oplyst om, hvilke muligheder der er for at videregive klagen til domstolene.²⁰¹

Pengeinstitutsankenævnets afgørelser offentliggøres på deres hjemmeside.

6.2.3.1 Rådgivning om lånefinansierede investeringer

Pengeinstitutsankenævnet afsagde den 14. oktober 2009 kendelse i fire sager, der alle omhandlede Roskilde Banks rådgivning om belåning af friværdi i fast ejendom til køb af investeringsbeviser i BankInvest Højrentelande, også kaldet Aktiv Boliginvest. I de fire sager har alle klagerne samme opfattelse af, at Roskilde Banks rådgivere var meget ivrige for at sælge produktet og varmt anbefalede det som et produkt med lav risiko og højt afkast, der i alle fire tilfælde skulle anvendes til pensionsalderen. En af disse fire sager er udvalgt og gennemgås her:

Sags nr.: 710/2009²⁰². Klagerne H og M var i 2006 kunder i Roskilde Bank og havde fast ejendom med en værdi af ca. 4,2 mio. Den faste ejendom var på daværende tidspunkt ubelånt. Klagerne var i 2006 henholdsvis 58 og 62 år. H var førtidspensionist og sad i kørestol grundet sclerose, og M havde opsagt sit job for at passe H derhjemme. H og M blev af Roskilde Banks rådgivere gentagne gange uopfordret inviteret til møde om deres økonomiske forhold, hvilket de til at begynde med afslog, men omsider sagde ja til. På mødet blev Aktiv Boliginvest præsenteret.

¹⁹⁹ Pengeinstitutsankenævnets årsberetning 2009

²⁰⁰ <http://www.pengeinstitutankenævnet.dk/Da/Forside/Omankenævnet.aspx>

²⁰¹ <http://www.pengeinstitutankenævnet.dk/Da/Forside/Omankenævnet.aspx>

²⁰² 710/2009 Rådgivning om belåning af friværdi i fast ejendom til køb af investeringsbeviser i BankInvest højrentelande, Pengeinstitutsankenævnets hjemmeside:

http://www.pengeinstitutankenævnet.dk/Da/Forside/Søgiafgørelser/Søgeresultater.aspx?VerdictQ=710%2F2009&VerdictFrom_Day=1&VerdictFrom_Month=8&VerdictFrom_Year=1988&VerdictTo_Day=30&VerdictTo_Month=9&VerdictTo_Year=2010&MaximumResultsPerPage=10.

Roskilde Bank har i sagen anført, at de har indhentet udtalelse fra en tidligere medarbejder A, der har oplyst, at han kan huske at have overtaget M og H som kunder i 2004. A husker også, at han med M og H flere gange har talt om risiko ved investering og lavet risikoprofiler. I forbindelse med Aktiv Boliginvest husker A, at Roskilde Banks retningslinier blev fulgt, og at risikoen omkring Aktiv Boliginvest blev drøftet. H og M har anført, at de har svært ved at genkende A's forklaring, og at det ikke virker til, at A var deres rådgiver. Ifølge H og M udtalte deres rådgiver på mødet, at investeringen var stort set risikofri, at obligationerne var statsgaranterede, og at der kun var en risiko *"hvis alle lande gik bankerot."*

Klagerne besluttede på baggrund af rådgivningen at sige ja til Aktiv Boliginvest og dermed pådrage sig et 30-årigt realkreditlån med afdragsfrihed på ca. 3 mio. kr. med sikkerhed i deres hus, og investere disse i investeringsbeviser i BankInvest Højrentelande. Roskilde Bank har i sagen vedlagt en ikke underskrevet aftale om Aktiv Boliginvest. Ifølge Roskilde Bank blev denne aftale indgået, men H og M har anført, at de aldrig hverken har set denne aftale, udfyldt den eller underskrevet den. I denne aftale fraskriver Roskilde Bank sig ansvaret for den pågældende risiko for tab og fremtidig udvikling ved investeringen.

Herudover mener Roskilde Bank at have vist H og M en standardskrivelse om Aktiv Boliginvest. H og M har først set dette dokument i forbindelse med udarbejdelse af klagen. I dokumentet står der blandt andet: *"Har du friværddi i fast ejendom, kan det sammenlignes med at have penge i banken, der bare venter på at blive hævet. For at få pengene til at yngle kan du tage lån i ejendommen og investere beløbet i BankInvest Højrentelande"*. Herudover står der i dokumentet en række forhold om sund økonomi, udvælgelse af kunder og kundemødet.

Roskilde Bank fremfører, at der på mødet ligeledes har været præsenteret et faktaark, hvorpå der fremgik forhold som kreditsikkerhed, årligt udbytte, investeringsprofil samt risiko. Risikoen var i faktaarket klassificeret som værende lav, hvilket efterfølgende har vist sig ikke at være tilfældet. Roskilde Bank har derudover fremlagt en ikke underskrevet investeringsprofil af M, som formodes at være fra 2006. Af profilen fremgik det, at M har kendskab, men ikke erfaring med aktier, obligationer og investeringsbeviser, samt at han havde et risikotal på 5 svarende til mellemrisiko. M og H fremfører, at der på mødet med deres rådgiver ligeledes var en pensionskonsulent og en investeringskonsulent, der alle tre anbefalede at tage lån i M og H's gældfrie hus, selvom M og H gav udtryk for, at de ikke manglede pengene.

Rådgiverne omtalte gentagne gange projektet som værende en rigtig god ide og det klogeste at gøre. Det bestrides dog af Roskilde Bank, at rådgivningen var i strid med god skik-bekendtgørelsen.

Pengeinstitutsankenævnet fremfører i deres konklusion, at det anbefalede engagement var særdeles risikofyldt. Dette begrundes primært i, at hele den realiserede friværdis blev anbragt i *et* enkelt investeringsbevis. Yderligere finder ankenævnet, at de bagvedliggende sikkerheder er aldeles konjunkturfølsomme, hvilket medfører en betydelig kursusikkerhed. Ankenævnet anfører, at Roskilde Bank ved anbefaling af det lånefinansierede køb ikke har lagt vægt på individuelle oplysninger om klagernes økonomiske forhold. Afslutningsvis konkluderer ankenævnet, at Roskilde Bank begik en ansvarspådragende fejl i forbindelse med rådgivningen. Roskilde Bank blev dermed pålagt at betale erstatning til klagerne.

6.2.3.2 Vurdering af beskyttelse i forhold til MiFID

Ovenstående sag fandt sted, før MiFID-direktivets ikrafttræden. Hvis vi i stedet forestiller os, at den pågældende sag skete efter 1. november 2007, hvor MiFID var trådt i kraft, havde klagerne været placeret i kategorien detailkunder. Dette havde medført, at klagerne havde haft krav på den højeste grad af beskyttelse. Rådgiveren i Roskilde Bank skulle i så fald have bedt M og H om at udfylde en egnethedstest, inden han anbefalede dem investeringen. I denne test ville det i større omfang være tydeliggjort, at M og H ikke havde et formål med investeringen, at deres økonomi ikke kunne bære denne investering, og at de ikke havde kendskab og erfaring med lignende investeringer.

Specielt i denne sag, hvor klagerne i første omgang slet ikke var interesseret i at investere, vurderes det, at en udfyldt egnethedstest havde påvirket rådgivningen i en positiv retning. Ved udfyldelse af egnethedstesten i forbindelse med investeringsrådgivning ville kunderne være bedt om at oplyse investeringens formål, deres finansielle situation og deres kendskab og erfaring med den pågældende investering. Rådgivningen skulle derefter tage udgangspunkt i disse oplysninger. Egnethedstesten ville ved korrekt anvendelse have sikret klagerne, at de ikke påtog sig større risiko, end de ønskede, og at rådgivningen blev tilpasset til deres formål og behov. De retspolitiske hensyn i direktivets betragtning 31 og 33 om henholdsvis at beskytte investor i forhold til de forskellige investorkategorier, og at investering sker på de for kunden gunstigste vilkår, ville derfor have beskyttet klagerne i denne sag bedre.

Af sagen fremgik det, at M havde udfyldt en investeringsprofil, hvor hans risikoprofil var mellemrisiko. Problemet var her, at produktet fejlagtigt var klassificeret som værende med lav risiko. Denne fejlagtige klassifikation af risiko kan hænge sammen med et incitament fra direktionen om at ville sælge produktet til flest mulige kunder, hvilket i sig selv er aldeles uacceptabelt. Ifølge FIL § 43 skal pengeinstitutter drives i overensstemmelse med god forretningsskik.²⁰³ Dette indebærer ifølge Finanstilsynet,²⁰⁴ at der skal gives korrekt beskrivelse af pengeinstituttets produkter, hvilket ikke er tilfældet, hvis den aktuelle risiko ved investeringen ikke afspejles af materialet, der bliver præsenteret for kunden i forbindelse med investeringen. Herudover skal pengeinstituttet ifølge MiFID-direktivet vurdere, hvorvidt den leverede tjenesteydelse lever op til kundens behov.²⁰⁵ Hvilket der i denne situation ikke var tilfældet.

Yderligere er der i følge MiFID, jf. ovenfor gennemgået i afsnit 3.4.5, forbud mod, at pengeinstitutterne udøver investeringsrådgivning, hvis pengeinstituttet ikke har modtaget fyldestgørende oplysninger fra kunden til brug for egnethedstesten. Investeringsrådgivningen skal være relevant, retvisende og fyldestgørende. Dette var ikke tilfældet i den omtalte sag, hvorfor det vurderes, at MiFID ville have gjort en forskel, hvis direktivet havde været implementeret på det pågældende tidspunkt. Forskellen ville udmønte sig i bedre rådgivning, hvorfor klagerne dermed ikke havde investeret i et produkt, de ikke var interesseret i, og dermed heller ikke havde lidt et tab.

At sagen alligevel blev afgjort til klagerens fordel, på trods af at MiFID ikke var trådt i kraft, må formodes at skyldes god skik-bekendtgørelsen. Denne bekendtgørelse er ikke overholdt, da der ikke var tilstrækkelig analyse af, om den lånefinansierede investering svarede til deres profil. Ifølge bekendtgørelse om god skik skal pengeinstituttet rådgive en kunde, hvis kunden anmoder om rådgivning, eller hvis forholdene tilsigter, at der er behov for rådgivning.²⁰⁶ Det vurderes ikke at være tilfældet i denne situation, da det her er indlysende, at Roskilde Banks rådgiver havde sin egen provision for øje, da rådgiveren tog kontakt til kunden. MiFID-direktivet vurderes ikke at have løst problematikken om interessekonflikter, men er et godt skridt på vejen. Med MiFID-direktivet ville Roskilde Bank være tvunget til at føre et register over potentielle interessekonflikter og tiltag, der imødegår disse.

²⁰³ Lov om finansiel virksomhed – LBK nr. 1125 af 23/09/2010.

²⁰⁴ Finanstilsynet.dk

²⁰⁵ Jf. ovenfor gennemgået om egnethedstest og Bekendtgørelse om investorbekendtgørelse ved værdipapirhandel.

²⁰⁶ Bekendtgørelse om god skik er gennemgået i kapitel 1.

Derfor vurderes det, at Roskilde Banks rådgivere ikke havde haft mulighed for at presse produkter ned i halsen på kunderne og ikke ville have haft mulighed for at skjule en provision/bonusordning for kunderne. Det vurderes, at der i forhold til tidligere er et bedre retsgrundlag, og at interessekonflikter dermed alt andet lige må blive mindre i fremtiden. Det retspolitiske hensyn i betragtning 29, om at kunderne skal beskyttes mod interessekonflikter, vurderes at have givet klagerne en bedre beskyttelse. Yderligere fremgår det af god skik-bekendtgørelsen, at rådgivningen skal tilgodese kundernes interesse og tage hensyn til hver enkelt kundes forhold, hvilket heller ikke viste sig at være tilfældet i den pågældende sag.

Af nærværende sag fremgår det, at der er uenighed mellem pengeinstituttet og klagerne om, hvorvidt den i sagen fremførte dokumentation blev præsenteret og udfyldt i forbindelse med rådgivning. Her vurderes MiFID-direktivet at fremme beskyttelsen af både pengeinstitut og kunder, idet begge parter ville have informationerne på skrift via egnethedstesten. Dette bekræftes af compliancechef i Basis Bank, Kristina D. Løye, der mener, at kundernes og pengeinstitutternes sikkerhed i forbindelse med rådgivning er blevet større, da det nu er dokumenteret, hvorvidt rådgivningen har været tilstrækkelig.²⁰⁷

Det bliver i takt med højere beskyttelse for kunderne ligeledes svært for kunderne at påberåbe sig uvidenhed, når det nu er dokumenteret, at pengeinstituttets rådgiver har rådgivet efter MiFID-reglerne, vurderer Helle Anker Munch fra Nykredits interne revision.²⁰⁸ Det vurderes derfor, at begge parter får en højere grad af beskyttelse, hvis alle oplysninger er på skrift og enigheden er dokumenteret med en underskrift. I relation hertil kan nævnes, at CESR i den førnævnte rapport med anbefalinger til EU-kommissionen om ændringer af MiFID-direktivet blandt andet anbefaler indførelse af optagelse af telefonopkald, således at rådgivning over telefonen ligeledes kan dokumenteres. Dette vurderes som et godt initiativ, hvis det bliver oplyst, inden samtalen påbegyndes.

Samlet set vurderes det, at klagerne i nærværende sag ville have været bedre beskyttet, hvis MiFID-direktivet var implementeret på det pågældende tidspunkt. En korrekt anvendt egnethedstest havde givet et bedre rådgivergrundlag og dermed tydeliggjort, hvorvidt investeringen passede til kunderne. De retspolitiske hensyn bag MiFID-direktivet, specielt betragtning 29, 31 og 33 vurderes i den berørte sag at have givet investorerne en bedre beskyttelse.

²⁰⁷ Referat af interview med Compliancechef i Basis Bank, Kristina D. Løye jf. bilag E.

²⁰⁸ Referat af interview med Helle Anker Munch fra intern revision i Nykredit jf. bilag B.

Der findes som tidligere nævnt mange lignende sager om Roskilde Bank, men da de har nogenlunde samme indhold er alene en udvalgt. I det efterfølgende vil en sag om Roskilde Banks salg af egne aktier blive taget under behandling.

6.2.3.3 Rådgivning om salg af egne aktier

Den udvalgte sag vedrører krav om erstatning for tab på lånefinansierede køb af Roskilde Bank aktier.²⁰⁹ Sagens omstændigheder er, at Roskilde Bank ultimo 2005 på eget initiativ tilbød klagerne at låne penge til at investere i Roskilde Bank-aktier. Roskilde Bank anfører, at klagerne tidligere havde købt Roskilde Bank-aktier og derfor måtte have erfaring med disse. Klagerne anfører hertil, at de har arvet de pågældende Roskilde Bank-aktier og dermed ikke selv handlet dem, hvorfor de ingen erfaring havde med køb af aktier.

Klagerne valgte alene at beholde de arvede aktier med henblik på at opnå rente og gebyrmæssige aktionærfordele i Roskilde Bank. Klagerne har yderligere anført, at deres rådgiver i Roskilde Bank overbeviste dem om, at det ville være dumt ikke at følge bankens råd om den lånefinansierede investering i bankens egne aktier. De accepterede i første omgang 200 t.kr. men lod sig senere overtale til at låne og investere i alt 500 t.kr. Klagerne havde tidligere udfyldt en test i forbindelse med pensionsopsparring, og denne test viste, at deres risikoprofil var lav.

Da kursen på aktierne faldt, henvendte klagerne sig flere gange til Roskilde Bank for at sælge aktierne. Dette frarådede banken. Roskilde Bank anfører, at klagerne ved henvendelsen havde givet udtryk for, at de ønskede højt afkast og accepterede, at risikoen for tab var høj. Roskilde Bank anfører samtidig, at klagerne i oktober 2007 med posten modtog materiale vedrørende MiFID, hvor der i materialet var beskrevet konsekvenserne ved MiFID samt en opfordring til at kontakte Roskilde Bank hvis deres investeringsprofil ændrede sig i forhold til formål og risiko. Roskilde Bank anfører yderligere, at de havde foretaget en kreditvurdering af klagerne inden låneoptagelse og vurderet, at de havde en god økonomi.

²⁰⁹ Sags nr.: 555/2008 Spørgsmål om erstatning for tab på lånefinansieret køb af aktier i Roskilde bank. Pengeinstitutsankenævnet:

http://www.pengeinstitutankenaevnet.dk/Da/Forside/Søgiafgørelser/Søgeresultater.aspx?VerdictQ=555%2F2008&VerdictFrom_Day=1&VerdictFrom_Month=8&VerdictFrom_Year=1988&VerdictTo_Day=1&VerdictTo_Month=10&VerdictTo_Year=2010&MaximumResultsPerPage=10.

Pengeinstitutsankenævnet giver i sin konklusion på sagen udtryk for, at de finder det kritisabelt, at Roskilde Bank på egen opfordring anbefalede klagerne at tage lån for at investere dem i bankens aktier. Der var i ankenævnet ikke enighed om sagens udfald, men afgørelsen var, at klagen ikke blev taget til følge, og at banken dermed ikke blev erstatningsansvarlig over for klagerne.

Ankenævnets flertal for, at Roskilde Bank ikke havde begået en ansvarspådragende fejl, begrundes i, at klagerne burde være bevidnet om den risiko, der var forbundet med investeringen og lånefinansiering heraf. Et undertal af medlemmerne i ankenævnet finder Roskilde Bank erstatningsansvarlig i sagen, da banken på eget initiativ tilbyder klagerne en ekstrem risikofyldt aftale. De finder det ligeledes i strid med branchens kutyme at tilbyde kunder lånepakker til køb af egne aktier, og at banken ved denne rådgivning overtræder god skik-bekendtgørelsen. Da flertallet af pengeinstitutankenævnets stemmer talte for en frikendelse af Roskilde Bank i denne sag, blev klagen ikke taget til følge.

6.2.3.4 Vurdering af beskyttelse i forhold til MiFID

Den anførte sag fandt sted før implementeringen af MiFID, hvorfor disse regler ikke kunne beskytte klagerne. Havde MiFID været implementeret, er det min klare vurdering, at klagen var blevet taget til følge, og at pengeinstituttet i denne sag havde været erstatningspligtig.

Dette begrundes blandt andet i, at Roskilde Banks rådgivning ikke levede op til det retspolitiske hensyn, der fremgår af betragtning 30 i MiFID-direktivets præambel.²¹⁰ Ifølge dette hensyn skal MiFID sikre, at tjenesteydelser, herunder rådgivning, leveres på baggrund af kundens initiativ. I nærværende sag kom opfordringen til lånefinansieret køb af Roskilde Bank aktier fra Roskilde Bank. Klagerne blev af deres rådgiver kontaktet og overtalt til at investere. Rådgiveren overbeviste således klagerne om, at det ville være dumt ikke at investere i Roskilde Banks egne aktier. Klagerne lånte derfor på baggrund af anbefalingerne fra rådgiveren flere penge, end de ønskede og havde råd til. Det retspolitiske hensyn om, at rådgivning skal ske på baggrund af kundens eget initiativ, havde i nærværende sag givet klagerne en bedre beskyttelse. Det havde sikret dem, at de rent faktisk ønskede at investere, hvis de selv havde henvendt sig for at få rådgivning herom.

²¹⁰ Betragtning 30 er citeret i kapitel 3 under afsnittet formål og retspolitiske hensyn.

Hvis investeringen var sket på baggrund af kundens initiativ jf. ovenstående, ville Roskilde Bank i dette tilfælde stadig ikke have levet op til det retspolitiske hensyn vedrørende ”best execution” jf. betragtning 33.²¹¹ Dette hensyn har til formål at sikre, at investeringer sker på de for kunden gunstigste vilkår.

I foranstående sag ville Roskilde Bank have handlet ud fra ”best execution”-betragtningen, hvis banken i samråd med kunden havde vurderet, hvorvidt det var bedre for kunden at sprede risikoen i flere typer værdipapirer i stedet for at ”lægge alle sine æg i en kurv.”²¹² Dermed ville den samlede risiko ved investeringen have været væsentlig lavere.

En yderligere begrundelse for at klagerne i nærværende sag ville være bedre beskyttet efter MiFID-direktivets implementering er, at Roskilde Bank ikke oplyste, at de havde interesse i investeringen. Det vurderes, at Roskilde Banks rådgiver i høj grad varetog pengeinstituttets interesse og egen bonusordning. Klagerne blev ikke gjort opmærksomme på, at pengeinstituttet havde interesse i, at klagerne investerede i aktierne. Havde klagerne vidst dette, ville der være chance for, at de havde overvejet investeringen en ekstra gang, inden de sagde ja.

Ifølge MiFID-direktivet var Roskilde Bank pligtig til at oplyse, at de havde interesse heri og til at sikre, at deres interesse ikke skader kunderne. Det retspolitiske hensyn i direktivets betragtning 29, om at beskytte kunderne mod mulige interessekonflikter mellem pengeinstitut og kunde, vurderes derfor at have givet klagerne en bedre beskyttelse, hvis MiFID-direktivet var implementeret på daværende tidspunkt.

Yderligere fremgår det af afgørelsen, at klagerne aldrig tidligere havde handlet med aktier og derfor ingen erfaring havde hermed. Hvis sagen havde fundet sted efter MiFID-direktivets implementering, havde klagerne været kategoriseret som detailkunder. De havde derfor skulle udfylde en egnethedstest i forbindelse med investeringsrådgivningen. I egnethedstesten skal kundernes formål med investeringen, deres finansielle stilling og deres erfaring med de pågældende værdipapirer, tilkendes gives. Klagerne ville have haft svært ved at udfylde formålet med investeringen, idet de ikke selv kunne se formålet med investeringen.

²¹¹ Betragtning 33 er citeret i kapitel 3 under afsnittet Formål - de retspolitiske hensyn.

²¹² Kendt finansierings udtryk. Det betyder, at det er uklogt at investere alle sine penge i *en* type værdipapir, da man herved er meget eksponeret over for kurstab, hvorimod hvis der investeres i forskellige værdipapirer fx aktier og obligationer er kursfølsomheden per definition mindre.

Herudover ville deres finansielle stilling have givet udtryk for, at en investering med lavere risiko havde passet dem bedre. Endelig ville deres manglende erfaring stille større krav om en fyldestgørende rådgivning. En udfyldt og underskrevet egnedstest vurderes derfor som ovenfor gennemgået at have beskyttet kunderne bedre. Der ville mellem kunde og pengeinstitut ikke i samme grad kunne opstå misforståelser, hvis flere informationer var på skrift. Flere informationer på skrift samt underskrift på enighed om indholdet i egnedstesten ville skabe en øget sikkerhed for både kunder og pengeinstitut.

Tre af pengeinstitutsankenævnets fem stemmer førte til, at klagen ikke blev taget til følge. De resterende to medlemmer fandt dog Roskilde Bank erstatningsansvarlige, idet de lagde til grund, at Roskilde Banks rådgivning strider imod god skik-bekendtgørelsen på grund af den mangelfulde rådgivning, samt strider imod branchens kutyme ved at tilbyde lånefinansierede køb af egne aktier. Kunderne kunne derfor have fået erstatning ud fra god skik-bekendtgørelsen, men der var tilsyneladende ikke tilstrækkeligt grundlag for dette ifølge stemmeflertallet i pengeinstitutsankenævnet.

De retspolitiske hensyn jf. MiFID-direktivets betragtning 2 og betragtning 44, der begge omhandler et ønske om bedre beskyttelse af investorerne ud fra større harmonisering og gennemsigtighed i forbindelse med transaktioner og tjenesteydelser, samt betragtning 29 og 30 om kundens initiativ og interessekonflikter, ville tilsammen have gjort den forskel, at klagerne var blevet bedre beskyttet, og at denne sag var forhindret. Det er derfor min klare overbevisning, at MiFID-direktivet og de retspolitiske hensyn i dag giver investorerne en højere grad af beskyttelse end før direktivets implementering.

Kapitel 7. Konklusion

I takt med udviklingen på det finansielle marked, hvor antallet af aktive investorer og de finansielle produkters kompleksitet er steget markant, var der behov for yderligere regulering af pengeinstitutter, specielt i forbindelse med investeringsrådgivning. MiFID-direktivet blev implementeret på baggrund af retspolitiske hensyn om blandt andet at sikre en bedre beskyttelse af investorerne.

Det blev derfor vurderet interessant at undersøge, hvorvidt de retspolitiske hensyn i forbindelse med højt investorbeskyttelsesniveau reelt set har bevirket, at investorerne er blevet bedre beskyttet efter implementeringen af MiFID-direktivet i de danske bekendtgørelser. Den retsdogmatiske analyse har taget udgangspunkt i en belysning af MiFID-direktivets bestemmelser i relation til investorbeskyttelse samt en vurdering af, hvorvidt investorer i konkrete afgørelser fra pengeinstitutankenævnet havde været bedre beskyttet i dag. De udvalgte afgørelser vedrører Roskilde Bank, der er valgt som et oplagt eksempel på, hvor galt det kan gå i relation til dårlig rådgivning.

MiFID-direktivet havde implementeringsfrist den 1. november 2007. Direktivet stiller blandt andet krav om, at pengeinstitutterne inddeler deres kunder i tre kategorier, hvoraf detailkundekategorien opnår den højeste grad af beskyttelse. Pengeinstitutterne skal efter MiFID-direktivets implementering opnå et dybere kendskab til deres kunder, inden der må ydes investeringsrådgivning. Dybere kendskab til kunderne er viden om kundernes økonomi, risikovillighed, investeringsformål og erfaring fra tidligere handel med finansielle produkter. Når pengeinstituttet har dokumenteret kendskabet til ovennævnte, må de rådgive kunden og give kunden personlige anbefalinger om investering i finansielle produkter.

Direktivet stiller ligeledes krav om, at pengeinstitutterne overholder de organisatoriske krav, der via implementering af forretningsgange og registre i pengeinstituttet skal sikre beskyttelse af kundernes aktiver samt sikre, at der ikke opstår interessekonflikter, der kan skade kunderne. Beskyttelse af kundeaktiver er et område, hvorpå der fra den eksterne revisor afgives særskilt revisorerklæring. Bekendtgørelsens krav om identifikation og forebyggelse af interessekonflikter, samt krav om at føre register herover, afgives der derimod ikke revisorerklæring om. Dette vurderes uhensigtsmæssigt, hvorfor det anbefales, at en sådan erklæring indføres. Finanstilsynet foretager dog undersøgelser af interessekonfliktområdet, men disse undersøgelser vurderes ikke at være i tilstrækkeligt omfang.

Alt i alt vurderes interessekonflikter ikke løst i forbindelse med MiFID-direktivets implementering, men det er et stort skridt i den rigtige retning. MiFID-direktivet vurderes dog samlet set at ville have beskyttet klagerne i de udvalgte afgørelser bedre, hvis direktivet havde været implementeret på daværende tidspunkt. Dette begrundes i, at de retspolitiske hensyn om, at der i forbindelse med rådgivningen ikke opstår skadelige interessekonflikter, at rådgivningen er leveret på baggrund af kundens initiativ, at privatkunder opnår den højeste grad af beskyttelse samt at investeringer sker på de for kunden gunstigste vilkår, havde sikret klagerne bedre beskyttelse i de pågældende afgørelser.

Den bedre beskyttelse begrundes ligeledes i, at kravet om, at pengeinstitutterne skal kende deres kunder og kunne dokumentere dette, sikrer, at pengeinstituttet har taget alle væsentlige informationer om kunden i betragtning, inden investeringer anbefales. Herved sikres, både for kunden og for pengeinstituttet, at der ikke opstår tvivlstilfælde om, hvorvidt rådgivningen har levet op til MiFID. Der er således med MiFID-direktivet kommet krav om at have al væsentlig information på skrift. Dette gælder såvel information om kunden, jf. ”Kend din kunde”-princippet samt skriftlige forretningsgange i relation til de organisatoriske krav. Tilsammen sikres herved en bedre beskyttelse af kunderne.

At de danske pengeinstitutter overholder MiFID-direktivet er essentielt for kundernes beskyttelse. Pengeinstituttets ledelse og deres compliancefunktion, den interne og eksterne revision, har sammen med Finanstilsynet ansvaret for direktivets overholdelse. Disse funktioner sikrer tilsammen, at investorerne får den beskyttelse, som de retspolitiske hensyn tilsigter. Overtrædes bestemmelserne i MiFID-direktivet, bliver relevante parter stillet til ansvar. Sanktioner i forbindelse hermed kan både have privatretlig og offentligretlig karakter. Finanstilsynet er som den danske kompetente myndighed helt overordnet ansvarlig for at kontrollere, at direktivet og bestemmelserne i de danske bekendtgørelser overholdes.

Det konkluderes på baggrund af ovenstående, at de retspolitiske hensyn i relation til MiFID og højt investorbeskyttelsesniveau har forbedret investorernes beskyttelse væsentligt. De retspolitiske hensyn er dermed i høj grad opfyldt via implementeringen af MiFID-direktivet i de danske bekendtgørelser. Der vurderes dog fortsat at være behov for yderligere beskyttelsesregler for en totalsikring af investorernes beskyttelse og de retspolitiske hensyns opfyldelse. Denne beskyttelse kan som nævnt være i form af flere undersøgelser fra Finanstilsynet, en revisorerklæring på interessekonfliktområdet, optagelse af telefonopkald i forbindelse med rådgivning samt anden yderligere regulering af pengeinstitutters investeringsrådgivning.

Litteraturliste

Direktiver

- Direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004.
MiFID-direktivet.
- Direktiv 2006/73/EF af 10. august 2006.
MiFID-direktivets gennemførelsesbestemmelser.
- Direktiv 1993/22/EØF af 10. maj 1993.
Investerings servicedirektivet.

Love:

- LBK nr. 1125 af 23/09/2010.
Lov om finansiel virksomhed.
- LOV nr. 470 af 12/06/2009.
Lov om aktie- og anpartsselskaber, Selskabsloven.
- LBK nr. 885 af 20/09/2005.
Bekendtgørelse af lov om erstatningsansvar.
- LOV nr. 11000 af 15/04/1683.
Kong Christian Den Femtes Danske Lov, Tredje bog, kapitel 19, punkt 2.
- LBK nr. 1235 af 26/10/2010.
Bekendtgørelse af straffeloven.

Bekendtgørelser

- BEK nr. 964 af 30/09/2009.
Bekendtgørelse om investorbekendtgørelse ved værdipapirhandel.
- BEK nr. 965 af 30/09/2009.
Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder.
- BEK nr. 1348 af 11/12/2009.
Bekendtgørelse om revisionens gennemførelse i finansielle virksomheder m.v. samt finansielle koncerner.
- BEK nr. 428 af 09/05/2007.
Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler.
- BEK nr. 668 af 26/06/2008.
Bekendtgørelse om godkendte revisorers erklæringer.

Vejledninger

- VEJ nr. 86 af 13/10/2009.
Vejledning til bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder.
- VEJ nr. 9473 af 27/07/2005.
Vejledning om krav i den finansielle lovgivning til direktørers og bestyrelsesmedlemmers egnethed og hæderlighed (fit & proper) og krav til godkendelse af ejere af kvalificerede andele.
- VEJ nr. 87 af 15/10/2009.
Vejledning til bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel.
- VEJ nr. 10310 af 19/12/2007.
Vejledning til bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler.

Afgørelser fra pengeinstitutsankenævnet

- Sags nr.: 555/2008.
Spørgsmål om erstatning for tab på lånefinansieret køb af aktier i Roskilde Bank.
- Sags nr.: 710/2009.
Rådgivning om belåning af friværdi i fast ejendom til køb af investeringsbeviser i BankInvest Højrentelande.

Bøger:

- Lov om Finansiell virksomhed – med kommentarer, 1. udgave/1 oplag, forlaget Thomson 2007.
- Selskabsformerne – lærebog i selskabsformerne. 6. udgave ved Jurist- og Økonomiforbundet.
- Materialesamling 2006-1, cand.merc.aud., Institut for Regnskab og Revision, efterår 2006.
- Revisor, Regulering og Rapportering, af K. Fücksel, P. Gath, L. Langsted og J. Skovby, forlaget Thomson 2005
- Revisorhåndbogen 2010 af forlaget Thomson Reuters.
- Erhvervsjura, af Børge Dahl, 10. udgave, Handelshøjskolens Forlag, 2008
- Erhvervsjuridisk lærebog, af U. Rammeskov Bang-Pedersen, N. Jul Clausen, N. Dietz Legind, P. Mortensen og H. Viggo Godsk Pedersen, Forlaget Pejus, 2008
- Revisors erstatnings- & disciplinæransvar, af Søren Halling-Overgaard, Jurist- og økonomiforbundets forlag, 2009

Artikler:

- MiFID (Markets in Financial Instruments Directive), af Tom Larsen og Thomas Hjortkjær Petersen, Foreningen for Interne Revisorer, Årgang 12, nummer 36, august 2007.
- Fokus på investorbekyttelse, Kapitalmarkedsgruppens Nyhedsbrev, af David Moalem, Jens Ringbæk, Thomas Hjortkjær Petersen, Susanne Friis Skov og Tom Fabricius Storm, Deloitte, marts 2009.
- Revision af pengeinstitutter, af Thomas Hjortkjær Petersen, INSPI – Tidsskrift for revision, økonomi og ledelse, Årgang 39, nr. 3, 2009.
- Erfaringer viser, at vurdering og implementering af MiFID-reglerne for kundekategorisering, egnedestest samt ordreudførelsespolitikken stiller store krav til de daglige rutiner, af Lisbet Kragelund, KPMG 2007.
- Ekspert: Investorer skal beskyttes bedre, af John Hansen, Lene Andersen, Kristoffer Brahm og Jesper Høberg, www.epn.dk, februar 2010.
- Jyske Bank kostede kunder 800 mio. kr., artikel på Forbrugerrådet.dk, august 2009.
- Advokat: Staten skal redde ruinerede Roskilde Bank-kunder, artikel på Business.dk, juli 2009.
- Alle bør gå en tur i banken, af Hanne Arentoft, Business.dk, fra Berlingske Tidende, april 2009.
- Roskilde Bank: Det store forræderi, af John Hansen, Lene Andersen, Kristoffer Brahm og Jesper Høberg, www.epn.dk, februar 2010.
- Roskilde Bank vedkender sig ansvar for dårlig rådgivning, af Jesper Erik Sørensen. dr.dk. nyheder, penge, februar 2010.
- Roskilde Bank anklages for at malke kunderne, af Christina Agger og Susanne Baden Jensen, avisen.dk, august 2008.
- Roskilde Bank opfordrede til køb af egne aktier, artikel på business.dk, juli 2008.
- Forbrugerrådet: Pas på bankens egne aktier, af Dorthe Lønstrup, artikel fra politiken.dk, august 2008.

Andre publikationer:

- Presseseminar, MiFID – et overblik og Rådgivning efter MIFID, Finansrådet oktober 2007.
- Sammenfatning af advokatundersøgelse af visse forhold i Roskilde Bank af advokat Mogens Skipper-Petersen og advokat Henrik Stenbjerre. August 2009.
- Rapport efter undersøgelse af Roskilde Bank A/S af Finanstilsynet, september 2008
- Roskilde Banks Årsrapport 2009, marts 2010
- Kendelse vedrørende Aktiv Boliginvest, Pressemeddelelse fra Roskilde Bank, november 2009
- Pengeinstitutankenævnets årsberetning for 2009, april 2010.
- Fremtidig finansiel regulering, Finansrådet september 2010.
- Technical Advice, MiFID review, CESR juli 2010

Hjemmesider:

- www.finanstilsynet.dk
- www.finansraadet.dk
- www.nationalbanken.dk
- www.europa.eu
- www.pengeogpensionspanelet.dk
- www.epn.dk
- www.denstoredanske.dk
- www.retssal.dk
- www.roskildebank.dk
- www.business.dk
- www.dr.dk
- www.avisen.dk
- www.politiken.dk

Bilagsoversigt

Bilag A:

Referat af interview med Michael Ølgaard, investeringschef i Sydbank.

Bilag B:

Referat af interview med Claus Okholm og Helle Anker Munch, intern revision i Nykredit.

Bilag C:

Referat af telefoninterview med Jeppe Engsig, privatrådgiver i Danske Bank.

Bilag D:

Referat af interview med Jens Ringbæk, statsautoriseret revisor i Deloitte.

Bilag E:

Referat af interview med Kristina D. Løye, compliancechef i Basis Bank

Bilag F:

Oversigt fra finanstilsynet over hvilke bekendtgørelser, der implementerer MiFID i dansk ret.

Bilag A:

Referat af interview med Michael Ølgaard

Stilling: Investeringschef i Sydbank

Uddannelse og erfaring:

Michael har været bankelev i fællesbanken. Han har været i banksektoren i 24 år og har deltaget i de forskellige bankskoler. Herudover har han en HD i finansiering. De seneste 18 år har Michael arbejdet i Sydbanks investeringsafdeling, hvoraf 6 år har været som investeringschef. Investeringsrådgivning har været en stor del af Michaels liv i rigtig mange år.

Hvordan er du berørt af MiFID i dit daglige arbejde?

MiFID er en stor del af Michaels hverdag i form af rådgivning af kunder. Michael fortæller, at de i Sydbank har it-systemer, der kontrollerer, om de har de oplysninger, de skal have i forbindelse med rådgivning. Her nævner Michael oplysninger om kundens investeringshorisont, behovet for løbende udbetaling, oplysninger til risikoprofilen og om kunden har kendskab til de forskellige produkter, inden de ifølge Michael anbefaler et produkt som for eksempel en aktie, en obligation osv.

Hvilke fordele og ulemper mener du, at der er ved MiFID?

Fordele:

Michael mener helt klart, at en af fordelene ved MIFID-direktivet er, at det tydeligt bliver fastlagt med kundens egne ord, hvilken risiko kunden ønsker at løbe. MiFID giver bedre indblik end tidligere, mener Michael. Det er et godt værktøj til at sikre sig, at man er kommet rundt om alle de forskellige aspekter vedrørende kunden, herunder tænker Michael på risikoprofil, investeringshorisont, kundens reelle kendskab til produkterne osv.

Michael mener, at det i dag giver kunderne en større sikkerhed i forbindelse med rådgivningen. Han fortæller, at for 5-10 år siden, før MiFID, var man som rådgiver ikke lige så opmærksom på, hvad det var for en kunde, man havde med at gøre. Tidligere var det ifølge Michael mere et spørgsmål om den enkelte rådgivers holdning til, hvad der kunne være godt at investere i, hvorimod det i dag i højere grad et spørgsmål om, at kunderne virkelig er blevet hørt, og at det reelt er på baggrund af kundens ønsker. Michael fortæller, at der i dag er mere arbejde i at sikre sig dette, inden der gives anbefalinger til kunden, men det gør også, at de ifølge Michael er overbevidste om, at det er de rigtige kunder, der køber de rigtige produkter.

Michael mener, at MiFID virker efter hensigten og giver kunderne en sikkerhed for, at banken giver dem den rigtige rådgivning i forhold til den enkelte kundes forhold.

Ulemper:

Michael mener, at det er en ulempe ved MiFID, at det en gang imellem virker en anelse for firkantet. Det er i mange situationer lidt besværligt, og mange kunder har svært ved at forstå, at rådgiverne skal kende så dybdegående ting om kunderne, før de overhovedet må rådgive, fortæller Michael.

Dette gælder ifølge Michael specielt i situationer, hvor en kunde ikke i forvejen er kunde i banken. Der skal hele proceduren igennem med kunden, og spørgsmål om formueforhold, indkomstforhold, risikoprofil oplysninger skal stilles, inden et simpelt investeringsforslag kan gives til kunden. Ifølge Michael kan det hurtigt tage ca. 1 time for en ny kunde. Normalt kan man dog, ifølge Michael, komme igennem proceduren på ca. ½ time for en eksisterende kunde.

Michael mener, at der til tider er for meget administration med MiFID. Det gælder især kunder, der har "så stor" en formue, og ikke ønsker at fortælle om det, men som forsikrer rådgiveren om, at den er rigeligt stor til det lille beløb, som kunden vil investere. Ifølge MiFID skal man dog have et kendskab til den aktuelle formue, hvilket giver situationer, hvor Michael er nødt til at sige til kunden, at han skal kende formuens præcise beløb for at kunne rådgive. Dette mener Michael simpelthen er for firkantet. Han savner en form for fleksibilitet ved MiFID, således at kunden kunne sige *"jeg ønsker rådgivning, men vil ikke oplyse om min formue ud fra den betragtning, at det er så lille en del af min formue, jeg investerer."*

Ville du i denne situation ikke bare kunne køre det som execution only?

Michael fortæller, at hvis en kunde ringer og vil købe et bestemt produkt, så handler de det under execution only. Problemet her kan ifølge Michael være, at det kan være svært at køre det som execution only, hvis rådgiveren har været i dialog med kunden om fordelene ved forskellige produkter. I denne situation kan en handel ifølge Michael ikke bare køres som execution only, fordi kunden ikke vil give nogle oplysninger til sidst i rådgivningen. Det kan være en svær afvejning, fortæller Michael, for i princippet kan samme kunde ringe op kort tid efter og ønske at købe samme produkt under execution only uden rådgivning.

Som rådgivningsbank, mener Michael ikke at det ville gå. Han mener, at Finanstilsynet ville slå ned på dette. Michael fortæller, at Finanstilsynet beder om statistikker på, hvad der er handlet med "ja" i rådgivning, og hvad der er handlet som execution only. Som rådgivningsbank ville det se forkeret ud, hvis det meste var handlet som execution only, mener Michael, og uddyber, at der måske hos internet mæglerne kunne være en risiko for dette. Michael fortæller yderligere, at de i øjeblikket ligger på 50-50 i forhold til rådgivning vs. execution only. Det er ikke tilstrækkeligt godt endnu, mener Michael, da de gerne vil op på ca. 70 % med "ja" til rådgivning.

Kan der være en risiko for, at efterspørgslen efter handel med finansielle produkter bliver lavere, fordi det bliver for besværligt at handle dem?

Michael mener godt, at der kan være en risiko for, at nogle kunder vælger rådgivning fra, da de mener, det er for tidskrævende og besværligt, hvor de samme kunder måske tidligere havde efterspurgt rådgivning. Michael tror, at der kan være kunder, der i stedet for rådgivning handler via netbank og dermed kommer til at få en forkeret portefølje og risiko i forhold til deres profil. Disse kunder vil ifølge Michael købe aktier efter trend. Altså når der er en stigende trend for en aktietype, vil de lægge hele deres formue heri. Her er det ifølge Michael vigtigt, at kunden kontakter en rådgivningsbank, og rådgiveren sørger for at fortælle kunden, hvordan porteføljen historisk har udviklet sig.

Bliver der foretaget investeringsrådgivning ude i filialerne, eller bliver kunderne henvist hertil investeringsafdelingen?

I Sydbank har de en regel om, at hvis kunderne har en placeringsformue på over 500.000 kr., kan de blive tilbudt en investeringsrådgiver, fortæller Michael og uddyber, at hvis kunderne har under 500.000 kr. som formue, bliver de som udgangspunkt rådgivet i deres tilknyttede filial. Det er ifølge Michael sjældent, at en almindelig rådgiver har med komplekse produkter at gøre. Så snart en kunde ønsker at handle med komplekse produkter, bliver kunden henvist til investeringsafdelingen. I filialerne anvendes ifølge Michael en elektronisk placeringsløsningsmodel. Michael fortæller, at med dette program kan rådgiveren rimeligt nemt få overblik over en kundes risikoprofil, tidshorizont ol. Systemet giver et forslag til, hvordan denne kundes investering skal placeres. Der er ifølge Michael en investeringsansvarlig i hver filial, der sørger for at klæde de enkelte kunderådgivere på. Ca. tre til fire gange årligt kommer de investeringsansvarlige ind til Michael, således at det sikres, at de investeringsansvarlige er rustet til opgaven.

Hvordan tror du, udviklingen vil være i fremtiden?

Michael mener, at der ingen tvivl er om, at der vil komme øget fokus på investorbekyttelse i fremtiden, og at bankerne vil blive mere påpasselige med at sikre sig, at alt er registreret før, at der rådgives. Bankerne vil i fremtiden være mere forsigtige med produktudvikling, mener Michael.

Der er mange, der er blevet klogere af finanskrisen, påpeger Michael. Han fortæller yderligere, at der ingen tvivl er om, at der rundt om i de danske banker sidder rådgivere, der har rådgivet om et produkt, der under finanskrisen ikke artede sig som forventet, og derfor vil denne rådgiver i dag tænke, at de må erkende, at der har de rådgivet kunden forkert. Der er meget mere opmærksomhed på dette i dag og vil komme yderligere fremover, mener Michael. Der må ifølge Michael ligeledes være kunder, hvor det viste sig, at de havde en anden risikoprofil, end de havde regnet med, og efter finanskrisen ikke er lige så risikovillige som tidligere.

Finanskrisen har vist, at mange af de finansielle produkter, bankerne har udviklet, har været direkte vanvittige, mener Michael, fordi der reelt set ikke var nogen, der havde forstået konsekvenserne ved produktet. Derfor mener Michael, at der er behov for yderligere regulering heraf. Michael nævner et eksempel, hvor nogle garantiobligationer var strikket sådan sammen, at det viste sig, at garantien reelt ikke var til stede, fordi de var koblet op på nogle kreditbegivenheder, hvor risikoen ved disse kreditbegivenheder gjorde, at de pludselig var nul værd. Problemet var, at mange rådgivere ikke havde forstået produktet, og derfor er Michael sikker på, at der kommer regulering i forhold til, hvilke produkter der er på markedet, og hvilke der må udvikles.

Herudover mener Michael, at der kommer yderligere regulering i forbindelse med bankernes salg af egne aktier i relation til MiFID. Dette mener han set i lyset af den rådgivning, der har været, blandt andet hvor banker har lavet lånepakker til finansiering af køb af egne aktier. Sydbank har ifølge Michael overtaget nogle af kunderne fra Roskilde Bank. Her nævner han et eksempel, hvor et skolelæ-repar tæt på pensionsalderen havde købt et produkt, som Roskilde Bank kaldte boligsikring. De havde fået et lån i huset og havde for adskillige hundrede tusind kr. købt bankaktier og nogle højrente-obligationer. Højrenteobligationerne kunne måske give en forrentning, men Roskilde Bank-aktierne var nul værd. Dette er Michael sikker på, at MiFID i fremtiden vil regulere, og at der bliver slået hårdt ned på rådgivning om køb af egne aktier.

På netbankområdet og execution only mener Michael også, at der kommer yderligere regulering i fremtiden. I Sydbank er de i gang med at ændre netbanken, således at kunderne skal indtaste en risikoprofil, selvom de ikke skal have rådgivning, hvorefter denne risikoprofil bliver koblet op imod de pågældende handler, således at kunden bliver gjort opmærksom på, at handlen ikke matcher deres risikoprofil, fortæller Michael. Dette vil også afhjælpe eventuelle tastefejl, uddyber han.

Tror du, at dette kan have indflydelse på efterspørgslen af produkter via netbank? Hvis for eksempel nogle af de "tunge drenge", der handler en hel del, bliver forsinket et par minutter på en handel, fordi de skal udfylde et skema, inden de kan handle?

Michael er overbevist om, at dette ikke kommer til at få indflydelse herpå. Han fortæller, at det bliver sådan, at kunderne en gang for alle skal ind og udfylde deres risikoprofil for at kunne handle. Det bliver således en engangsudfyldelse. Derefter forventer Michael, at kunderne i forbindelse med deres handel bliver gjort opmærksom på, hvis de ryger ud over deres risikoprofil. Dette kunne ifølge Michael være i form af en pop-op-tekst, hvor der står: *"Kære kunde, du er ved at handle ud over din normale risiko. Er du sikker på, at du vil handle?"* Michael kan godt se, at det for nogen kunder kan være irriterende, og i nogle tilfælde betyde, at markedet i mellemtiden har flyttet sig. Michael mener dog ikke, at dette vil have den store betydning. *"Hellere safe than sorry"*, siger han.

Har du yderligere at tilføje omkring MiFID?

Michael mener alt i alt, at MiFID-direktivet har haft en positiv effekt. Det negative set med bankbriller er ifølge Michael, at administrationen er meget tung, og at der ikke skal så meget til, før kunder kan blive tilkendt erstatning. Bankerne bliver betalt for at yde rådgivning på den måde, at kunderne betaler en kurtage der er op til 5 gange større, når de får rådgivning, end hvis de selv handlede via netbanken, fortæller Michael. Derfor mener han, at når det er dyrere at handle igennem en investeringsrådgiver, skal det også være en rådgivning, der har den kvalitet, som kunderne ønsker og kan være trygge ved.

Bilag B

Referat af interview med Claus Okholm og Helle Anker Munch

Stilling:

Claus Okholm: Intern revisionschef i Nykredit

Helle Anker Munch: Intern revisor i Nykredit

Uddannelse og erfaring:

Claus er uddannet statsautoriseret revisor. Han har været intern revisionschef hos Codan forsikring og i Nykredit siden 1999. Helle er uddannet cand.merc.aud. Hun har tidligere arbejdet som revisor i Arthur Andersen og har 5 års erfaring som intern revisor i Nykredit.

Hvordan er I berørt af MiFID i jeres arbejde?

Claus fortæller, at Nykredits interne revision baserer sig meget på det arbejde, der bliver udført i complianceafdelingen. De har derudover lavet et revisionsprogram for at sikre, at Nykredit overholder MiFID-regelsættet. Claus og Helle gennemgår compliancefunktionens rapportering, deres set-up og deres arbejdsplaner. Herudover udtaler Claus sig i protokollen hvert år, om compliancefunktionen fungerer efter hensigten. Claus og Helle har løbende møder med compliancechefen. Herudover har Helle og Claus været med i dialogen om klassificering af kunderne sammen med compliance.

Hvilke fordele og ulemper mener I, der er ved MiFID?

Fordele:

Helle og Claus mener, at der som udgangspunkt er kommet højere beskyttelse af kunderne rent juridisk, idet pengeinstitutterne skal informere deres kunder om væsentligt mere. Små virksomheder er klassificeret som privatkunder, og de har fået højere beskyttelse, end de har haft tidligere. Herudover mener Helle, at det er en fordel, at der vil være mindre konkurrenceforvriddning på tværs af bankerne. Helle mener også, at MiFID beskytter begge veje. Det er blevet sværere for kunderne at påberåbe sig uvidenhed, når det er dokumenteret, at bankens rådgiver har rådgivet efter MiFID-reglerne.

Ulemper:

Claus mener, at det er en ulempe, hvis der sidder kunder, der har viden og økonomi til at handle, men føler, at de får en masse rådgivning, som de ikke er interesseret i. Derudover mener Claus, at det koster en masse penge for bankerne, og at der kun er en til at betale dette, og det er kunderne. Det er således blevet dyrere for kunderne at handle. Afslutningsvist mener Claus, at det er et rimeligt omstændigt regelsæt, og at dokumentationskravet er meget omkostningsfyldt. Helle tilføjer, at den tid, der skal bruges på en kunde på at dokumentere og arkivere, er blevet væsentligt større. Dette betaler kunderne for indirekte via gebyrer ol.

Claus mener overordnet, at der bruges flere ressourcer end egentlig nødvendigt. Claus mener ikke, at det skaber merværdi for kunderne, men at det skaber nogle krav til, hvordan tingene skal være formaliseret og dokumenteret. Han tror ikke, at vi bliver rigere af at have indført sådan et regelsæt, tværtimod, det koster nogle penge, og der er nogen, der skal betale det, og det er kunderne. Det skaber dog en større bevidsthed omkring rådgivningen i forbindelse med udarbejdelse af al den dokumentation.

Helle udtaler, at det er de færreste kunder, der rent faktisk har behov for den beskyttelse, som MiFID giver, i forhold til hvor mange ressourcer banken bruger på det. Helles personlige vurdering som kunde er, at hun så hellere ville være knap så beskyttet og så lade være med at kaste sig ud i noget, man ikke ved noget om. Helle ville for eksempel aldrig gå ud og tegne en swap.

Claus og Helle er begge enige om, at det ville være smart, hvis der var mulighed for i nogle situationer at vælge MiFID-reglerne til eller fra, og dermed få en besparelse, men dermed også en større risiko.

Både Claus og Helle ville overordnet gerne have haft, at der var mulighed for lempeligere krav omkring dokumentationsgraden. De mener begge, at det er meget omstændigt, og uden mulighed for at gå på kompromis i specifikke situationer, hvor det måske ikke var nødvendigt at gå hele møllen igennem.

Interessekonflikter, er investorerne bedre beskyttet med MiFID?

Helle mener, at reglerne i MiFID om interessekonflikter er i meget god harmoni med pengeinstitutternes interesse. Pengeinstitutterne er nemlig heller ikke interesseret i, at der sidder kunderådgivere og meler egen kage. Det er et område, der er svært at kontrollere, og der vil ifølge Helle altid være uærlige mennesker. MiFID-reglerne om interessekonflikter er et skridt i den rigtige retning. Det er nu et krav, at virksomheden skal identificere potentielle interessekonflikter og føre et register herover. Det er dog kun blevet marginalt bedre med MiFID-reglerne, mener Claus, og uddyber, at der blot er kommet flere dokumentationskrav, og ikke den store effekt i forhold til hvilket regelsæt, der i øvrigt gør sig gældende for pengeinstitutterne.

Helle indskyder, at man skal huske, at det er et EU-regelsæt, der gør sig gældende. Helle mener, at der således kan være lande, der ikke har haft så strenge regler som i Danmark, og at der derfor kan være sket en større regulering i forbindelse med implementering af MiFID-reglerne i de andre lande. Der kan ligeledes være andre små pengeinstitutter, hvor det ikke har fungeret lige så godt som blandt andet Nykredit, hvor disse pengeinstitutter havde brug for en yderligere regulering.

Beskyttelse af kundeaktiver, burde det være Finanstilsynets opgave at kontrollere?

Claus har den holdning, at hvis man ser revisionsbekendtgørelsen som helhed, indeholder den en lang række at'er, hvoraf en lang række af dem ikke direkte har noget med årsrapportens udarbejdelse at gøre. Disse at'er er noget, Finanstilsynet har outsourcet. Det er en opgave, som tilsynsmyndighederne egentlig burde varetage, men de har bedt revisor om at undersøge disse forhold. Claus mener, at det samme gør sig gældende med beskyttelse af kundeaktiver. Det er en opgave for Finanstilsynet, men de har outsourcet den til revisor.

Han mener yderligere, at det ud fra en samfundsøkonomisk betragtning ville være dyrere, hvis den lå hos Finanstilsynet. Det er alt for omstændigt for Finanstilsynet at varetage disse opgaver. Derfor er det revisor, der erklærer sig herom. Det ville være alt for tungt og omkostningsfuldt for finanstilsynet, og dermed fornuftigt at det ligger hos revisionen, selvom det ikke er en del af den finansielle revision.

Tror I, at MiFID har skabt en større tillid til den finansielle sektor eller kommer til det?

Claus tror at den danske befolkning generelt mener, at den finansielle sektor er utroværdig, at det er nogle "banditter i habitter". Han mener ikke, at MiFID har skabt tillid til den finansielle sektor. Den almindelige dansker tænker ikke over, hvad MiFID er. Han mener også, at man ikke kan sammenligne finanskrisen med MIFID, de har ikke noget med hinanden at gøre, men for fru Hansen på gaden som ikke ved bedre, så kan hun jo måske konkludere, at det ikke har virket, da der alligevel kom finanskrisen.

Hvordan tror I, det bliver i fremtiden?

Claus og Helle er begge enige om, at der i fremtiden bliver mere fokus på investorbeskyttelse, især set i lyset af den finansielle krise. Claus mener, at det måske kunne komme til at omfatte aktionærerne på et tidspunkt. Han ved ikke lige hvordan, men mener, at der vil være stigende fokus på dette område.

Bilag C

Referat af telefoninterview med Jeppe Engsig

Stilling:

Privatrådgiver i Danske Bank

Hvilke fordele og ulemper mener du, at der er ved MiFID?

Fordele:

Jeppe mener, at MiFID-direktivet er godt, fordi det kan beskytte kunderne mod ”de onde banker”, som lokker kunderne til at investere i noget, de ikke ønsker. Det er også en fordel, hvis kunderne overhovedet ikke ved, hvad en aktie er, og ikke ved, hvad risikoen ved at investere i denne er.

Jeppe fortæller, at MiFID har hjulpet i de situationer, hvor bankerne stiller krav om, at kunderne skal købe en masse af bankens egne aktier for at få et lån. Det kan bankerne ikke slippe af sted med på samme måde mere.

Jeppe fortæller yderligere, at de i Danske Bank har fået kunder fra Roskilde Bank, som kommer med en stor gæld og alligevel en masse aktier. Når han spørger kunderne hvorfor, svarer de, at ”det sagde min bankrådgiver var en god ide”. Dette er Jeppe rystet over, og mener helt klart, at MiFID er en fordel på dette område. Ifølge Jeppe lokkede Roskilde Bank for eksempel med, at kunderne kunne få billigere rente, hvis de købte bankens aktier. Jeppe siger, at nu hvor MiFID er kommet til, skal det kunne dokumenteres, hvad kundens formål med at købe aktier er. Han siger yderligere, at der ofte køres statistikker osv., hvilket bevirker, at det ville blive opdaget, hvis kunden ikke var blevet rådgivet ordentligt og i forhold til kundens ønsker.

Ifølge Jeppe er formålet med MiFID-reglerne både at hjælpe kunderne og at holde bankens ryg fri. Han nævner som eksempel, at hvis en kunde har købt en aktie, og det går godt, så er kunden glad og mener, at det er kundens egen fortjeneste at have investeret godt, men går det skidt, så er det helt klart bankens skyld. Reglerne og dokumentationen hjælper derfor bankerne med at holde ryggen fri.

Ulempe:

Det er dog ifølge Jeppe nogle meget stramme lovtekster. Han giver hertil et eksempel, hvor en kunde vil købe for 1000 kr. Carlsberg-aktier. Jeppe fortæller at dette sagtens kan tage 45 min. at få det igennem. Dette mener Jeppe er alt for lang tid. De skal igennem investeringsprofiler og risikoprofiler osv.

Jeppe fortæller yderligere, at hvis en kunde ringer og vil købe et bestemt produkt, og det skal være nu, så køres det igennem uden rådgivning. Men så bliver kunderne samtidig sure over, at banken fralægger sig alt ansvar, hvis kunden ikke har udfyldt profilerne. Ifølge Jeppe giver det derfor i begge situationer sure kunder, da de enten skal bruge 45 min., eller banken fraskriver sig ansvaret. Han mener ikke, at kunden opfatter, at det var til sit eget bedste at skulle igennem al den dokumentation.

Jeppes fortæller, at der er alt for meget, der skal dokumenteres og have underskrifter på for at sikre, at kunden har forstået det hele. Han mener egentligt ikke, at kunden er meget bedre beskyttet, men at det bare er blevet gjort mere besværligt.

Jeppes synes, at spørgeskemaerne er meget omstændige. Som eksempel herpå nævner Jeppes det første spørgsmål på deres blanketter: ”Ved du, hvad en obligation er?” og ”ved du, hvad en aktie er?”. Det er for omstændigt for folk, der har siddet og handlet i 30 eller 40 år, mener Jeppes. Det bliver de irriteret over, og det kan Jeppes godt forstå. Han fortæller, at der blandt hans kollegaer også er en generel holdning om, at det ikke er noget, de er så glade for, fordi det koster for meget tid og arbejde.

Jeppes mener generelt, at det er for meget, der skal foretages i forhold til, hvor lidt det hjælper. Man skal som rådgiver tage et kursus, for hvor meget man må rådgive. Dem af Jeppes kollegaer, der har rådgivet i 30 år, skal stadig tage et kursus, som ifølge Jeppes er på børneniveau. Kurserne er ifølge Jeppes alt for grundlæggende og tager alt for lang tid. Hvis rådgivning og salg normalt tog en halv time tidligere, tager det nu halvanden time. Det koster nogle penge, påpeger Jeppes, og det er i sidste ende forbrugeren, der betaler. Forbrugere bliver irriteret over, at rådgivningen er dyr. Nu koster det 400 kr. at sælge mine aktier, sidste år kostede det 200 kr.

Jeppes mener selvfølgelig, at forbrugere skal beskyttes, men han mener, at det er synd for de rådgivere, der har rådgivet længe, og at det faktisk virker, som om de bliver beskyldt for ikke at kunne deres arbejde godt nok og derfor skal starte forfra på et meget lavt niveau af kurser. I fremtiden tror Jeppes, at reglerne bliver skærpet og dermed bliver endnu mere strikse med dokumentation og underskrevne aftaler.

Bilag D

Referat af interview med Jens Ringbæk

Stilling:

Statsautoriseret revisor og leder af pengeinstitutsgruppen i Deloitte

Hvilke fordele og ulemper mener du, der er ved MiFID?

Jens Ringbæk mener, at MiFID overordnet set er mere formalitet end reel beskyttelse af investorerne. Han mener, at det virker, som om nogen har set sig sure på den finansielle sektor og derfor ønsker at kontrollere bankdirektørers løn, rådgivning af kunder osv.

Jens besvarer spørgsmålet ud fra to vinkler: revisorvinklen og bankkundevinklen

Revisorvinklen:

Revisorvinklen er en politisk diskussion, hvor Jens mener, at MiFID burde være Finanstilsynets opgave og ikke en revisoropgave, idet revisor har til hensigt at revidere årsregnskabet, og interne kontroller og forretningsgange i forbindelse med procedurer, der er med til at udarbejde årsregnskabet. MiFID har på ingen måde, ud over hvis ledelsen bliver erstatningsansvarlige, noget at gøre med årsregnskabets tal. Jens fortæller, at intern og ekstern revision i nogle pengeinstitutter er inddelt således, at intern revision er operationel, og ekstern revision er finansiel. I dette tilfælde, mener Jens, at det kunne være en opgave for intern revision.

Ekstern revisor skal afgive en erklæring på MiFID, men det har intet med revisors opgave at gøre. Revisor kunne således lige så godt afgive erklæring på hvidvask af penge, terror og anden lovgivning, hvilket som udgangspunkt er irrelevant for årsrapporten. Det er jo ikke revisors opgave at foretage generel gennemgang af forretningsgange. Kun de forretningsgange, der er i forbindelse med udarbejdelse af årsregnskabet.

Bankkundevinklen:

Jens mener, at det set fra kundens side er fornuftigt, at bankerne nu har et større ansvar i forbindelse med rådgivning. Det er en sund udvikling, men har taget overhånd, og regelsættet er for tungt, mener Jens. Omkring interessekonflikter mener Jens ikke, at der er så meget nyt.

Med hensyn til beskyttelse af kundeaktiver er det ifølge Jens i forvejen således, at danske værdipapirer opbevaret hos Værdipapircentralen er registreret pr. CPR-nr., hvorfor de som altid kan adskilles fra bankens. Dog er udenlandske papirer i samledepoter. Problemstillingen er her, hvis banken, hvor samledepotet er registreret, går konkurs, og samledepotet indgår i en del af konkursboet. Her kan det være relevant at sikre sig, at kundens aktiver er beskyttet, påpeger Jens.

Er der noget i forbindelse med MIFID, som du mener, burde have været anderledes?

Jens mener, at der mangler en bagdør. En mulighed for, at kunden kan sige nej tak til tilbuddet om rådgivning også ved komplekse produkter. Nogle kunder ønsker ikke denne service og vil hellere spare tiden. Jens bryder sig ikke om tvungen rådgivning. Han mener, at det virker som bureaukrati for bureaukратиets skyld.

Ifølge Jens er det bedre, når markedet reguleres ved, at kunderne udveksler erfaringer, ”mund til mund”-reklame, der kunne få bankerne til at ønske at konkurrere mere om kunderne ved at yde god rådgivning.

Hvordan tror du, det vil blive i fremtiden?

Jens tror, at Finansrådet i fremtiden vil sørge for nye uddannelser til bankrådgivere, opgraderingskurser i viden om komplekse produkter ol. Det vil ifølge Jens være nærliggende med uddannelseskrav, såsom antal timers uddannelse i nye komplekse produkter. Dette vil stille forbrugeren bedre. Der vil dog også i fremtiden komme mere såkaldt beskyttelse. Mere formalitet i stil med det nuværende MiFID, mener Jens.

Herudover tror Jens, at execution only-handler via netbank bliver yderligere reguleret i fremtiden, måske i form af spørgeskemaer inden handlen kan udføres. En form for: *”er du sikker på, at du vil udføre dette?”* Dette kan måske også fjerne tastefejl, hvor folk ville købe 2 aktier, men kom til at taste 200, påpeger Jens.

Jens udtaler, at for ham virker den finansielle dagsorden i EU, som om EU bare skulle sætte et kryds i den finansielle handlingsplan. I fremtiden vil der komme mere koordinering imellem de forskellige landes finanstillsyn. Måske en justering fra EU’s side, hvor EU ensarter implementeringen af MiFID endnu mere.

Afslutningsvis kommenterer Jens, at han mener, at der er en risiko for, at ”de tunge drenge”, dem der handler dagligt, bliver forsinket et par minutter på grund af udfyldelse af diverse blanketter. Det kan for dem give fatale følger at blive forsinket et par minutter med en handel. Der kan være en risiko for, at efterspørgslen efter finansielle produkter mindskes i fremtiden, da folk ikke gider at kæmpe sig igennem alt papirarbejdet.

Bilag E

Referat af interview med Kristina D. Løye

Stilling:

Compliancechef i Basis Bank

Uddannelse og erfaring:

Kristina er uddannet cand.jur. Hun har siddet i Finanstilsynet i 5 år og har været med til at implementere MiFID i den danske lovgivning. Hun startede i Basis Bank, da compliancefunktionen blev oprettet i forbindelse med MiFID 1/11 2007. Kristina står også for den juridiske funktion i banken.

Basisbank:

Basisbank er en internetbank. De rådgiver primært kunderne over telefonen og internettet. De har ca. 15.000 kunder, herunder primært privatkunder, men har også en erhvervsafdeling og en investeringsafdeling.

Hvilke fordele og ulemper mener du, at der er ved MiFID?

Fordele (bank og kunde):

Kristinas stilling er bygget op omkring MiFID. Hun mener helt klart, at MiFID har sine fordele. Hun mener, at kundernes sikkerhed i forbindelse med rådgivning er blevet større, og samtidig er bankens sikkerhed ligeledes blevet større, da det er dokumenteret, hvorvidt rådgivningen har været tilstrækkelig.

Ulempe fra bankens side:

Kristina fortæller, at MiFID er meget ressourcekrævende, både set i forhold til udgifter i forbindelse med nye systemer, og at rådgivning tager længere tid end tidligere. Rådgivernes administrative tid er svær målbar i forhold til bankens resultat. Kristina fortæller yderligere, at hun som chef for compliance blandt andet skal synliggøre over for ledelsen, at de får noget ud af at overholde MiFID-direktivet.

Ulemper fra kundens side:

Kristina tror, at kunderne synes, at det er en ulempe at skulle give så mange oplysninger. At det er uoverskueligt og uforståeligt. Hun fortæller, at lige inden implementeringen i november 2007 fik alle kunderne tilsendt materiale om det nye regelsæt. Det var ifølge Kristina enormt meget og kompleks læsemateriale, selvom Basis Bank prøvede at gøre det kundenvenligt. Hun mener ikke, at kunderne prioriterer at læse om de nye regler. Generelt mener hun ikke, at kunderne læser det materiale, kunderne får fra banken. Hun synes, at det må være svært for kunderne at se, om MiFID har virket. MiFID blev implementeret, men alligevel kom finanskrisen. De fleste kunder vil vel føle, at de har fået forkert behandling, idet de har tabt penge under finanskrisen.

MiFID har på den måde ikke revolutioneret pengeinstitutternes måde at håndtere og gribe værdipapirhandlert an på, fortæller Kristina. Der er kommet flere rammer på, det er blevet mere fastlagt, og

der er kommet mere fokus, men Kristina mener, at pengeinstitutterne altid har haft opdelt deres kunder i professionelle og ikke-professionelle kunder. Der er i lovgivningen ikke krav om, at man bruger de betegnelser, men blot at man definerer ens egne betingelser i forhold til de 3 kategorier. Basisbank har alle deres kunder som detailkunder. For at give dem den højest mulige beskyttelse. Og indtil videre tilbyder de dem ikke, at de kan blive omkategoriseret.

Har I haft anmodninger om omkategorisering?

Kristina fortæller, at de ikke har haft anmodninger herom, men at nogen måske kan ønske, at bliver professionelle kunder for ikke at afgive så mange informationer. I følge Kristina er der rigtig mange der ikke har lyst til at opgive oplysninger om formueforhold og uddannelse.

Kristina oplyser, at da Basis Bank skulle oprette deres kundekategoriseringsdatabase, oplevede de, at det især var den ældre generation, der ikke var interesseret i at oplyse om uddannelse, og at mange med store formuer ikke var interesseret i at oplyse, hvor stor en formue de havde. Basis Banks procedurer i forbindelse med kategoriseringen var således, at de udarbejdede et spørgeskema, sendte det ud til samtlige af deres kunder, tastede svarene ind i systemet og afslutningsvist sendte et print af det færdige resultat ud til kunderne og bad dem skrive under på det. Hun mener, at det har været en udfordring, at der har været et behov for en holdningsændring hos rådgiverne i forhold til at se nødvendigheden i at få alle de informationer om kunden, inden der bliver handlet med værdipapirer.

Kristina har oplært alle investeringsrådgiverne i Basis Bank og har sammen med dem gennemgået væsentlige dele af MiFID. De har udfyldt E-learning, og Kristina har gennemgået testresultat for at se, hvor der var behov for yderligere fokus.

Mener du, at kunderne er blevet bedre beskyttet?

Umiddelbart mener Kristina, at kunderne er blevet bedre beskyttet. Hun fortæller, at der er kommet nogle kontroller, som der ikke har været før, og der er kommet en rammestyring af de processer, der sker i en investeringsafdeling. Der er kommet meget mere fokus på det område. Det vil ifølge Kristina betyde, at der er kommet en bedre sikkerhed for kunderne.

Kristina mener også, at det har forbedret beskyttelsen på interessekonfliktområdet. Der har ikke tidligere været krav om at have et register i forbindelse med interessekonflikter, hvor der registreres identificerede interessekonflikter og mulige interessekonflikter. § 71 er på dette område noget mere overordnet. I den er der kun krav om forretningsgange. Der er således også på dette område kommet større fokus, hvilket i sidste ende giver større sikkerhed for både kunder og pengeinstitutterne, mener Kristina.

Er der dele af MiFID-direktivet der har givet anledning til problemer?

Reglerne er ret bredt formuleret, fortæller Kristina. Derfor mener hun, at det er op til det enkelte pengeinstitut, hvordan det implementeres. Hun fortæller, at det jo er en lidt ny måde, man er begyndt at lave lovgivning på. Der bliver stukket overordnede rammer ud, og så er det op til det enkelte pengeinstitut at finde ud af, hvad der passer til dem. Det er ifølge Kristina vigtigt, at man ikke laver reglerne i Danmark strengere, end andre lande i EU, da det påvirker konkurrencen. Kristina mener ikke, at der har været noget ved MiFID, der decideret har givet problemer.

Hun fortæller, at lokale pengeinstitutter laver anbefalinger til, hvordan complianceafdelingerne i de mindre pengeinstitutter skal forholde sig til reglerne. Herudover laver finanstillsynet vejledninger, som er mere håndgribelige, fortæller Kristina.

Tror du, at der kommer en yderligere ensartning af regler fra EU på et tidspunkt?

Kristina er sikker på, at der kommer yderligere ensartning fra EU's side, da Europa bliver mere og mere ensrettet. På den anden side mener hun, at der stadig er store nationale forskelle på tværs af EU. Som eksempel herpå fortæller Kristina, at italienere er meget temperamentsfulde og meget følsomme. Tyskerne har altid mange spørgsmål og "Ordnung muss sein". En aftale i Danmark kan være på 1 side, fordi vi har så mange udfyldende regler. Hvorimod der, ifølge Kristina, er mange lande, hvor de skriver side op og ned om produktet, om aftalens indhold, og fraskriver sig ansvar for alt muligt. Den danske retstradition er en hel anden. Så Kristina mener ikke, at en total ensretning er noget, der kommer lige om hjørnet.

Hvordan tror du, det bliver i fremtiden?

Kristina tror, at der i fremtiden vil blive yderligere regulering i forbindelse med MiFID. Måske yderligere regulering i forbindelse med execution only-handler, hvilket er et fokusområde hos Finanstillsynet, fortæller Kristina. Helt klart yderligere regulering fra Finanstillsynets side og fra EU's side, afslutter Kristina.

Bilag F

Oversigt over, hvilke love og bekendtgørelser der implementerer MiFID-direktivet i dansk ret.²¹³

- Lov om finansiel virksomhed.
- Bekendtgørelse om værdipapirhandlers udførelse af ordre.
- Bekendtgørelse om storaktionærer.
- Bekendtgørelse om organisatoriske krav til og betingelser for drift af virksomhed som værdipapirhandler.
- Bekendtgørelse om, hvilke fysiske og juridiske personer der kan udføre tjenesteydelser i forbindelse med værdipapirhandel på erhvervsmæssigt grundlag uden tilladelse efter lov om finansiel virksomhed.
- Bekendtgørelse om oplysninger i investeringsforeningers, specialforeningers, professionelle foreningers, godkendte fåmandsforeninger og hedgeforeningers prospekter.
- Bekendtgørelse om investorbekyttelse ved værdipapirhandel.
- Bekendtgørelse om investeringsrådgiveres ansvarsforsikring.
- Bekendtgørelse om bindende prisstillelser på aktier samt gennemsigtighed for handel med værdipapirer.
- Bekendtgørelse om indberetning af transaktioner ved værdipapirhandel.
- Bekendtgørelse om revisionens gennemførelse i finansielle virksomheder m.v. samt finansielle koncerner.

²¹³ Finanstilsynet.dk