KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER

Bruxelles, den 14.11.2000
KOM(2000) 722 endelig

MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN

OM GENNEMFØRELSEN AF REGLERNE FOR GOD FORRETNINGSSKIK I HENHOLD TIL ARTIKEL 11 I INVESTERINGSSERVICEDIREKTIVET (93/22/EØF)

MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN

OM GENNEMFØRELSEN AF REGLERNE FOR GOD FORRETNINGSSKIK I HENHOLD TIL ARTIKEL 11 I INVESTERINGSSERVICEDIREKTIVET (93/22/EØF)

– RESUME –

Integrerede og effektive finansielle markeder i EU er af central betydning for, at den europæiske økonomi som helhed kan fungere tilfredsstillende, og specielt for, at der kan ske et skifte til en videnbaseret økonomi. "At gøre det lettere for alle investorer at få udbytte af deres deltagelse i et integreret marked" blev prioriteret meget højt af stats- og regeringscheferne i Lissabon. Denne meddelelse bidrager til dette mål. I handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser blev der udpeget en potentiel hindring for en sådan deltagelse, nemlig usikkerhed om, hvordan bestemmelserne i investeringsservicedirektivets[1] artikel 11 skulle anvendes i praksis. Denne meddelelse skal ses som led i en bredere høringsøvelse vedrørende mulige formelle ændringer af investeringsservicedirektivet[2].

Den sammenhæng, i hvilken denne bestemmelse anvendes, har undergået betydelige ændringer i de seneste år:

- Der er kommet nye typer investorer på værdipapirmarkederne.

- Investeringsselskaberne udvikler nye teknologier for at imødekomme en voksende interesse for og stigende efterspørgsel efter en bredere vifte af investeringsprodukter.

- Direktivet om visse retlige aspekter af e-handel vil træde i kraft ved udgangen af 2001. Dette vil danne grundlag for et skifte til "oprindelseslands"-tilgangen med hensyn til de regler - herunder regler for god forretningsskik - der gælder for elektronisk præstering af investeringstjenester til professionelle modparter.

- Oprettelsen af Forum for European Securities Commissions (FESCO) giver de nationale værdipapirtilsynsmyndigheder mulighed for at samarbejde som aldrig før, således at der gradvis bliver tale om en tilnærmelse af tilsynspraksiserne. Dette fremgår af den uformelle konsensus, der er opnået om kategoriseringen af investorer med henblik på artikel 11.

Denne meddelelse giver en oversigt over, hvordan artikel 11 er blevet implementeret i medlemsstaterne, og redegør for, hvordan regler for god forretningsskik kunne gennemføres med henblik på at lette grænseoverskridende udveksling af tjenesteydelser.

---

1 Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer.

2 Kommissionens meddelelse: Opgradering af investeringsservicedirektivet (8.11.00), EFT L 141/27 af 11/6/1993.

Om den nuværende implementering:

- Medlemsstaterne har taget skridt til retligt at iværksætte regler for god forretningsskik på linje med principperne i artikel 11, stk. 1. De grundlæggende juridiske bestemmelser er blevet suppleret med detaljerede regler for håndhævelse af den beskyttelse, der ydes i henhold til god forretningsskik. Medlemsstaterne udviser forskelle med hensyn til det detaljerede indhold og implementeringsformen, men de nationale regler giver et ensartet beskyttelsesniveau for professionelle, for så vidt de giver investeringseksperter mulighed for at tage informerede beslutninger om karakteren af de foreslåede tjenesteydelser.

- Det generelle krav om at skelne mellem professionelle og andre investorer afspejles i de fleste gennemførelsesbestemmelser. Den praktiske implementering af denne skelnen varierer imidlertid betydeligt mellem medlemsstaterne med det resultat, at investeringsselskaber kan klassificeres forskelligt med hensyn til ensartede transaktioner i forskellige medlemsstater. Som følge heraf kan investeringsselskaber, der opererer hen over landegrænserne, kvalitativt være underkastet forskellige krav til god forretningsskik.

- Medlemsstaterne anvender forskellige kriterier for at afgøre, "hvor tjenesteydelsen præsteres" i overensstemmelse med artikel 11, stk. 2. I praksis ses der imidlertid bort fra disse kriterier til fordel for en tilgang, hvor de indenlandske regler for god forretningsskik anvendes på udefrakommende investeringstjenester, selv om tjenesteyderens hjemland selv håndhæver samme beskyttelsesniveau.

Af ovennævnte grunde er grænseoverskridende investeringsservice derfor unødvendigt kompliceret og dyrere, end hvad der er nødvendigt set i forhold til retsusikkerhed og overlappende bestemmelser. Hvis værdipapirmarkederne skal integreres med succes, således som stats- og regeringscheferne ønsker det, er det afgørende at tilvejebringe en større konvergens i reglerne for god forretningsskik. Særlig kan en sammenhængende og systematisk tilgang, der tager hensyn til investorens erhvervsmæssige karakter, give et væsentligt bidrag til virkeliggørelsen af et indre marked for investeringsservice, samtidig med at investorbeskyttelsen sikres fuldstændigt. Meddelelsen omhandler følgende:

- **Med hensyn til artikel 11, stk. 1,** bør medlemsstaternes pligt til at tage hensyn til investorens erhvervsmæssige karakter ikke anses for at være betinget af en forudgående harmonisering af indholdet af beskyttelsesreglerne. FESCO er for nylig nået frem til en aftale om et system til kategorisering af investorer, der danner grundlag for at identificere og føre tilsyn med "erhvervsmæssige investorer".

- **Med hensyn til artikel 11, stk. 2,** kræver hensynet til de samfundsmæssige interesser, at de nationale tilsynsmyndigheder tager hensyn til investorens karakter og "behov for beskyttelse", inden der træffes afgørelse om, hvorvidt der skal fastsættes lokale regler for god forretningsskik. Investorens erhvervsmæssige karakter kan hjælpe til at afgøre, om det er hensigtsmæssigt at anvende værtslandets regler for god forretningsskik af hensyn til investors "behov for beskyttelse". Der skal også tages hensyn til det faktum, at reglerne for god forretningsskik i alle medlemsstater allerede giver en tilstrækkelig og sammenlignelig beskyttelse af erhvervsmæssige investorer. Investeringsservice, der præsteres til professionelle investorer, bør derfor udelukkende reguleres af reglerne for god forretningsskik, der gælder i tjenesteyderens land ("hjemland") uden forudgående harmonisering. For så vidt angår detailinvestorer er der forskelle mellem de nationale beskyttelsesregler: hjemlandsmyndighederne kan således fastsætte lokale regler for sådanne investorer i overensstemmelse med traktatens principper og den afledte lovgivning.

Meddelelsen kommer også ind på, hvordan reglerne for god forretningsskik finder anvendelse på investeringsselskabernes filialer. Der vil blive tale om et mere effektivt tilsyn med reglerne for god forretningsskik, når tilsynsmyndigheden og den del af selskabet, der har kontakt til kunden, befinder sig i nærhed af hinanden. Det indebærer, at myndigheden i det land, hvor filialen er beliggende, bedre er i stand til at overvåge forholdet mellem filialen og kunden. Både "hensynet til samfundsmæssige interesser" og bestemmelserne i ISD understøtter dette. Denne konklusion gælder for filialens investeringsservice til både professionelle investorer og detailinvestorer.

Hvis den skitserede tilgang blev implementeret systematisk, kunne den fremme grænseoverskridende investeringsservice til professionelle investorer, uden at det var nødvendigt at ændre ISD. Retssikkerheden og klarheden ville imidlertid blive yderligere forbedret, hvis der blev foretaget nogle hensigtsmæssige ændringer af ISD. Der er iværksat en bred høring om en omfattende modernisering af ISD på grundlag af en parallel meddelelse. fra Kommissionen om opgradering af ISD. Analysen i denne meddelelse kan betragtes som det første skridt i retning af at udvikle en tilgang, som Kommissionen vil søge at integrere i de fremtidige formelle revisioner af ISD. Den tjener til at informere Europa-Parlamentet, de nationale myndigheder, tilsynsmyndighederne og markedsdeltagerne om de eventuelle formelle ændringer af artikel 11 og hermed forbundne bestemmelser. Denne meddelelse pålægger ikke medlemsstaterne nye forpligtelser eller foregriber Domstolens fortolkninger om spørgsmålet.

- MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN -

I. INDLEDNING

Denne meddelelse er en opfølgning af handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser[3], der blev godkendt i konklusionerne fra Det Europæiske Råd i Køln og Lissabon. Det Europæiske Råd i Lissabon prioriterede højt "at gøre det lettere for alle investorer at få udbytte af deres deltagelse i et integreret marked". Denne meddelelse vil bidrage til at nå dette mål ved at stimulere en konkurrencebetonet grænseoverskridende virksomhed.

Investeringsservicedirektivet[4] ("ISD") er hjørnestenen i EU's lovgivning for de finansielle markeder. Det tjener en række formål. Et er at give udbydere af investeringsservice et EU-pas for præstering af investeringstjenester. Alle medlemsstater har vedtaget nationale bestemmelser til gennemførelse af ISD. Erfaringen siden vedtagelsen af disse bestemmelser har imidlertid afsløret en betydelig grad af usikkerhed omkring anvendelsen af artikel 11, der indeholder en række principper, som medlemsstaterne skal respektere, når de implementerer regler for god forretningsskik.

Den sammenhæng, i hvilken reglerne skal anvendes, er imidlertid også undergået betydelige ændringer i de seneste år som følge af teknologiske udviklinger og øget deltagelse af nye typer investorer i værdipapirbaserede investeringer. Den store stigning i antallet af investorer, der ønsker at deltage direkte i værdipapirbaserede investeringer, stiller nye krav til de nuværende tilsynstraditioner og ressourcer.

De juridiske bestemmelser om grænseoverskridende elektroniske tjenesteydelser er desuden ved at blive afklaret. Specielt indebærer direktivet om retlige aspekter af elektronisk handel[5], at de regler, der gælder for investeringsservice, der falder ind under direktivets anvendelsesområde, er reglerne i oprindelseslandet. Direktivet vil få umiddelbar virkning efter ikrafttrædelsen af direktivet den 17. januar 2002.

Denne meddelelse redegør for Kommissionens synspunkter om, hvordan anvendelsen af artikel 11 i ISD kan gøres mere overensstemmende med målsætningen om fri udveksling af tjenesteydelser. Den omhandler, hvordan beskyttelsesbestemmelserne kan skræddersys til markedsrealiteterne og de forestående ændringer i det juridiske miljø. Meddelelsen pålægger ikke medlemsstaterne nye forpligtelser eller foregriber Domstolens fortolkning i disse spørgsmål. Den skitserer imidlertid mulige retningslinjer for at overvinde en af de vigtigste hovedhindringer for, at ISD kan virke som ønsket. Fremtidige tilpasninger af ISD og EU-politikken på dette område vil søge at tage højde for denne tilgang. Meddelelsen sigter dermed på at give et vigtigt bidrag til at forbedre væksten, beskæftigelsen og de europæiske værdipapirmarkeders virkemåde.

---

3 KOM(99) 232 af 11.5.1999.

4 Direktiv 93/22/EØF – EFT L 141 af 11. juni 1993, s. 27.

5 Vedtaget den 6. juni 2000.

II. INDLEDNING TIL ARTIKEL 11 I ISD OG REGLER FOR GOD FORRETNINGSSKIK

ISD danner grundlag for, at investeringsselskaber i en medlemsstat kan levere samme vifte af tjenester i alle medlemsstater, når de først er godkendt af deres hjemlands tilsynsmyndigheder[6]. Denne ret kan enten udøves via filialer eller via grænseoverskridende præstering af tjenesteydelser. For at underbygge "EU-passet" for investeringsselskaber indeholder ISD og de hermed forbundne regler fælles bestemmelser for investeringsselskabernes driftsvilkår[7]. Artikel 11 om regler for god forretningsskik er en af kernebestemmelserne på dette punkt.

Artikel 11, stk. 1: Regler for god forretningsskik

Artikel 11, stk. 1, fastsætter, at medlemsstaterne skal udarbejde regler for god forretningsskik, der til stadighed skal efterleves af investeringsselskaberne. Disse regler sigter i det væsentlige på at :

– regulere forholdet mellem investeringsserviceudbyderen og de enkelte kunder for at sikre fair behandling, og at investorerne ikke erhverver investeringer, der ikke passer til kundernes behov

– sikre, at investeringsselskaberne ledes og udviser en adfærd på en sådan måde, at markedets integritet opretholdes.

– Artikel 11, stk. 1, fastsætter ikke i nærmere detaljer indholdet eller strukturen af ordningerne i medlemsstaterne. Den indeholder kun generelle principper, som skal præge ordningerne [jf. boks 1].

Boks 1: Oversigt over regler for god forretningsskik

Regler for god forretningsskik skal styrke investorernes tillid og markedets integritet ved fastsættelse af standarder for udøvelsen af investeringsserviceudbydernes aktiviteter. Begrundelsen for denne beskyttelse er den, at der er en fare for, at nogle investorer kan være handicappet af manglende adgang til finansielle oplysninger eller af deres evne til korrekt at behandle finansielle oplysninger.

Det betyder navnlig, at investeringsselskaberne:

- skal handle loyalt og korrekt og med den fornødne kompetence, omhu og hurtighed i deres kunders bedste interesse og under hensyn til markedets integritet. Det indebærer, at de skal udbede sig oplysninger hos deres kunder om deres finansielle stilling, investeringserfaring og målsætninger (princippet om, at man skal kende sine kunder)

---

6 "Medlemsstaterne skal påse, at der ikke stilles hindringer i vejen for, at de aktiviteter, der er omfattet af den gensidige anerkendelse, kan udøves på samme måde som i hjemlandet, så længe de ikke er i strid med værtslandets retsforskrifter til beskyttelse af samfundsmæssige interesser" (betragtning nr. 33 i ISD).

7 De kompetente myndigheder i hjemlandet er ansvarlige for det løbende tilsyn med, at investeringsselskaberne overholder disse forsigtighedsregler (jf. artikel 8) og mange af de bestemmelser, der benyttes til at kontrollere investeringsselskabernes løbende aktiviteter (artikel 10).

- på passende vis skal meddele relevante oplysninger i deres kundekontrakter (f.eks. risikoadvarsler)

- skal søge at hindre interessekonflikter og, når det ikke er muligt, sørge for, at deres kunder behandles korrekt.

Artikel 11 indeholder også et krav om, at investeringsselskaber skal "overholde alle gældende bestemmelser [..], således at […] markedets integritet fremmes bedst muligt". Denne kategori af regler for god forretningsskik tjener til at hindre markedsmanipulation og andre urimelige forretningsmetoder. De er ikke en del af de regler, som vedrører forholdet mellem investeringsselskabet og kunden, der er hovedemnet for denne meddelelse.

Artikel 11, stk. 1: Den erhvervsmæssige investor

Artikel 11, stk. 1, fastsætter, at de nationale myndigheder skal "tage hensyn til den erhvervsmæssige karakter af den person, til hvem tjenesteydelsen præsteres" med henblik på implementering af reglerne for god forretningsskik. Betragtning nr. 32 til ISD gør det klart, at der med de foranstaltninger, der træffes for at opnå investorbeskyttelse, skal tages hensyn til "de forskellige behov for beskyttelse, som de forskellige kategorier af investorer har, samt til deres faglige ekspertise"[8]. Samlet set ***indebærer disse bestemmelser, at beskyttelsesreglerne bør tage højde for det faktum, at visse investorer har mindre brug for beskyttelse som følge af deres faglige ekspertise eller ressourcer***. Disse investorer er i stand til ud fra foreliggende oplysninger at vurdere en foreslået investerings kommercielle og juridiske profil.

Artikel 11, stk. 2: Håndhævelse af reglerne for god forretningsskik

I afventning af fuldstændigt harmoniserede regler for god forretningsskik fastsætter artikel 11, stk. 2, at ansvaret for at gennemføre og håndhæve sådanne regler påhviler de kompetente myndigheder i "den medlemsstat, hvor tjenesteydelsen præsteres".

Artikel 11, stk. 3: Den endelige investors karakter

Artikel 11, stk. 3, fastsætter, at investeringsselskaber, der udfører ordrer, der er placeret af et andet ISD-selskab på en tredjeparts vegne, skal vurdere den endelige investors karakter med henblik på anvendelsen af passende beskyttelsesregler.

Hermed forbundne bestemmelser i ISD

ISD indeholder andre bestemmelser, der regulerer de aktiviteter, der er tæt knyttet til - eller som delvis overlapper - reglerne for god forretningsskik.

- Artikel 10 fastsætter tilsynsregler, som hjemlandet skal håndhæve med hensyn til deres godkendte ISD-selskaber. Disse regler opregner organisationsmæssige foranstaltninger, som godkendte selskaber skal implementere for at beskytte investors interesse. Disse krav vedrører administrative og regnskabsmæssige procedurer, beskyttelse af investors ejendomsret, regler for at forhindre, at

[8] Betragtningerne til et direktiv tjener som støtte for fortolkningen, for så vidt de kaster lys over EU-lovgiverens intentioner. Jf. Domstolens dom i sag 76/72, *Michel*, Sml. 1973, s. 457 og sag C-238/94, *Garcia*, Sml. 1996, s. I-1673.

selskabet anvender investorernes midler for egen regning, og registreringsmæssige krav. Disse beskyttelsestiltag tjener samme formål som artikel 11. Der er derfor tale om komplementaritet og overlapning for så vidt angår anvendelse af artikel 10 og 11. Dette samspil kompliceres af, at ansvaret pålægges hjemlandets tilsynsmyndigheder i henhold til artikel 10[9], mens artikel 11 er mindre klar for så vidt angår ansvarsfordelingen.

- Artikel 13 bestemmer, at investeringsselskaber kan gøre reklame for deres tjenesteydelser med alle de kommunikationsmidler, som står til rådighed i værtslandet, "dersom de overholder de regler for den pågældende reklames form og indhold, der er begrundet i hensynet til samfundsmæssige interesser". Trods denne særskilte bestemmelse om reklame for investeringsservice har mange medlemsstater medtaget bestemmelser om reklame i deres ordning. Dette kan igen føre til, at samme aktivitet omfattes af overlappende bestemmelser i ISD, hvilket giver mulighed for forskellige tilgange[10].

III. MEDLEMSSTATERNES GENNEMFØRELSE AF ARTIKEL 11[11]:

- **Krav til implementeringen af regler om god forretningsskik (artikel 11, stk. 1)**

Medlemsstaterne har vedtaget detaljerede nationale bestemmelser med henblik på at håndhæve de generelle principper i artikel 11. De har indført regler for god forretningsskik til beskyttelse af forbrugere og investorer, som dækker:

– reklame, marketing og canvassing (ofte suppleret med generelle forbrugerbeskyttelsesbestemmelser)

– information til kunderne (f.eks. periodiske oplysninger og risikoadvarsler)

– information fra kunden med henblik på "suitability"-test

– provisioner, omkostninger og gebyrer

– fair forretningskrav såsom "best execution".

De fleste medlemsstater implementerer desuden sammenlignelige beskyttelsestiltag vedrørende adskillelsen af aktiviteterne for at undgå interessekonflikter og interne kontrolforanstaltninger for at sikre en passende omhu og omhyggelighed. Endelig kræver næsten alle medlemsstater skriftlige kundeaftaler og standarddokumentation.

---

9 Jf. artikel 10, femte led, vedrørende værtslandets fastsættelse af organisationskrav for filialer på dets område med henblik på at begrænse interessekonflikter.

10 Noget af usikkerheden på dette område kunne løses ved det direktiv om fjernsalg af finansielle tjenesteydelser, der nu er til behandling i Rådet og Parlamentet. Dette forslag kunne føre til harmonisering af de nationale regler om markedsføring af og reklame om investeringsservice såvel som andre bestemmelser vedrørende forhåndsinformation og markedsføringsteknikker.

11 Denne analyse er baseret på svarene i en omfattende undersøgelse af de nationale praksiser med gennemførelsen af reglerne for god forretningsskik, som blev koordineret af FESCO og suppleret med Kommissionens analyse af de nationale gennemførelsesbestemmelser.

Der findes ikke desto mindre nogle forskelle i den praktiske og detaljerede gennemførelse af tilgangene til investorbeskyttelse[12].

- **Krav om at tage hensyn til erhvervsmæssig karakter (artikel 11, stk. 1)**

Hidtil har de nationale myndigheder anvendt meget forskellige tilgange til spørgsmålet om, hvordan de skelner mellem erhvervsmæssige og andre investorer. Der er forskelle på den nøjagtige grænse, der drages mellem erhvervsmæssige og andre investorer, og de procedurer, der benyttes for at fordele investorerne på de to kategorier, og indholdet af den beskyttelse, der ydes de forskellige typer investorer.

Kun få medlemsstater har ved implementeringen af love eller administrative vejledninger udtrykkeligt skelnet mellem de specifikke beskyttelsesregler, der bør gælde for erhvervsmæssige investorer, og dem, der skal fastsættes for detailinvestorer. De nationale bestemmelser i disse medlemsstater angiver generelt (dog ikke altid systematisk), hvilke regler der kan lempes eller fraviges for tjenesteydelser, der præsteres til erhvervsmæssige investorer. Selv i disse medlemsstater er der fortsat en vis usikkerhed om, hvorvidt et ikke-finansielt selskab eller en investeringsekspert bør behandles som en erhvervsmæssig investor eller detailinvestor. De fleste andre medlemsstater anvender hovedsagelig generelle formuleringer - i lovgivningen eller i administrative cirkulærer - for at afgrænse, hvad der forstås ved erhvervsmæssig karakter.

Medlemsstaterne udviser også forskelle med hensyn til spørgsmålet om, i hvilket omfang de tillader investorerne at vælge mindre strenge beskyttelsesregler, mens nogle medlemsstater har skræddersyet deres beskyttelsesregler efter en given tjenesteydelse eller et givet finansielt instrument[13]. Denne funktionelle tilgang eller produkttilgang har haft en tilsvarende virkning for differentieringen efter kundetype, i det omfang beskyttelseskarakteren ændres for at tage hensyn til det faktum, at handelen med nogle specifikke instrumenter er reserveret for investeringseksperter, der ofte er underkastet tilsynsregler.

Det princip, at beskyttelsesreglerne bør være forskellige for erhvervsmæssige investorer og detailinvestorer, er derfor i vidt omfang blevet gennemført i national lovgivning eller administrativ praksis. Medlemsstaterne har imidlertid gennemført denne distinktion på forskellige måder, sådan at den samme investor, der gennemfører ensartede transaktioner, kan klassificeres forskelligt afhængig af, hvilke regler han omfattes af.

- **Ansvar for iværksættelse og kontrol (artikel 11, stk. 2)**

Medlemsstaterne anvender en række forskellige kriterier for at fastsætte det punkt, hvor tjenesteydelsen præsteres for at afgøre, hvilke nationale regler der skal gælde.

---

12 Der er enighed om, at "best execution" er en forpligtelse til at sikre kunden den bedste pris, men der er forskelle mellem medlemsstaterne med hensyn til de procedurer, der skal anvendes for at realisere dette mål. F.eks. lægger medlemsstaterne forskellig vægt på forhindring af interessekonflikter, forbud mod aktiviteter, præskriptive regler om ordrer og tidsfrister, tildeling og offentliggørelse af oplysninger. Medlemsstaterne har også en forskellig tilgang til, i hvilket omfang "execution only"-forretninger fuldt ud omfattes af reglerne for god forretningsskik, idet nogle medlemsstater har en mindre krævende beskyttelse for den type forretninger.

13 Derfor implementeres der specielle beskyttelsesregler i en række medlemsstater med hensyn til selskabsfinanser, afledte instrumenter, statsobligationer, warrants.

Disse kriterier strækker sig fra kriterier baseret på investors opholdsland over kriterier vedrørende "karakteristisk performans" (baseret på en vurdering af, hvor formidleren anvender ressourcer for at udføre tjenesteydelsen). Andre medlemsstater anvender en sag fra sag-tilgang[14].

I praksis anvender de fleste medlemsstater deres nationale beskyttelsesregler på indadgående grænseoverskridende investeringsservice uden hensyn til arten af investeringsservicen eller kundetypen. Værtslandets regler anvendes, hvad enten tjenesteydelsen præsteres midlertidigt eller permanent. Kun to medlemsstater begrænser anvendelsen af værtslandets beskyttelsesregler for tilfælde, hvor tjenesteydelserne præsteres regelmæssigt.

De facto omfattes grænseoverskridende investeringstjenesteydelser generelt automatisk af reglerne for god forretningsskik i investorens hjemland. Anvendelse af værtslandsbeskyttelsen supplerer den generelle og rutinemæssige håndhævelse af beskyttelsesreglerne i tjenesteyderens hjemland. Hjemlandstilsynsmyndighederne er nemlig snævert involveret i at kontrollere alle de tjenesteydelser, der leveres af selskaber på deres territorium - uden at der skelnes mellem dem, der præsteres indenlandsk, eller som er grænseoverskridende. Dette gælder specielt for de krav, der er nødvendige for at rekonstruere anfægtelige transaktioner (revisionsruter) og registreringer.

Den nuværende situation medfører derfor en udbredt anvendelse af to sæt nationale beskyttelsesregler for en given grænseoverskridende transaktion, hvad enten der er tale om en erhvervsmæssig transaktion eller ej.

- **Anvendelse af bestemmelsen i artikel 11, stk. 3**

To medlemsstater anvender en streng fortolkning af artikel 11, stk. 3, der kræver, at alle formidlere, der er involveret i en multipel transaktion, skal tage hensyn til den endelige investors karakter. Syv medlemsstater begrænser kravet om 'kend din kunde' til det selskab, der har et direkte forhold til kunden, medmindre dette selskab oplyser investorens identitet til dets modpart. De andre medlemsstater har endnu ikke vedtaget særlige regler om dette spørgsmål.

Det er ikke klart, hvordan denne bestemmelse virker, når der er involveret mere end én jurisdiktion. Tre medlemsstater kræver systematisk oplysning om karakteren af den endelige kunde fra alle involverede formidlere, uanset kundens opholdsland. I en anden medlemsstat er kravet om 'kend din kunde' lempet, således at investeringsselskabet kan fæste lid til de oplysninger om kunden, der leveres af en anden formidler eller foreligger i form af bevis.

- **Gennemførelse af artikel 11 - Konklusioner**

Kommissionens analyse af medlemsstaternes gennemførelse af reglerne for god forretningsskik viser følgende:

---

[14] Dette patchwork af tilgange kunne give anledning til situationer, hvor en given transaktion enten omfattes af to former for beskyttelse (hjemlandet anvender et "karakteristisk performans"-kriterium, hjemlandet anvender et kriterium baseret på kundens opholdsland) eller slet ingen (investors hjemland anvender et "karakteristisk performans"-kriterium, mens tjenesteyderens hjemland anvender et kriterium baseret på formidlerens opholdsland).

- Der er forskelle mellem medlemsstaterne med hensyn til beskyttelsesniveauet for detailinvestorer. Disse forskelle ser ud til at være tydeligst med hensyn til "best execution", interessekonflikter og bestemmelserne om "execution only"-transaktioner, typologien for kontraktbetingelser samt dokumentation. Med hensyn til erhvervsmæssige investorer giver de nationale bestemmelser imidlertid stort set samme beskyttelse.

- Det generelle krav om at skelne mellem erhvervsmæssige investorer og andre investorer afspejles i de fleste gennemførelsesbestemmelser. Der er imidlertid en stor forskelligartethed i den praktiske implementering af denne distinktion.

- Formuleringen i artikel 11, stk. 2, resulterer i, at de forskellige medlemsstater anvender forskellige kriterier for at afgøre "hvor tjenesteydelsen præsteres". I praksis ses der imidlertid bort fra disse kriterier til fordel for en tommelfingerregel, hvorefter de indenlandske regler anvendes på udefra kommende investeringsservice. Disse regler anvendes også, selv om tjenesteyderens hjemland selv håndhæver væsentlige og tilsvarende beskyttelsesregler.

IV. FORDELENE VED DISTINKTIONEN MELLEM ERHVERVSMÆSSIGE INVESTORER OG DETAILINVESTORER FOR DET INDRE VÆRDIPAPIRMARKED

En effektiv differentiering mellem erhvervsmæssige investorer og andre investorer kunne have betydelige fordele i form af:

– **Integrerede og likvide værdipapirmarkeder og en konkurrencedygtig præstering af tjenesteydelser.** Det vigtigste mål for EU-lovgivningen på værdipapirområdet er at sætte investeringsselskaberne i stand til at levere tjenester overalt i EU uden at støde på unødvendige barrierer. Dette vil også sætte investorerne i stand til at opsøge mere profitable investeringsmuligheder. En potentiel duplikering af beskyttelsesregler for grænseoverskridende transaktioner resulterer i markedsbarrierer, der forhindrer modparterne i at indgå fordelagtige grænseoverskridende handler og fragmenterer dermed markedet og skader likviditeten.

– Anvendelse af beskyttelsesreglerne - der blev udformet med henblik på detailinvestorer - på erhvervsmæssige investorer **forøger omkostningerne** og kan begrænse deres brug af innovative produkter. Der opstår også betydelige omkostninger ved retsusikkerheden omkring klassifikationen af investorer. Den nuværende situation maksimerer denne usikkerhed og risikoen for retstvister, idet investeringsselskaber, som aktivt benytter EU-passet, skal opfylde 15 sæt regler for god forretningsskik. Dette favoriserer indirekte de stærkeste selskaber, fordi de har de fleste ressourcer til at styre denne komplekse situation.

Mere effektiv anvendelse af tilsynsressourcer. Tilsynsressourcer er en knap vare. For at blive brugt bedst muligt skal de målrettes på de dele af markedet, der har størst nytte af dem, nemlig husholdnings- og detailinvestorer. De erhvervsmæssige investorer, som kender markedet tilstrækkeligt til at varetage deres egne interesser, eller som kan få investeringsrådgivning, kræver mindre beskyttelse.

V. HENSYNTAGEN TIL DISTINKTIONEN MELLEM ERHVERVSMÆSSIGE INVESTORER OG DETAILINVESTORER (ARTIKEL 11, STK. 1)

Artikel 11, stk. 1, indeholder et klart og ubetinget krav til de nationale myndigheder om at skelne mellem erhvervsmæssige investorer og andre investorer med henblik på anvendelsen af beskyttelsesregler. ***Medlemsstaternes pligt til at tage hensyn til investorens "erhvervsmæssige karakter" er ikke betinget af en forudgående harmonisering af indholdet af beskyttelsesreglerne.*** De nationale myndigheder kunne nu begynde at differentiere reglerne for erhvervsmæssige investorer.

De nationale regler i alle medlemsstater indeholder allerede omfattende beskyttelsesregler, der er tilstrækkelige til, at erhvervsmæssige investorer kan træffe informerede investeringsbeslutninger. Der er behov for yderligere at afklare anvendelsen af principperne i artikel 11, stk. 1, for så vidt angår detailinvestorer[15]. Det forhold, at arbejdet vedrørende en passende beskyttelse af detailinvestorer, fortsat finder sted, bør ikke hindre den umiddelbare implementering af en distinktion mellem erhvervsmæssige investorer og detailinvestorer, som tager udgangspunkt i eksisterende nationale systemer for behandlingen af erhvervsmæssige investorer.

ISD giver ikke en klar definition af "erhvervsmæssig karakter". Dette har ført til, at der er en række nationale approacher til klassificering af investorerne. For nylig blev de nationale tilsynsmyndigheder, der holdt møde i Forum of European Securities Commissions (FESCO), imidlertid enige om en fælles definition med henblik på at kategorisere erhvervsmæssige investorer[16]. De har lovet at gøre de bedste anstrengelser for at sikre, at kategoriseringen gøres operationel for alle former for investeringsservice inden for deres kompetenceområder (indenlandsk og grænseoverskridende).

Kommissionen finder, at de nationale myndigheder med fordel kunne overveje at tage hurtige og effektive skridt til at implementere de arrangementer, som deres tilsynsmyndigheder er blevet enige om inden for FESCO.

---

15 De nationale værdipapirtilsynsmyndigheder, der arbejder inden for rammerne af FESCO, har etableret en arbejdsgruppe om standarder for harmonisering af reglerne for god forretningsskik. Dette vigtige arbejde sigter på at tilvejebringe enighed om en række standarder, herunder forretningskrav, oplysninger, der skal indhentes fra kunderne, oplysninger, som kunderne skal have, anvendelse af kundeaftaler og dokumentation.

16 "Categorisation of investors for the purpose of conduct of business rules": March, 2000.

Boks 2: Oversigt over FESCO-klassifikation:

Kategori 1. Investorer, der betragtes som erhvervsmæssige investorer uden yderligere formalitet eller kontrol. Denne udtømmende lister *omfatter enheder, der skal have tilladelse til/være underkastet regulering for at operere på finansielle markeder, bl.a.:*

- kreditinstitutter (som defineret i andet bankdirektiv)
- investeringsselskaber
- andre godkendte eller regulerede finansielle institutter (som defineret efter artikel 1, stk. 6, i andet bankdirektiv)
- forsikringsselskaber
- kollektive investeringsordninger og deres forvaltningsselskaber
- pensionsfonde og deres forvaltningsselskaber.

Statslige myndigheder, internationale/supranationale organisationer

Procedurebetragtninger: Enhver investor i denne kategori kan anmode om behandling som ikke-erhvervsmæssig investor (kan vælge højere beskyttelse (opt-up)).

Kategori 2: Investorer, der kan behandles som erhvervsmæssige investorer efter anmodning.

Store og institutionelle investorer, bl.a.:

- andre finansielle institutioner (ikke dækket af artikel 1, stk. 6, i andet bankdirektiv)
- store selskaber og partnerskaber (visse tærskler)
- andre institutionelle investorer end dem, der er erhvervsmæssige investorer, hvis selskabsformål er at investere i finansielle instrumenter
- råvarehandlere
- enheder i den offentlige sektor
- udstedere af børsnoterede instrumenter.

Procedurebetragtninger: Investoren skal skriftligt informeres om den beskyttelse, der gælder, og skal skriftligt bekræfte, at han er opmærksom på konsekvenserne af at miste denne beskyttelse.

Kategori 3: Andre investorer, der kan behandles som erhvervsmæssige investorer efter anmodning:

De kan få lov til at fravige nogle af beskyttelsesreglerne afhængig af en detaljeret ekspertvurdering, kundeerfaring (FESCO foreslår anvendelse af egnethedsskriterier for finansiel styring). Dette system er udformet for at give investeringseksperter eller sofistikerede individuelle investorer mulighed for at blive behandlet som erhvervsmæssige investorer. To af følgende kriterier skal opfyldes:

- 10 transaktioner af betydelig størrelse pr. kvartal over en periode på fire kvartaler
- porteføljen skal være større end 0,5 mio. EUR
- 1 års erhvervsmæssig erfaring i sektoren.

Procedurebetragtninger: Investoren skal:

1. skriftligt anføre, at han ønsker at blive behandlet som en erhvervsmæssig investor

2. modtage advarende oplysninger fra investeringsselskabet om den beskyttelse og de rettigheder, som man kan miste

3. skriftligt anføre i et særskilt dokument, at han er opmærksom på konsekvenserne af at miste denne beskyttelse.

Disse definitioner skal sikkert revideres i fremtiden. Erfaringer med den aftalte klassifikation vil belyse, hvordan den kan tilpasses nye elektronisk baserede systemer til udøvelse af investeringsservice og øget sofistikation på kundesiden, efterhånden som kunderne får erfaring med at handle på værdipapirmarkederne. En eventuel fremtidig revision kunne give anledning til at udvide kategori 1 investorer som defineret i FESCO til at omfatte andre finansielle institutioner og store selskaber, som har en finansafdeling. En anden fremtidig udvikling kunne være at strømline opt-up/opt-down-mekanismerne.

VI. ARTIKEL 11, STK. 2: EN MULIG TILGANG TIL AT PRÆCISERE DEN GÆLDENDE ORDNING:

Artikel 11, stk. 2, lyder således: "Uden at foregribe de beslutninger, der skal træffes som led i en harmonisering af reglerne for god forretningsskik, hører deres iværksættelse og kontrollen med deres overholdelse fortsat under den medlemsstat, hvor tjenesteydelsen præsteres." I mangel af en klar vejledning om bestemmelsen af "hvor tjenesteydelsen præsteres" har de nationale kompetente myndigheder haft tendens til at håndhæve de lokale regler for god forretningsskik for investeringsservice, der præsteres for investorer på deres territorium. Investeringsserviceudbydere skal derfor både overholde hjemlandets og værtslandets regler for god forretningsskik.

Denne situation kan undersøges med henvisning til de underliggende traktatprincipper vedrørende fri udveksling af tjenesteydelser (som er det overordnede mål i ISD), særlige bestemmelser i ISD, der tager hensyn til samfundsmæssige interesser og Domstolens relevante retspraksis[17].

Traktaten og formuleringen i ISD giver en klar formodning for fri udveksling af tjenesteydelser på basis af hjemlandstilladelse. Betragtning nr. 3 i ISD siger klart, at formålet med direktivet er ".. at sikre en gensidig anerkendelse af tilladelser og tilsynsordninger, der åbner mulighed for meddelelse af en enkelt tilladelse gældende i hele Fællesskabet og for anvendelse af princippet om hjemlandstilsyn"[18].

Nogle bestemmelser i ISD inddrager imidlertid udtrykkeligt værtslandets myndigheder "under hensyn til samfundsmæssige interesser". Betragtning nr. 33 fastsætter, at "medlemsstaterne skal påse, at der ikke stilles hindringer i vejen for, at de aktiviteter, der er omfattet af den gensidige anerkendelse, kan udøves på samme måde som i hjemlandet, så længe de ikke er i strid med værtslandets retsforskrifter til beskyttelse af samfundsmæssige interesser". Artikel 17, stk. 4, og artikel 18, stk. 2, i ISD fastsætter, at værtslandets myndigheder, der modtager meddelelse fra et investeringsselskab, der ønsker at etablere sig eller yde tjenesteydelser på dets område, om nødvendigt skal "underrette investeringsselskabet om de vilkår, herunder

---

17 "… at når en bestemmelse i den afledte fællesskabsret kan fortolkes på flere måder, bør den fortolkning, der bringer bestemmelsen i overensstemmelse med traktaten, lægges til grund frem for den, som medfører, at bestemmelsen må anses for uforenelig med traktaten. Under disse omstændigheder bør direktivet ikke fortolkes isoleret, men det bør undersøges, om de omtvistede krav er i strid med de angivne bestemmelser i traktaten, og resultatet af denne undersøgelse bør herefter lægges til grund for fortolkningen af direktivet." Domstolens dom af 4.12.1986 i sag 220/83, *Kommissionen for De Europæiske Fællesskaber mod Den Franske Republik*, Sml. 1986, s. 3663.

18 Betragtningerne til et direktiv tjener som en hjælp til fortolkning, da de kaster lys over EU-lovgivernes intentioner, jf. sag 76/72, *Michel*, Sml. 1973, s. 457 og sag C-238-94, *Garcia*, Sml. 1996, s. I-1673.

reglerne for god forretningsskik, som ***under hensyn til samfundsmæssige interesser*** gælder for ydelse af investeringsservice i værtslandet". Denne formulering viser klart:

– at værtsmedlemsstaten på forhånd skal meddele de gældende regler for god forretningsskik

– at værtsmyndigheder, som ønsker anvendelse af lokale regler, som er mere bindende end de minimale harmoniseringsprincipper efter artikel 11, kan fastsætte dette, hvis det er af "hensyn til samfundsmæssige interesser".

Artikel 19, stk. 6, giver værtslandet beføjelse til at forebygge forhold, som strider imod "de regler for god forretningsskik, der er vedtaget i henhold til artikel 11, og imod de andre lovbestemmelser, som det har vedtaget af hensyn til samfundsmæssige interesser".

Flere bestemmelser i ISD giver værtslandets myndigheder omfattende residuale beføjelser til at håndhæve reglerne for god forretningsskik inden for rammerne af "hensyn til samfundsmæssige interesser".

På den anden side har Domstolen konsekvent fastlagt den linje, at anvendelsen af de nationale regler, selv på et ikke-diskriminerende grundlag, skal ske inden for rammerne af artikel 49 og 50[19]. I denne henseende kan der henvises til den seneste retspraksis (sagen Parodi mod Banque Albert de Bary vedrørende ydelse af prioritetslån i banksektoren: Domstolens dom af 9. juli 1997 i sag C-222/95, Sml. 1997, s. I-3899), hvor Domstolen statuerer følgende:

"Imidlertid kan det i betragtning af visse tjenesteydelsers særlige karakter ikke anses for uforeneligt med traktaten at kræve, at tjenesteyderen opfylder visse særlige krav, som følger af forskrifterne for vedkommende erhverv.

Det må imidlertid påpeges, at den frie udveksling af tjenesteydelser, som er et grundlæggende princip i traktaten, kun kan begrænses ved regler, der er begrundet i tvingende almene hensyn, og som gælder for enhver person eller ethvert selskab, der driver virksomhed på modtagerstatens område, og kun i det omfang disse hensyn ikke tilgodeses i kraft af de bestemmelser, tjenesteyderen er undergivet i den medlemsstat, hvor han er etableret. Det er navnlig en betingelse, at kravene er objektivt nødvendige for at sikre overholdelsen af de regler, der gælder for det pågældende erhverv, og for at beskytte modtageren af ydelserne, og de må ikke gå videre end nødvendigt for at nå disse mål [...]."

Artikel 11 i ISD giver værtslandets myndigheder en aktiv rolle med at håndhæve reglerne for god forretningsskik efter artikel 11. Kommissionen finder imidlertid, at værtslandets myndigheder ved udøvelsen af ansvaret for at håndhæve regler for god forretningsskik kunne tage hensyn til følgende to beslægtede spørgsmål (1) om

---

19 *"[...] at traktatens artikel 49 ikke blot kræver afskaffelse af enhver form for forskelsbehandling til skade for en tjenesteyder med hjemsted i en anden medlemsstat på grundlag af dennes nationalitet, men også ophævelse af enhver restriktion - også selv om den gælder uden forskel for såvel indenlandske tjenesteydere som tjenesteydere fra andre medlemsstater - der kan være til hinder for eller indebære ulemper for den virksomhed, som udøves af en tjenesteyder med hjemsted i en anden medlemsstat, hvor denne lovligt præsterer tilsvarende tjenesteydelser." (jf. Domstolens dom af 23. november 1999 i forenede sager C-369/96 og C 376/96, Arblade & Leloup, Sml. 1999, s. I-8453).*

tjenesteyderens hjemland implementerer eller ikke implementerer regler, der giver en tilsvarende beskyttelse, og (2) om anvendelse af hjemlandets regler er en passende reaktion for at sikre det underliggende "hensyn til samfundsmæssige interesser".

– Med hensyn til vurderingen af "proportionalitet" er det nødvendigt at identificere kriterier, der potentielt kan benyttes til at afgøre, hvordan værtslandets myndigheder kan udøve deres beføjelser til at anvende de indenlandske regler. Kommissionen mener, at et muligt kriterium i denne henseende er "behovet for (investor/forbruger)beskyttelse"[20].

Vigtigheden af "behovet for beskyttelse" fremgår også af andre EU-retsakter inden for investeringsservice og værdipapirområdet[21]. Investorerne - eller deres rådgivere - skal selv foretage en vurdering af den foreslåede investerings særlige karakteristika. Reglerne for god forretningsskik sigter kun på at sikre, at investorerne ikke forledes til at foretage upassende investeringer, og på at beskytte investorerne mod misbrug og vildledning. Reglerne på investeringsservice- og værdipapirområdet er derfor stærkt fokuseret på principperne om offentliggørelse af oplysninger, sådan at rationelle investorer kan træffe informerede beslutninger.

I lyset af ovenstående er "behovet for beskyttelse" et muligt kriterium, der kan benyttes af værtslandsmyndighederne, når det skal afgøres, om anvendelsen af deres regler for god forretningsskik er "proportional".

1. Beskyttelse af erhvervsmæssige investorer:

Ekspertise og evnen til at handle i ens egen interesse er kritiske faktorer i forbindelse med at definere "behovet for beskyttelse". Hvis der er tale om en erhvervsmæssig investor, kan der argumenteres for, at han/hun har evnen og ekspertisen til at træffe informerede eller kvalificerede investeringsbeslutninger.

Denne tilgang afspejles i Domstolens retspraksis. Domstolen har særlig fremhævet, at foranstaltninger, der sigter på at beskytte den svagere part i et kontraktforhold, ikke kan anses for at opfylde kriteriet om hensynet til samfundsmæssige interesser, når modparten er en professionel operatør[22]. Dette ræsonnement er baseret på fravær af et "hensyn til samfundsmæssige interesser". Det samme ræsonnement kan være

---

20 Dette er den underliggende begrundelse for de betragtede regler for god forretningsskik. Det er også et samlende princip i ISD, der klart kommer til udtryk i en række bestemmelser:
Betragtning nr. 32, der siger, at det ved håndhævelsen af investorbeskyttelsen er "hensigtsmæssigt at tage hensyn til de forskellige behov for beskyttelse, som de forskellige kategorier af investorer har, samt til deres faglige ekspertise".
Som vist ovenfor er reglerne for god forretningsskik som krævet efter artikel 11, stk. 1, begrundet i behovet for at sikre en passende beskyttelse og en korrekt behandling af kunderne.
Artikel 14, stk. 4, fastsætter, at medlemsstaterne skal tage hensyn til investorernes forskelligartede behov for beskyttelse og navnlig de professionelle og institutionelle investorers mulighed for at varetage deres interesser bedst muligt, når de afgør, om investorerne kan fritages for kravet om at udføre transaktioner på et reguleret marked efter artikel 14, stk. 3.

21 I denne henseende er direktivet om investorgarantiordninger (97/9/EØF) særlig instruktivt. Dette direktiv fastsætter, at visse kategorier af professionelle og institutionelle investorer kan fritages for de investorgarantiordninger, der indføres i direktivet (artikel 4, stk. 2), hvis det vurderes, at de ikke har behov for særlig beskyttelse under investorgarantiordninger (betragtning nr. 17)."Behovet for beskyttelse" er et centralt begreb i direktivet om investorgarantiordninger.

22 Sag C-205/84, Kommissionen mod Forbundsrepublikken Tyskland.

nyttigt for så vidt angår professionelle investorer. I retspraksisen på forsikringsområdet har Domstolen lagt et ræsonnement til grund, hvorefter det gælder, at professionelle agenter eller eksperter kræver mindre beskyttelse end forbrugerne (C-220/83). Domstolen anlagde et tilsvarende ræsonnement i Alpine-sagen (C-384/93), hvor den talte for anvendelse af strengere bestemmelser for markedsføring af og reklamering for derivatbaserede investeringer i forbindelse med småinvestorer.

Den distinktion mellem professionelle og småinvestorer, som medlemsstaterne skal foretage i henhold til artikel 11, stk. 1, er eventuelt relevant for at afklare, i hvilket omfang investoren ud over hjemlandets regler har "behov" for beskyttelse efter værtslandets ordning. "Proportionalitetskriteriet" kan være vanskeligere at opfylde for professionelle investorer i betragtning af, at sidstnævnte har brug for mindre beskyttelse.

Muligheden for, at professionelle investorers behov garanteres af hjemlandets regler for god forretningsskik, understøttes af den konstatering, at alle medlemsstater ser ud til at implementere en tilstrækkelig og sammenlignelig beskyttelse for professionelle investorer. Som vist ovenfor giver alle nationale ordninger tilstrækkelig beskyttelse til at sætte professionelle investorer/investeringseksperter i stand til at træffe informerede investeringsbeslutninger og til at tage skridt til at sikre deres kommercielle interesser.

Fordelene ved hjemlandsbeskyttelse vedrører fuldt ud de selskaber, der er aktive i andre medlemsstater. Dette skyldes, at investeringsselskabet, inden det foretager en transaktion med en kunde i et partnerland, skal fastslå modpartens identitet og foretage de nødvendige vurderinger. Dette vil igen medføre automatisk anvendelse af vigtige elementer i hjemlandets regler for god forretningsskik (registrering, offentliggørelse af oplysninger, bedst mulig udførelse), der bedst kan kontrolleres og håndhæves gennem hjemlandsmyndighedernes kontorer[23].

Følgende praktiske betragtninger bør noteres:

- Praktiske arrangementer, der bruges i vid udstrækning (Master Agreements og andre kodificerede aftaler), giver de professionelle investorer en kontraktmæssig basis for at finde en løsning på klager mod modparter på en rimelig og omkostningseffektiv måde.

- Direktivet om retlige aspekter af elektronisk handel i det indre marked, der skal træde i kraft i januar 2002. Dette direktiv skal skabe et retligt miljø, der fremmer udviklingen af elektronisk handel i Europa. Direktivets centrale idé for investeringsservice er, at enhver tjenesteydelse, der leveres elektronisk, skal reguleres af de gældende regler i 'oprindelseslandet'. Dette resultat skal gælde uden videre for business-to-business-handler eller for handler mellem professionelle, men skal ikke gælde for kontraktlige forpligtelser, der følger af forbrugerkontrakter.

---

23 Generaladvokatens stilling i Alpine-sagen (C-384/93) er i denne forbindelse værd at lægge mærke til. Generaladvokaten anfører, "at den medlemsstat, fra hvilken telefonopringningen fortages, bedre er i stand til at regulere "cold calling" end modtagermedlemsstaten. Selv om den medlemsstat, hvortil der telefoneres, forbyder "cold calling", kan den ikke forhindre telefonopringninger fra en anden medlemsstat uden at samarbejde med de kompetente myndigheder i denne stat".

Af ovenstående grunde mener Kommissionen, at de nationale regler for god forretningsskik må anses for at give en tilstrækkelig og ækvivalent beskyttelse for professionelle investorer. I lyset af ovenstående finder Kommissionen, at de nationale kompetente myndigheder kunne overveje at afstå fra at anvende værtslandets regler på grænseoverskridende investeringsservice, der præsteres til lokalt etablerede professionelle investorer.

Boks 3. Hvilke professionelle investorer kunne få undtagelse fra hjemlandsreglerne?

Den nyligt indgåede FESCO-aftale om kategorisering af investorer med henblik på artikel 11 udpeger en kerne af investorer, der automatisk kunne behandles som "erhvervsmæssige". ***Investeringsservice, der præsteres til disse investorer, kunne udelukkende reguleres af de regler for god forretningsskik, der er i kraft i tjenesteyderens land ("hjemland")***[24].

Ud over denne gruppe af "automatiske erhvervsmæssige investorer" kan de nationale myndigheder også beslutte, om de vil benytte eller fravige anvendelse af den lokale ordning på investorer, der ikke automatisk kvalificeres som "erhvervsmæssige". Denne vurdering kunne foretages på grundlag af "hensynet til samfundsmæssige interesser".

2. Beskyttelse af detailinvestorer:

På baggrund af den fragmenterede situation, der kendetegner kontraktlige og ikke-kontraktlige forpligtelser og håndhævelsessystemerne, kan de nationale administrationer være bekymrede for den risiko, deres småinvestorer er underkastet i form af retsusikkerhed eller modpartsrisiko. Afsnit III ovenfor belyste forskellene i reglerne for god forretningsskik, som kunne forhindre disse regler i at blive anset for at være "ækvivalente" for detailinvestorer. Anvendelsen af lokale regler på transaktioner, som involverer lokalt etablerede "detailinvestorer", kan derfor forbedre beskyttelsen af detailinvestorer.

Detailinvestorer har behov for mere beskyttelse end professionelle investorer. Medlemsstaterne kunne tage hensyn til det, når de implementerer artikel 11, stk. 1 og 2, i ISD.

Denne vurdering vedrørende detailinvestorer kan udvikle sig i lyset af skiftende markedsrealiteter og yderligere samarbejde på tilsynsområdet. Udviklingen af nye forretningsmodeller baseret på elektronisk kommunikation og distribution kan betyde, at de aktuelle tilgange må ændres på et senere tidspunkt. Det retlige miljø for elektroniske informationstjenesteydelser vil også ændre sig. Den måde, på hvilken de nationale kompetente myndigheder samarbejder for at håndhæve beskyttelses-reglerne, vil også blive påvirket af udviklingen. Kommissionen vil også undersøge disse spørgsmål i den parallelle meddelelse om modernisering af ISD. De vil også blive behandlet i Kommissionens kommende grønbog om elektronisk handel og finansielle tjenesteydelser.

[24] Investorer, der automatisk kvalificeres som professionelle, bevarer alligevel muligheden for at anmode modparten om et højere beskyttelsesniveau.

En anden bemærkelsesværdig udvikling er den måde, hvorpå FESCO - efter aftalen om et system til kategorisering af investorer - nu arbejder med henblik på fælles standarder for beskyttelsesregler. En fælles holdning til behandlingen af detailinvestorer kan betyde, at det på ny bliver nødvendigt at undersøge spørgsmålet om, hvorvidt "hensynet til samfundsmæssige interesser" fortsat kræver anvendelse af værtslandets ordning på disse investorer.

3. Behandling af filialer:

Der er træk, der er specifikke for filialbaseret investeringsvirksomhed, og som i overensstemmelse med traktaten kan begrunde anvendelse af værtslandets regler på filialens kunderelaterede funktioner. Denne konklusion gælder for investeringsservice, som filialen præsterer til både erhvervsmæssige investorer og detailinvestorer.

Myndighederne i det land, hvor filialen er etableret, er bedst placeret til at føre tilsyn med, at begge kategorier af investorer får en behandling i overensstemmelse med reglerne. Filialer af investeringsselskaber i andre medlemsstater anvender generelt kundebetjeningssystemer, der er uafhængige i forhold til de systemer, der benyttes i moderselskabets hjemland. Tilsynet i det land, hvor filialen er beliggende, befinder sig på stedet, har direkte adgang til filialens revisionsrute og registreringer og har bedre muligheder for at kontrollere håndteringen af det direkte forhold mellem filialen og dens kunder.

Ræsonnementet er i overensstemmelse med artikel 10, femte led, i ISD, der fastsætter: "Dog må organisationsmåden i tilfælde af oprettelse af en filial ikke stride mod de regler for god forretningsskik, som værtslandet foreskriver ...".

VII. KONKLUSIONER

I denne meddelelse er der foretaget en gennemgang af, hvordan medlemsstaterne implementerer de regler for god forretningsskik, der omhandles i artikel 11. Der noteres følgende:

- Der er forskelle medlemsstaterne imellem med hensyn til implementeringens detaljerede indhold og form, men de nationale regler for god forretningsskik synes at give et ensartet beskyttelsesniveau for erhvervsmæssige investorer, for så vidt som reglerne sætter investeringseksperter i stand til at træffe informerede beslutninger om karakteren af de forskellige tjenesteydelser.

- Det generelle krav om at skelne mellem erhvervsmæssige investorer og andre investorer afspejles i de fleste gennemførelsesbestemmelser. Den praktiske implementering af denne sondring varierer imidlertid betydeligt mellem medlemsstaterne med det resultat, at investeringsselskaberne kan klassificeres forskelligt for ensartede transaktioner i forskellige medlemsstater. Som følge heraf kan investeringsselskaber, der opererer på tværs af grænserne, være underkastet kvalitativt forskellige krav.

- Medlemsstaterne anvender indenlandske regler på udefrakommende investeringstjenesteydelser uden hensyn til, om tjenesteyderens hjemland håndhæver ækvivalente beskyttelsesregler.

Den heraf følgende kombination af retsusikkerhed og overlappende krav er uøkonomisk og i høj grad forstyrrende for grænseoverskridende udveksling af investeringsservice. Disse omkostninger kan undgås - for så vidt angår interprofessionel investeringsservice - ved tilvejebringelse af en sammenhængende og systematisk skelnen mellem erhvervsmæssige investorer og detailinvestorer.

Artikel 11, stk. 1, indeholder et klart krav til de nationale myndigheder om at sondre mellem erhvervsmæssige og andre investorer med henblik på implementering af regler for god forretningsskik. Kommissionen mener, at denne forpligtelse ikke afhænger af en forudgående harmonisering af beskyttelsesreglernes indhold. ISD giver ikke en klar definition af "erhvervsmæssig karakter", men FESCO er for nylig nået til enighed om en fælles model for kategorisering af professionelle investorer. Når de nationale myndigheder tager hensyn til "den erhvervsmæssige karakter" i artikel 11, stk. 1, vil de formodentlig inspireres af FESCO-aftalen om kategorisering af professionelle investorer og detailinvestorer

Denne meddelelse har også skitseret en mulig metode til at vejlede værtslandsmyndighederne, når de skal udøve deres ansvar med at håndhæve reglerne for god forretningsskik i forhold til artikel 11, stk. 2, og "hensynet til de samfundsmæssige interesser". Værtslandsmyndighederne kunne specielt tilstræbe at anvende reglerne for god forretningsskik på en måde, der står i et rimeligt forhold til det konkrete behov for investorbeskyttelse. Denne meddelelse indeholder nogle elementer, der indebærer, at *professionelle investorer som defineret i FESCO-klassifikationens kategori 1 ,* ***der besidder den nødvendige ekspertise til at vurdere en given investeringstransaktions karakteristika, kan præstere investeringstjenesteydelser, som udelukkende omfattes af reglerne for god forretningsskik i tjenesteyderens hjemland.*** Implementering af regler for god forretningsskik af hjemlandets tilsynsmyndigheder giver en ækvivalent beskyttelse for denne kategori af investorer.

Kommissionen finder, at detailinvestorer har behov for den beskyttelse, som værtslandets regler for god forretningsskik kan give. Spørgsmålet om, hvorvidt anvendelsen af værtslandets regler er et rimeligt skridt med henblik på beskyttelse af detailinvestorer, kan tages op igen, hvis f.eks. de nuværende FESCO-bestræbelser på at standardisere beskyttelsesreglerne for ikke-professionelle investorer fører til en gensidig tilnærmelse af de nationale praksiser.

Meddelelsen omhandler også hjemlandets og værtslandets rolle og forpligtelser med hensyn til håndhævelse af reglerne over for filialer af investeringsselskaber. Jo tættere tilsynsmyndighederne og den del af selskabet, der handler med kunden, er på hinanden, desto effektivere vil tilsynet med reglerne for god forretningsskik blive. Dette indebærer, at myndigheden i det land, hvor filialen er beliggende, bedre vil være i stand til at kontrollere forholdet mellem filialen og kunden end tilsynsmyndigheden i moderselskabets hjemland. Både "hensynet til de samfundsmæssige interesser" og bestemmelserne i ISD understøtter dette. Denne konklusion gælder både for den investeringsservice, som filialen præsterer til professionelle investorer og til detailinvestorer.

Gennemførelsen af sondringen mellem professionelle investorer og detailinvestorer burde fremme grænseoverskridende investeringsservice for professionelle investorer, uden at det kræver en formel ændring af ISD. Juridisk klarhed og retssikkerhed taler imidlertid for at foretage en formel ændring af artikel 11 og hermed forbundne

bestemmelser i ISD. Den parallelle meddelelse, som skitserer en omfattende modernisering af ISD, vil blive genstand for en omfattende høring af de nationale myndigheder, tilsynsmyndighederne og markedsdeltagerne i de kommende måneder. Denne meddelelse skitserer en mulig retning, som ændringen af ISD kan tage. Deltagerne i den nævnte høringsproces ønsker måske at tage hensyn til den analyse, der er foretaget i dette dokument, og deres bemærkninger til og respons på ISD-revisionen kunne måske inspireres af ovenstående analyse.