



KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER

Bruxelles, 19.11.2002
KOM(2002) 625 endelig

2002/0269 (COD)

Forslag til

EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV

**OM INVESTERINGSSERVICE OG REGULEREDE MARKEDER
OG OM ÆNDRING AF RÅDETS DIREKTIV 85/611/EØF,
RÅDETS DIREKTIV 93/6/EØF SAMT EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS
DIREKTIV 2000/12/EF**

(forelagt af Kommissionen)

Indhold

Begrundelse.....	5
AFDELING I: Baggrund for forslaget.....	3
I.1 Hvad er direktivet om investeringsservice?	3
I.2 Europas finansielle landskab under hastig forandring:	3
I.3 Hvorfor er et nyt direktiv nødvendigt?	5
I.4 Generelle mål for det nye forslag:	8
Afdeling II: En effektiv, gennemsigtig og integreret handelsinfrastruktur:	8
II.1 Konkurrence og fragmentering:.....	8
Fragmentering og effektiv kursdannelse:	11
Investorbeskyttelse:.....	11
Regelarbitrage:	12
II.2 Styrende principper for regulering af ordreudførelsen:	12
II.3 Høje principper for regulerede markeder (afsnit III):	15
II.4 Ny kernetjenesteydelse for “multilaterale handelsfaciliteter” (MHF’er):.....	17
II.5 Investeringsselskabers gennemførelse af handler:.....	19
Interessekonflikter hos mægler/handlere (der internaliserer ordreudførelsen):.....	19
Gennemførelsen af handler uden om børssystemet og effektiv kursdannelse:.....	20
II.6 Konklusioner vedrørende reguleringen af gennemførelsen af handler:	23
Afdeling III. Investorbeskyttelse og ordningen for investeringsselskaber (afsnit II):	24
III.1 Kapitalkrav (artikel 11 og 17):	25
III.2 Interessekonflikter (artikel 16):	25
III.3 Regler om god forretningsskik ved levering af tjenesteydelser til kunder (artikel 18):	26
III.4 Best execution (artikel 19):	27
III.5 Regler for behandling af kundeordrer (artikel 20):	28
III.6 Transaktioner med godkendte modparter (artikel 22):	28
III.7 Konklusioner vedrørende investeringsselskabsordningen:	29
Afdeling IV. Direktivets anvendelsesområde:	29
IV.1 Investeringsrådgivning (bilag I, afsnit A):	29
IV.2 Finansielle analyser (bilag I, afsnit B):	30
IV.3 Råvarederivater (bilag I, afsnit C):.....	31
Afdeling V. Andre vigtige elementer i forslaget:	32
V.1 Clearing og afvikling:.....	32
V.2 Kompetente myndigheder og tilsynsmæssigt samarbejde (afsnit IV):	33
V.3 Anvendelse af udvalgsprocedurer (komitologi) for at gennemføre bestemmelser:	33

BEGRUNDELSE

Forslag til direktiv om investeringsservice og regulerede markeder

AFDELING I: BAGGRUND FOR FORSLAGET

I.1 Hvad er direktivet om investeringsservice?

Direktivet om investeringsservice, der blev vedtaget 1993, havde til formål at fastlægge de betingelser, hvorunder godkendte investeringsselskaber og banker kunne præstere nærmere bestemte tjenesteydelser i andre medlemsstater på grundlag af tilladelser meddelt af hjemlandet og under hjemlandets tilsyn. De tjenesteydelser, for hvilke der i henhold til det nuværende ISD kan udstedes et "pas", omfatter bl.a. mæglervirksomhed, handel, individuel porteføljepleje, modtagelse og videregivelse af investorordrer samt afsætningsgaranti/placering af finansielle instrumenter. Herudover knæsatte ISD godkendte ISD-selskabers ret til direkte adgang eller fjernadgang til at deltage i handelen på børser/regulerede markeder i andre medlemsstater. For at gøre det lettere at udøve denne rettighed blev det i ISD fastlagt, hvad der nærmere skulle forstås ved gensidigt anerkendte børser, ligesom der blev opstillet visse betingelser for driften af disse markederⁱ. ISD er således den retsakt, hvorved traktatens friheder søges omsat i praksis hvad angår investeringsservice og organiseret handel med finansielle instrumenter (bilag 1 indeholder en detaljeret oversigt over direktiv 93/22/EØF).

I.2 Europas finansielle landskab under hastig forandring:

Markedsbaseret finansiering spiller en stadig større rolle for finansieringen af europæiske små og mellemstore virksomheder og fordelingen af den europæiske opsparing. Velfungerende, gennemsigtige og effektivt regulerede finansielle markeder kan være en væsentlig drivkraft for velstandsskabelsenⁱⁱ. I Europa er virksomheder med et lånebehov i den senere tid begyndt at anvende de finansielle markeder som alternativ til bankerne. Derfor steg antallet og værdien af nyemissioner voldsomt i slutningen af 1990'erne, da virksomhederne ønskede billigere finansiering af ambitiøse investeringsprojekter uden om de finansielle formidlere. Investorernes interesse for emissionerne voksede i takt med udbuddet, idet de rettede opmærksomheden mod markedsbaserede investeringer som et middel til at supplere de risikovægtede afkast på opsparingen og pensionsdækningen.

Den senere tids tilbageslag på aktiemarkederne har ikke svækket interessen for markedsbaseret finansiering. Tilbageslagene understreger imidlertid, hvor vigtig en solid retlig og reguleringsmæssig ramme er for investortilliden, likviditeten og de finansielle markeders trivsel. De finansielle markeder kan overleve perioder med ustabilitet, konjunkturbetingede korrektioner og aktier, der ikke lever op til forventningerne, men de vil ikke kunne overleve den underminering af investortilliden, der vil ske, hvis markederne fungerer dårligt eller er uigennemsigtige, hvis der opstår markedsmisbrug, eller hvis formidlerne svigter deres forpligtelser og slutinvestorerens tillidⁱⁱⁱ. Det foreliggende forslag er et led i et sammenhængende lovgivningsprogram, der skal fremme integrerede og effektive kapitalmarkeder i Europa og samtidig sikre en rimelig kontrol, der kan forhindre markedsmisbrug og beskytte investorerne.

Integreringen af EU's aktie- og erhvervsobligationsmarkeder baner vej for en væsentlig reduktion af handelsomkostningerne og omkostningerne i forbindelse med finansiering gennem aktier/erhvervsobligationer. Ny forskning tyder på, at alene de statiske

effektivitetsfordele, som etableringen af integrerede, dybe og likvide markeder for aktier/erhvervsobligationer vil give, vil være betydelige og medføre et varigt fald i prisen på egenkapital med 0,5% og dermed udløse stigende investeringer, beskæftigelse (0,5%) og BNP (1,1%)^{iv}. Fordelene ved effektive kapitalmarkeder vil blive yderligere styrket ved at samle likviditeten og matche udbuddet af og efterspørgslen efter finansielle instrumenter på tværs af EU's grænser. Dette vil i meget høj grad øge handelsinteressens dybde, mindske volatiliteten på aktiemarkederne og begrænse de ugunstige kursmæssige følger ved større handel. Samling af den likviditet, der skabes af de mest omsatte aktier, og afskaffelsen af de geografiske diversificeringsstrategier kan frigøre kapital til brug for nyemissioner og som risikovillig kapital. Indførelsen af euroen har allerede banet vej for fuld integrering af usikrede pengemarkeder og væsentligt fremmet integreringen af markederne for stats- og erhvervsobligationer. Markedsdeltagerne søger nu at udvide de samme handelsstrategier og strategier for porteføljepleje til også at omfatte handel med aktier og andre aktiver. Alle disse forhold er baggrunden for den senere tids kraftige tendens til stigning i den grænseoverskridende handel med finansielle instrumenter, nemlig en stigning for internationale aktier gennem de seneste fem år på 20%-25% om året.

På grund af den konkurrencedygtige og fleksible markedsbaserede finansierings betydning for vækst og beskæftigelse har Det Europæiske Råd på sine møder i Lissabon og Stockholm givet integreringen af Europas finansielle markeder en central placering i de økonomiske reformplaner for Europa. For at udnytte fordelene heraf er det nødvendigt at fjerne hindringerne for investeringer og samtidig indføre et omfattende program med foranstaltninger til harmonisering af den nationale regulering af alle faser i handelscyklussen lige fra informationsforpligtelserne på emissionstidspunktet over fælles retningslinjer for handelen og markedsdeltagernes adfærd til afslutningen af transaktionerne og indberetning af gennemførte transaktioner. Med udgangspunkt i handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser har Kommissionen fremsat en række forslag til EU-lovgivning, som skal danne grundlag for en sammenhængende regulering af integrerede finansielle markeder. Dette ambitiøse lovgivningsprogram er nøglen til en stor og vedvarende forbedring af EU's beskæftigelses- og velstandsskabende potentiale. Det nye forslag er en integrerende del af dette program.

Boks: Direktiv om investeringsservice og regulerede markeder samt relateret EU-lovgivning:

Et nyt ISD vil ved at harmonisere reglerne for at handle med kunder eller for disses regning og gøre de organiserede handelssystemers funktion mere gennemsigtig fremme integreringen af markedet for handel med eksisterende værdipapirer. Disse foranstaltninger er imidlertid en nødvendig, men ikke tilstrækkelig, betingelse for en effektiv grænseoverskridende matchning af alle potentielle købs- og salgsinteresser for et givet instrument. I handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser blev der påvist en række områder, der kræver løsninger på EU-plan, når målet er et indre finansielt marked:

Harmonisering af reglerne for udstederes videregivelse af relevante oplysninger (form og indhold): En af de finansielle markeders vigtigste funktioner er at sikre, at alle tilgængelige oplysninger om et finansielt instrument afspejles i kursen. Det er afgørende, at der findes regler om, hvilke oplysninger udstederen skal offentliggøre, både når instrumentet udbydes til offentligheden (prospekt) og efterfølgende for at give samtlige EU-investorer og -handlere samme mulighed for på kvalificeret grundlag at bedømme værdien af en potentiel investering (sikre, at de ikke sammenligner æbler og pærer). Med henblik herpå har handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser tilskyndet til udarbejdelse af et samlet handlingsprogram på informationsområdet omfattende et forslag til prospektdirektiv, udarbejdelse af et forslag om regelmæssig indberetning (og ad hoc-videregivelse af prisfølsomme oplysninger) samt den (politisk vedtagne) forordning om internationale regnskabsstandards. For at opnå ISD's mål, nemlig at lade regulerede markeder konkurrere om likviditeten ved at optage værdipapirer fra partnerlande til handel uden at kræve de samme

informationer to gange, er det også af afgørende betydning, at der findes moderniserede regler om udstedernes oplysningspligt.

Beskyttelse af markedets integritet, forebyggelse af markedsmisbrug: På et integreret finansielt marked vil en investor fra en medlemsstat kunne handle med værdipapirer udstedt i en anden medlemsstat over en tredje medlemsstats markedssystemer med en modpart i en fjerde medlemsstat. Et sådant scenario nødvendiggør en "vandtæt" og effektiv EU-ordning for afdækning og straf af markedsmisbrug. Tilsynsmyndigheder, markedsoperatører og markedsdeltagere skal optræde samvittighedsfuldt, være på vagt og samarbejde effektivt, når dette er nødvendigt for at forhindre grænseoverskridende misbrug i at undergrave investortilliden. Direktivet om markedsmisbrug (som der er ved at være enighed om) indeholder en klar definition af forbudt adfærd og indfører strenge regler for overvågning og straf af misbrug i hele EU.

Tilladelse til kollektive investeringsordninger for at udnytte det indre markeds friheder: Kollektive investeringsordninger er opstået som et effektivt middel til at pleje og formidle privat opsparing. Investeringsinstitutter har i dag et kapitalgrundlag på mellem 3 og 4 mia. EUR. De for nylig vedtagne direktiver om investeringsinstitutter vil cementere det indre markeds rammer for investeringsforeninger mv. ved at udvide antallet af formidlere af kollektiv opsparing, som kan distribuere deres produkter i hele EU og sikre gensidig anerkendelse af porteføljeplejeres kvalifikationer.

Fremme af effektiv og konkurrencedygtig clearing og afvikling af grænseoverskridende handler: Der er i dag øget opmærksomhed omkring hindringerne for grænseoverskridende værdipapirtransaktioner. En stærk indbyrdes forbindelse mellem de forskellige led i clearing- og afviklingskæden er nødvendig, hvis investorer, der foretager transaktioner på et marked i en anden EU-medlemsstat, skal kunne hjemtage ejendomsretten til de pågældende værdipapirer uden unødige omkostninger, forsinkelser eller risiko for "fejlslagne handler". Der er nu en voksende forståelse af de utallige retlige, skatte- og reguleringsmæssige hindringer for en effektiv clearing og afvikling af grænseoverskridende handler. Nogle af deltagerne i debatten har yderligere udtalt, at en ny ejer- og organisationsstruktur for disse aktiviteter også vil kunne medføre strategiske hindringer for en konkurrencedygtig clearing og afvikling. Kommissionen har for nylig offentliggjort en meddelelse (KOM(2002)257), der skitserer en række strategiske hovedlinjer og opfordrer interesserede parter til at bidrage med løsninger på EU-plan

I.3 Hvorfor er et nyt direktiv nødvendigt?

Det eksisterende direktiv udgør ikke længere en effektiv ramme for grænseoverskridende investeringer i EU. Direktivet indeholder således ikke klare grundregler, inden for hvis rammer konkurrencen og konsolideringen af handelsinfrastrukturen (børser og andre handelssystemer) kan finde sted. Blandt de største mangler i det nuværende ISD kan nævnes:

- (1) ISD sikrer ikke den harmonisering, der er nødvendig for en faktisk gensidig anerkendelse af tilladelser til at udøve virksomhed som investeringsselskab. Resultatet er et ISD-pas, hvis effektivitet er blevet kraftigt svækket af det dobbelte (eller flerdobbelte) tilsyn med grænseoverskridende transaktioner
- (2) ISD har forældede regler for investorbeskyttelse: De relevante beskyttelsesforanstaltninger skal opdateres for at tage hensyn til nye virksomhedsformer, nye former for markedspraksis og nye risici i den forbindelse. Reglerne om investorbeskyttelse må også revideres for at tvinge selskaber, der handler for slutinvestorers regning, til aktivt at udnytte nye handelsmuligheder for at opnå den for kunden bedste handel. Dette vil sikre, at konkurrencen mellem de forskellige former for handelssystemer bliver til fordel og ikke til skade for slutinvestoren

- (3) ISD omfatter ikke alle investororienterede ydelser (f.eks. rådgivning og nye distributionskanaler) eller finansielle handler (f.eks. med råvarederivativer). Nogle af disse aktiviteter kan, hvis de udgør selskabets hovedaktiviteter eller er en del af selskabets traditionelle aktiviteter, udgøre en væsentlig trussel mod investorer og markedets effektivitet/stabilitet, som vil kunne imødegås, hvis der vedtages et nyt ISD eller nye regler i det hele taget på dette og hermed beslægtede områder
- (4) ISD behandler ikke de regulerings- og konkurrenceproblemer, der opstår, når børser begynder at konkurrere indbyrdes og med nye handelsplatforme. Da ISD blev vedtaget, var konkurrencen mellem børser/handelssystemer ikke-eksisterende. I dag er konkurrencen mellem forskellige ordreudførelsesmetoder (børser, nye handelssystemer og investeringsselskabers interne ordreudførelse) den største reguleringsmæssige udfordring for EU's værdipapirtilsyn. De meget få og primitive ISD-bestemmelser om regulerede markeder udgør ikke en solid reguleringsmæssig ramme, inden for hvilken markeder og systemer kan konkurrere om likviditet, og inden for hvilken investeringsselskaber kan påtage sig at udføre ordrer uden om børsen som en del af servicen over for kunder
- (5) ISD lader reguleringen af markedsstrukturen bygge på valgfrihed, hvilket er en meget stor hindring for en integreret og konkurrencedygtig handelsinfrastruktur. Artikel 14, stk. 3, i det eksisterende direktiv giver de nationale myndigheder mulighed for at kræve, at private investorers ordrer kun udføres på et reguleret marked (koncentrationsreglen). En række medlemsstater har udnyttet denne mulighed til at fremme et system, hvor ordrer fra private investorer matches med de regulerede marketers centrale offentlige ordrebøger. Andre medlemsstater har valgt ikke at benytte denne mulighed og overladt det til investeringsselskabet at afgøre, hvorledes det bedst kan sikre sine kunder "best execution". Dette har øget antallet af forskellige handelssystemer i disse lande. Sådanne fundamentale forskelle mellem mekanismerne til regulering af markedsstrukturen har igen medført forskelle mellem nationale handelskonventioner, regler om drift af markeder, muligheder for konkurrence mellem handelsplatforme og markedsdeltagernes adfærd^v. Disse forskelle er en væsentlig hindring for grænseoverskridende transaktioner og fragmenterer likviditeten
- (6) ISD-bestemmelserne om udpegning af og samarbejde mellem kompetente myndigheder er underudviklede: Det nuværende direktiv giver ikke tilstrækkelig klare regler for fordelingen af håndhævelsesansvaret inden for medlemsstaterne og udgør ikke et solidt grundlag for grænseoverskridende tilsynssamarbejde. Et fuldt integreret indre finansielt marked kræver, at ulovlig adfærd forfølges og straffes lige strengt i alle medlemsstaterne. En anden forudsætning for et integreret og velfungerende indre marked er, at de nationale myndigheder samarbejder umiddelbart og fuldt ud, og at informationsstrømmen mellem disse myndigheder flyder uhindret. De nuværende ISD-bestemmelser for tilsynsmæssigt samarbejde blev udarbejdet på et tidspunkt, hvor forbindelserne mellem de nationale finansielle markeder ikke blev udnyttet så intenst som i dag. Der er således behov for en betydelig modernisering af bestemmelserne
- (7) ISD-bestemmelserne er ufleksible og forældede: Det er nødvendigt at omskrive ISD, fordi direktivet ikke løser de presserende reguleringsproblemer, som følger i kølvandet på ændringerne i markedsstrukturen og forretnings- og tilsynspraksis. At det er nødvendigt at revidere ISD viser, at det er formålsløst at prøve at regulere de finansielle markeder gennem strenge bestemmelser i en fastlåst lovgivning. På

baggrund af Det Europæiske Råds og Europa-Parlamentets positive reaktion på henstillingerne fra Lamfalussy-udvalget foreslås det at ændre vigtige bestemmelser i direktivet og give mulighed for at vedtage retligt bindende gennemførelsesbestemmelser gennem udvalgsproceduren. Denne procedure vil blive anvendt i nøje overensstemmelse med den tværinstitutionelle aftale mellem Europa-Parlamentet, Rådet og Kommissionen.

Som følge af de store mangler i det nuværende ISD og nødvendigheden af at gøre det lettere at tilpasse direktivet til strukturændringerne på EU's finansielle markeder finder Kommissionen det mest hensigtsmæssigt og rationelt at erstatte hele direktivteksten. De bestemmelser i det nuværende ISD, der har bevist deres værd, er medtaget i det nye forslag, som bygger på de samme nationale tilsyns- og håndhævelsesstrukturer som det nuværende ISD. De foreslåede ændringer af direktivets anvendelsesområde skal opfattes mere som en evolution end som en revolution. Ved at bygge videre på det eksisterende direktiv håber man at begrænse de retlige, institutionelle og tilsynsmæssige tilpasninger, der vil være nødvendige for at gennemføre et nyt direktiv.

Boks: En ny tilgang til den finansielle regulering i EU.

Handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser henledte opmærksomheden på, at lovgivningsrammen for EU's værdipapirmarkeder var underudviklet, og at den lovbestemte fragmentering af EU's likviditet medfører mange offeromkostninger. Handlingsplanen pegede på en række initiativer, der kunne tages for at udvikle den ramme, der er nødvendig for at skabe et indre finansielt marked med stor dybde og likviditet. Som en del af denne "pakke" offentliggjorde Kommissionen i november 2000 en grønbog, hvori en række emner med relation til ISD's funktion blev gennemgået^{vi}. Ud fra de 68 svar, der blev modtaget som reaktion på grønbogen, konkluderede Kommissionen, at en omfattende revision af direktivet var påkrævet.

Der er taget udstrakt hensyn til henstillingerne fra Lamfalussy-vismandsudvalget, som Det Europæiske Råd tilsluttede sig på mødet i Stockholm i marts 2001:

1. Høring af markedsdeltagere og interesserede parter: Siden offentliggørelsen af den oprindelige grønbog har Kommissionens tjenestegrene to gange udbedt sig interesserede parters uforbeholdne og samlede kommentarer til Kommissionens uformelle og foreløbige overvejelser om, hvor dybt ISD-revisionen skal gå, og hvilken form den skal antage. Det første høringsdokument, som indeholdt en meget udførlig beskrivelse af de mulige ændringer af direktivet, blev offentliggjort i juli 2001. De skitserede foreløbige hovedlinjer blev drøftet på et åbent høringsmøde i Bruxelles den 18.-19. september 2001, hvor 150 interesserede parter deltog. Dette høringsmøde resulterede i 77 svar, som medførte, at en række væsentlige aspekter af de oprindelige hovedlinjer blev taget op til fornyet overvejelse, fordi det blev kritiseret, at hovedlinjerne var overdrevent normative og ville hæmme konkurrencen og innovationen på ordreudførelsesområdet. Derfor offentliggjorde Kommissionen i marts 2002 et sæt væsentligt reviderede hovedlinjer for ISD-revisionen. Også de reviderede hovedlinjer blev indgående behandlet på et åbent møde (den 22. april 2002) med over 200 deltagere. Det foreliggende forslag er udarbejdet efter en omhyggelig gennemgang af de 107 reaktioner på disse reviderede hovedlinjer

2. Mere effektive og markedsfølsomme bestemmelser om det indre marked: Lamfalussy-udvalget var fortalere for en systematisk og rationel sontring mellem de høje principper, der skal harmoniseres via EU-direktiver, og de ensartede, retligt bindende, men fleksible gennemførelsesforanstaltninger, der skal vedtages efter udvalgsproceduren. Hvis denne anbefaling følges, skal Værdipapirtilsynsudvalget på baggrund af reaktionerne på høringerne og efter mandat fra Kommissionen bidrage med en detaljeret teknisk rådgivning. Denne tostrengede opbygning af værdipapirlovgivningen blev foreslået som et middel til – uden at det går ud over kontinuiteten i demokratisk fastsatte grundlæggende reguleringsprincipper – at sikre den detaljerede harmonisering, der er nødvendig for den grænseoverskridende organisering af værdipapirhandel og investeringsservice, og den fleksibilitet, der

er nødvendig for at tilpasse reglerne til en markedspraksis under hastig forvandling på de omskiftelige finansielle markeder. Den fremadskuende tværinstitutionelle aftale om gennemførelse af Lamfalussy-forslagene, der blev vedtaget efter en plenarafstemning i Europa-Parlamentet, har banet vej for udarbejdelsen af dette forslag efter Lamfalussy-modellen.

I.4 Generelle mål for det nye forslag:

Forslaget til direktiv om investeringsservice og regulerede markeder tager sigte på at forbedre EU's lovgrundlag for at opnå to overordnede reguleringsmæssige mål:

1. at forbedre investorbeskyttelsen og markedets integritet ved at underlægge godkendte formidlers virksomhed en række harmoniserede krav
2. at fremme reglementerede, gennemsigtige, effektive og integrerede finansielle markeder; opfyldelsen af dette mål vil især rykke nærmere, hvis der udarbejdes grundregler for handel med finansielle instrumenter via organiserede handelssystemer, markedspladser og investeringsselskaber.

Det nye direktiv gennemgås nedenfor under følgende overskrifter:

- foranstaltninger til fremme af en effektiv, gennemsigtig og integreret finansiell handelsinfrastruktur
- bestemmelser om ydelse af investeringsservice med henblik på at beskytte investorer og fremme markedets integritet
- foreslåede udvidelser af direktivets anvendelsesområde
- andre spørgsmål (clearing og afvikling, tilsynsmæssigt samarbejde).

AFDELING II: EN EFFEKTIV, GENNEMSIGTIG OG INTEGRERET HANDELSINFRASTRUKTUR:

II.1 Konkurrence og fragmentering:

Funktionerne som formidler og markedsplads er både i og uden for Europa traditionelt blevet udøvet af forskellige typer institutioner. Da ISD blev vedtaget, havde de nationale børser eneret på den organiserede matchning af interessemarkeringer angående lokalt udstedte værdipapirer. Formidlerne konkurrerede indbyrdes om at levere tjenesteydelser til slutinvestorer og udstedere og om at handle med unoterede (OTC) værdipapirer^{vii}. Denne todelte struktur gjorde det muligt klart at sondre mellem de investororienterede beskyttelsesforanstaltninger – som alene gjaldt for formidlere – og de markedsorienterede regler, der skulle beskytte markedernes gennemsigtige og effektive funktion – og som primært gjaldt for børser. Siden vedtagelsen af ISD er EU's finansielle markeder blevet mere komplekse, og grænsen mellem markedspladser og formidlere er blevet mere udvisket. IT har gjort det muligt for systemer uden for børserne at kopiere børserne på deres kerneforretningsområder – dog med lavere omkostninger – og for børser at “genskabe” sig selv som konkurrencedygtige markedsaktører, således at der i dag er flere aktører og flere valgmuligheder.

Udvikling i handelen med værdipapirer inden for EU:

Nedenstående teknologibaserede trends har ændret ”modus operandi” inden for handel med finansielle instrumenter:

1. konkurrence mellem børser: Den tid, hvor fondsbørser var behovsorienterede og opsamlede det meste af den nationale likviditet, er forbi. I dag konkurrerer profitorienterede børser direkte om ordrer og noteringer, ligesom de søger at ekspandere enten horisontalt gennem grænseoverskridende fusioner eller vertikalt ved også at påtage sig clearing- og afviklingsfunktionerne

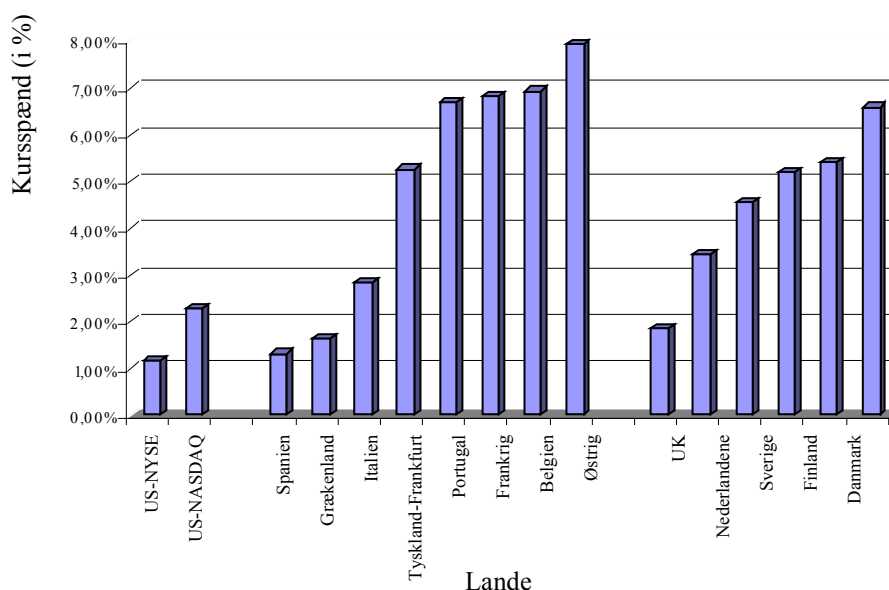
2. konkurrence fra alternative handelssystemer (ATS)^{viii}: Nye systemer giver alternative muligheder for institutionelle og professionelle investorer handel for egen regning. Disse systemer, der nu er de vigtigste organiserede handelssystemer for obligationer, tegner sig dog kun for 1% af aktiehandelen i EU (dvs. langt mindre end i USA)^{ix}

3. stigning i internaliseringen af investeringsselskabers ordredudførelse: Mæglervirksomhed varetages af stadig færre investeringsselskaber og banker, hvilket efterhånden har skabt en situation, hvor mange kundeordrer efterhånden kan udføres internt i selskabet – enten ved at matche to kundeordrer eller ved at effektuere kundeordrer over egenbeholdningen. Den stadig mindre rest af ordrer fra private investorer, der ikke kan udføres internt, videresendes til børser, hvor ordrene udføres. Denne praksis er gængs i lande, hvis lovgivning ikke indeholder en ”koncentrationsregel”. De foreliggende oplysninger tyder på, at mange store selskaber i disse lande efterhånden internaliserer mellem 15% og 30% af kundeordrestrømmen.

Før gennemgangen af de reguleringsmæssige problemer omkring konkurrencen på ordredudførelsen skal følgende nævnes:

- Hvad angår den generelle markedseffektivitet synes reguleringsforanstaltninger, som direkte begrænser konkurrencen mellem handelssystemer, ikke at forbedre kursdannelsen i en sådan grad, at det berettiger til et forstyrrende indgreb i markedsstrukturen for at fremme børshandelen. De nyeste analyser af transaktionspriserne for næsten alle aktier, der handles på de førende europæiske børser, støtter ikke den påstand, at markedets effektivitet vil blive forbedret (målt i effektivt gennemsnitligt kursspænd^x), hvis transaktionerne bliver koncentreret om børserne. (Diagram 1)

Diagram 1: Effektivt kursspænd



(kilde: London Economics, 2002).

- En direkte regulering af markedsstrukturen vil således ikke medføre nogen “statiske” fordele i form af større effektivitet, men hertil kommer de “dynamiske” ulemper for markedspladsen som helhed ved at begrænse deltagernes valgmuligheder, konkurrencen mellem handelssystemer og innovationen. Konkurrencen mellem handelssystemer kan fremme dynamikken, hvis den nedbringer transaktionsomkostningerne, gør markederne mere likvide, støtter avancerede handelsstrategier og hjælper med at strømline transaktionsafviklingen. Flere faktorer spiller ind, men der kan til støtte for denne påstand bl.a. peges på, at de medlemsstater, som tillader konkurrence mellem børser og andre former for handelssystemer, er kendetegnet ved en større kapitaltilgang over aktiemarkedet (170% af BNP) og likviditet (målt i omsætning: 407% af BNP) i sammenligning med medlemsstater, der begunstiger børshandelen (henholdsvis 80% og 130%)^{xi}. De seneste tal vedrørende handelen i USA tyder på, at denne større omsætning og kapitaltilgang vil føre til en yderligere reduktion af handelsomkostningerne^{xii}
- Disse fordele vil ikke alene være til gavn for professionelle markedsdeltagere. Internaliseringen af kundeordrer kan gavne kunder på flere måder: hurtigere udførelse, bedre kurser samt faldende omkostninger, når handler afvikles direkte inden for investeringsselskabets system. Konkurrencen mellem formidlere forventes at resultere i, at nogle af disse fordele vil gå videre til slutinvestorerne, men fordelene kan ikke tages for givet. Et af formålene med dette forslag er at skabe et system, hvor kundeordrer udelukkende udføres uden om børssystemet, såfremt dette påviseligt er til fordel for kunden. De britiske erfaringer med investeringsservice til privatkunder viser dog, at udførelse uden om børserne i syv ud af ti handler fører til bedre kurser for private investorer
- Der er intet nyt i konkurrencen mellem børser og andre handelssystemer, idet børserne i samtlige medlemsstater – i hvert fald hvad angår visse typer handler – allerede længe har været udsat for konkurrence fra andre systemer. Selv i de medlemsstater, som kræver, at private investorers ordrer koncentrerer på et reguleret marked, er det allerede i dag tilladt børser og andre handelssystemer at konkurrere om de professionelle og institutionelle investorers ordrer. Endvidere er det blandt fagfolk i alle medlemsstater anerkendt, at ikke alle typer transaktioner egner sig til at blive gennemført over børserne. Ud over børserne findes der OTC-markeder, parallelmarkeder o.lign., der egner sig bedre til en række transaktioner^{xiii}. En del regulerede markeder søger for tiden at samle fordelene ved prisdrevet og ordredrevet handel under samme tag^{xiv}. De mange forskellige handelssystemer i medlemsstaterne er en stiltiende anerkendelse af, at en regulering, der begunstiger ét handelssystem, ikke vil kunne tilgodese de mange forskellige handelsinteresser og –strategier, der tilsammen udgør et konkurrencedygtigt marked.

Hvis et integreret europæiske finansielt markeds potentiale skal udnyttes fuldt ud, bør reglerne give mulighed for sameksistens mellem forskellige mikrostrukturer på markederne, konkurrence mellem handelssystemer og valgfrihed for investorer og markedsdeltagere. Ikke desto mindre er den øgede konkurrence inden for ordreudførelse en ny udfordring for reguleringssystemet, der skal beskytte investorer og fremme velfungerende og effektive markeder. Det nye direktiv om investeringsservice og regulerede markeder skal skabe en sammenhængende og effektiv ramme for løsningen af disse spørgsmål. Mange af de mest komplekse og omtvistede spørgsmål omkring ISD-revisionen skyldes udviskningen af grænsen mellem markedsplads og formidler og den heraf følgende intensivering af konkurrencen inden for og mellem forskellige handelssystemer. Disse udfordringer kan anskues fra tre synsvinkler:

Fragmentering og effektiv kursdannelse:

Spredningen af handelen over en række handelssystemer kan fragmentere købs- og salgsinteresserne og medføre små, spredte ”likviditetslommer”. Hvis processen fortsætter uhindret, vil det muligvis blive på bekostning af de to afgørende egenskaber ved et velfungerende finansielt marked – likviditet og effektiv kursdannelse^{xv}. Fragmenteringen kan især medføre et større kursspænd, ugunstig kursudvikling og færre handelsmuligheder^{xvi}. Såvel børsernes indbyrdes konkurrence som konkurrencen mellem børser og andre handelssystemer kan bidrage til fragmenteringen.

Der er voksende enighed blandt tilsynsmyndigheder og iagttagere om, at en større gennemsigtighed kan lette udnyttelsen af fordelene ved konkurrencen mellem handelssystemer og samtidig begrænse eventuelle ulemper i form af mindre effektive markeder. “Et gennemsigtigt marked – eller med andre ord let adgang til oplysninger om aktuelle handelsmuligheder og de senest gennemførte handler – betragtes generelt som en forudsætning for et velfungerende og effektivt marked og især for markedets likviditet og kvaliteten af kursdannelsen”^{xvii}.

Bestræbelserne for at imødegå fragmenteringens potentielle negative virkninger gennem passende gennemsigtighedsregler bør som udgangspunkt tage hensyn til alle handelssystemer, hvis målet er en samlet løsning. “Det vil være ønskeligt med konsistente gennemsigtighedsregler for de enkelte aktietyper gældende for alle handelssystemer”^{xviii}. Gennemsigtighedsregler, der kun gælder for regulerede markeder og helt ser bort fra handel uden om børssystemet vil være en delløsning med ikke-optimale virkninger. Handel uden om børserne, som giver bedre kurser end på de regulerede markeder, kan på samme måde som handel på børserne åbne for adgang til informationer, der er relevante for andre markedsdeltageres investeringsbeslutninger. På denne baggrund argumenteres der for, at andre markedsdeltagere bør have mulighed for at indregne oplysninger om sådanne handler eller handelsinteresser i deres investeringsbeslutninger og derved maksimere effektiviteten af kursdannelsen.

Større gennemsigtighed kan dog blive til skade for markedsdeltagernes adgang til likviditet. Hvis handle og mægler/handlere tvinges til at oplyse, på hvilke betingelser de er villige til at købe eller sælge instrumenter, kan dette skade deres indtjening og eksponere dem for andre markedsdeltageres strategiske handler^{xix}. Således vil regler, der skal fremme den absolutte gennemsigtighed – hvor alle markedsdeltagere til enhver tid besidder alle oplysninger om alle aktuelle handelsmuligheder – tvinge handle og mægler/handlere til at give så mange oplysninger om deres handelspositioner, at de ikke længere vil være villige til at støtte markedets likviditet. Dette vil komplicere handelsprocessen for markedsdeltagere og investorer, især hvis der er tale om blokhandel, handel med illikvide aktier og systemhandel, samt destabilisere kurserne. Man må derfor være meget forsigtig med at udstrække de bestemmelser og gennemsigtighedsregler, der gælder for børser, til handelen uden om børserne, hvor markedsdeltagerne sætter deres egenbeholdninger på spil.

Investorbeskyttelse:

De strukturændringer, der har fundet sted inden for finansiell handel og ordreudførelse, kan også rejse specifikke spørgsmål om investorbeskyttelse. Et særligt problem i denne forbindelse er den risiko, der er for interessekonflikter hos mægler/handlere, som kan udføre kundeordrer internt over egenbeholdningen – en proces kendt som “internalisering”. Den integrerede mægler/handler har et incitament til at sætte sine egne interesser over kundens interesser. Denne interessekonflikt rejser det spørgsmål, om investorer/kunder kan have tillid

til, at mægler/handlere vil opfylde deres overordnede forpligtelse til at handle i kundens bedste interesse. Sådanne interessekonflikter er allerede meget almindelige under det nuværende ISD og under de nationale ordninger, der tillader mægler/handlere at udføre kundeordrer uden at følge de regler, der gælder for et reguleret marked. Disse interessekonflikter kan dog blive forværret, hvis investeringsselskabet aktivt følger den strategi at internalisere strømmen af kundeordrer og minimere de ordrer, der skal udføres over børssystemet.

Et beslægtet problem er, at fragmenteringen af markedet kan undergrave repræsentativiteten af børskurserne, der traditionelt har været fikspunktet for “best execution”-politikkerne. Reglerne om “best execution” betyder normalt, at investeringsselskaber anses for at have opfyldt deres forpligtelser over for en kunde, når dennes ordre udføres på et reguleret marked eller til en kurs, der svarer til eller er bedre end den, der opnås på det regulerede marked. Udføres mange ordrer uden om det regulerede marked, vil dette kunne bortlede likviditet fra børserne og skade repræsentativiteten af de referencekurser, der fastsættes på de regulerede markeder. Efter dette scenario mister de “best execution”-politikker, som måler mæglernes resultater ud fra kurserne på de regulerede markeder, deres betydning som investorbeskyttelse. Endvidere kan investorer eller mæglere i en situation, hvor handelen er splittet op på flere forskellige systemer og markeder uden indbyrdes forbindelse, være enten uvidende om eller uden adgang til de optimale handelsmuligheder. Det skal bemærkes, at erfaringerne med markeder, som tillader ordreudførelse uden om børserne, ikke understøtter disse påstande. Erfaringerne viser nemlig, at kursspændet for aktier i LSE SETS’ ordrebog er blevet stadig mindre, selv om der i vidt omfang er gennemført handler for private investorer uden om denne ordrebog^{xx}.

Regelarbitrage:

Handel over multilaterale handelsfaciliteter (MHF’er) og investeringsselskabers handel uden om børssystemet kan reducere børshandelens omfang. Dette har uvægerligt rejst det spørgsmål, om de nye handelsforetagender skal kunne konkurrere med børserne om ordrer uden at blive underlagt en tilsvarende regulering. Skal det f.eks. kunne kræves, at mægler/handlere, som internaliserer store mængder kundeordrer – og som på dette grundlag undertiden beskrives som markedspladsernes “stedfortrædere”^{xxi} – overholder de regler, der normalt gælder for børser? For at besvare dette spørgsmål må det rent objektivt vurderes, om det er korrekt at sidestille en intern ordreudførelse med driften af en markedsplads. Det kræver endvidere en undersøgelse af, hvorledes forskellige reguleringskrav skal tilpasses de forskellige handelssystemers mekanismer og risici.

II.2 Styrende principper for regulering af ordreudførelsen:

ISD-revisionen er en glimrende anledning til at fastlægge spillets regler, således at ordreudførelsen – enten på regulerede markeder, over MHF’er eller via investeringsselskabers transaktioner uden om børssystemet – sker på en måde, som tjener investorinteresser og fremmer det finansielle systems effektivitet. Måden, hvorpå disse problemer løses, vil også få betydelige og direkte følger for konkurrenceforholdet mellem forskellige grupper af markedsdeltagere. Ved formuleringen af løsningen på disse spørgsmål og afvejningen af de forskellige reguleringsmuligheder mod hinanden har Kommissionen haft følgende principper for øje:

1) Revisionen af ISD bør skabe grundlaget for en integreret og konkurrencedygtig handelsinfrastruktur. Et fuldt integreret finansielt marked er et marked, på hvilket købs- og salgsinteresser i et bestemt finansielt instrument øjeblikkeligt og uhindret kan matches på

tværs af EU-grænserne, uanset hvor markedsdeltagerne befinder sig, eller gennem hvilket system/medium handelsinteressen markeres^{xxii}. Den omstændighed, at der i medlemsstaterne er mulighed for at vælge forskellige måder at behandle og udføre private investorers ordrer på – og disse ordrer udgør ca. 90% af det samlede antal transaktioner, men kun 10% af transaktionernes værdi – er absolut uforenelig med det tilstræbte mål, nemlig et indre finansielt marked. Valgmulighederne hæmmer harmoniseringen af såvel regulerings- og konkurrencesituationen for handelsplatforme i forskellige medlemsstater som reguleringen af formidlerfunktionen og investorbeskyttelsen. Hvis et revideret ISD skal bane vej for et integreret og effektivt finansielt marked, må man – først og fremmest – modstå fristelsen til at gøre markedsregulering til et “tag selv bord”. I forslaget opereres der ikke med en fornyelse af “koncentrationsreglen”, da denne har potentialet til at hindre udviklingen af en fælles markedsreguleringsmodel.

2) ISD bør effektivt imødegå påviselige risici for investorbeskyttelsen og markedets effektivitet. Et nyt, mere heterogent og komplekst handelsmiljø kræver en passende reaktion fra tilsynsmyndighederne, hvis man ønsker at beskytte investorinteresser og markedets generelle effektivitet. Investorer er nødt til at have tillid til, at mæglerne aktivt vil udnytte de nye handelsmuligheder for at opnå den for kunderne bedste handel. Kundeinteresserne må ikke blive påvirket i negativ retning af interessekonflikter, når kunderne overlader det til mægler/handlere at udføre deres ordrer. De professionelle markedsaktører, udstederne og tilsynsmyndighederne har en fælles interesse i at sikre, at likviditeten ikke fragmenteres, således at der opstår små og usammenhængende likviditetslommer.

Disse problemstillinger nødvendiggør en pakkedløsning, der sikrer, at spredningen af handelen over en lang række markedspladser og gennem mange forskellige handelskanaler ikke fragmenterer likviditeten og forhindrer markedsdeltagerne i at finde frem til gensidigt fordelagtige potentielle handler. Kernen i denne pakkedløsning er effektive gennemsigtighedsregler, som vil kunne sikre, at markedsdeltagere i hele EU får adgang til relevante oplysninger om vilkårene for nyligt gennemførte handler og om de aktuelle handelsmuligheder på alle markedspladser, handelsfaciliteter og andre handelssystemer. Ifølge forslaget skal der tillige være skærpet pligt til at sikre, at formidlere aktivt udnytter disse oplysninger for at opnå den bedste handel for deres kunder^{xxiii}.

Forslaget anerkender tillige mæglerkundernes ret til at udtrykke eventuelle præferencer med hensyn til de kanaler, der kan anvendes for at effektuere deres ordrer. Oplysninger, som kan have betydning for valget af mægler eller for vurderingen af udførelsens kvalitet, bør gives på forhånd for at gøre det muligt for kunden at foretage en kvalificeret vurdering. I denne forbindelse foreslås det, at den private investor enten generelt eller fra handel til handel skal give sit forhåndssamtykke (se 3.5), hvis hans ordre skal udføres uden om de regulerede markeder eller den multilaterale handelsfacilitet.

3) ISD-bestemmelserne bør være rimelige og i overensstemmelse med markedsudviklingen:

Et effektivt marked og investorbeskyttelse er to mål, der bør følges gennem reguleringstiltag, der står i rimeligt forhold til de påviselige risici. Tiltagene bør tage hensyn til den teknologiske udvikling og de markedsbaserede afhjælpningsmuligheder og medføre så få begrænsninger som muligt af konkurrencen og innovationen. Dette er et bærende princip i forslaget, der går ind for:

- “Intet forbud” – Det reviderede ISD bør ikke forbyde eller på anden måde hindre ordreførelse uden om de traditionelle markedspladser/børser ved at indføre uberettigede

og u hensigtsmæssige tilsynskrav. Konkurrencen fra nye handelspladser^{xxiv} har tilskyndet børserne til at innovere og udvikle nye konkurrenceparametre. Der er ikke basis for at tro, at disse muligheder nu er blevet udtømt, eller at det er nødvendigt at indføre reguleringsmæssige blokeringer for at skabe et kontrolleret ordreflow for en vis kategori markedspladser

- Ingen tvang: Forslaget stiller ikke krav om, at et foretagende skal autoriseres som et reguleret marked for at kunne udføre ordrer på en organiseret måde. “Multilaterale handelsfaciliteter”, som formidler handelsinteresser og driver handelssystemer, vil kunne administrere disse systemer på grundlag af en tilladelse til at udøve virksomhed som investeringsselskab, idet det dog forudsættes, at en række særlige tilsynsmæssige krav er opfyldt (se nedenfor)
- Hvert system sine regler: Forskelle i de anvendte regelsæt bør ikke gøre det umuligt for institutioner/børser, som er underlagt bestemte regler, at tiltrække likviditet. En begrænsning af regelarbitragen er imidlertid ikke ensbetydende med, at man ukritisk kan overføre regler gældende for børser til andre handelssystemer. I stedet bør revisionen af ISD føre til, at der stilles sammenlignelige reguleringsmæssige krav til sammenlignelige handelssystemer. Derfor vil multilaterale handelsfaciliteter, som kopierer børsernes måde at offentliggøre interesseremarkeringer på og matche disse med hinanden, blive underlagt en variant af de for børser gældende regler om handelsfunktionen^{xxv}. Men handler udført af investeringsselskaber, når disse handler med eller leverer tjenesteydelser til kunder, bør ikke sidestilles med administrationen af et organiseret marked/en organiseret ordrebog. Den måde, multilaterale handelssystemer og markeder opererer og bliver reguleret på, afviger grundlæggende fra den måde, investeringsselskaber handler og bliver reguleret på, og det gælder endog, når investeringsselskaberne internaliserer kundeordrer. Bl.a. sker den interne udførelse af kundeordrer på en sådan måde, at kunderne ikke “bare” kan handle med andre kunder over systemer drevet af investeringsselskabet. Endvidere bør eventuelle gennemsigtighedsregler for prisdrevet handel ikke gøre det umuligt for handlere at sætte deres egenbeholdninger på spil på en måde, der kan forbedre markedets likviditet og gnidningsløse funktion. Ved revisionen af ISD er det derfor nødvendigt omhyggeligt at veje problemerne med regelarbitrage op mod nødvendigheden af at give likviditetsudbydere tilstrækkeligt spillerum. Der er ikke tale om at vælge én type markedsstruktur på bekostning af den anden type (ordredrevet contra prisdrevet). Forslaget tager sigte på at skabe en reguleringsmæssig ramme, der kan støtte forskellige handelskanalers sameksistens og samtidig beskytte hensynet til markedets generelle effektivitet og slutinvestorenes interesser.

Dette er baggrunden for forslaget om at skabe en sammenhængende og “risikosensitiv” ramme for reguleringen af de vigtigste typer ordreudførelsessystemer, der i dag anvendes på Europas finansielle markeder. Der foreslås reguleringstiltag, der står i rimeligt forhold til den risiko for manglende investorbeskyttelse og forringelse af markedets effektivitet, der er forbundet med hvert enkelt handelssystem. I forslaget behandles den konkurrencemæssige og reguleringsmæssige vekselvirkning, der opstår, når forskellige handelsplatforme og –systemer fungerer ved siden af hinanden, men samtidig er underlagt forskellige markedsregler og regler for investorpleje. Formålet med forslaget er at skabe en situation, hvor handelsinteresser, uanset hvorledes og hvor i EU de manifesterer sig, øjeblikkeligt kan matches på tværs af grænserne, således at likviditeten kan reagere på alle kursforskelle.

I denne forbindelse har det samlede regelsæt om gennemsigtigheden i handelsinformation en central placering. Regelsættet omfatter alle de vigtigste aktiehandelssystemer – regulerede markeder, MHF’er og investeringsselskabers ordreudførelse uden om børssystemet. Disse

gennemsigtighedskrav skal muliggøre den effektive, tidstro og grænseoverskridende matchning af handelsinteresser, der er en forudsætning for et indre finansielt marked. Reglerne vil tillige sikre konkurrencen og innovationen i ordreudførelsen, også hvis ordrene udføres som led i andre tjenesteydelser, uden risiko for den effektive kursdannelse. Dette vil ske på en måde, der sikrer, at flest mulige handelsinformationer frigives, dog under hensyntagen til, at der ikke kan stilles samme gennemsigtighedskrav til alle typer forretninger. Gennemsigtighedsreglerne vil være en væsentlig garant for, at EU's finansielle markeder fungerer korrekt og effektivt, og for at investorerne kan opnå den bedst mulige handel i forhold til omfanget og arten af den påtænkte transaktion. Og gennemsigtighedsreglerne er ikke den eneste garant.

Forslaget opererer også med en række andre tiltag, der kan sikre, at kundeordrer kun udføres uden om børssystemet, når det kan påvises, at dette er i kundens bedste interesse. Et særligt vigtigt element i forslaget er den vægt, der lægges på håndhævelsen af en mere aktiv og dynamisk form for "best execution"-forpligtelse, for at sikre, at investeringsselskaber overvejer en bred vifte af handelsmuligheder, når de handler for deres kunders regning. I forslaget er "best execution"-forpligtelsen skærpet for at tvinge investeringsselskaber til regelmæssigt at vurdere, hvilke handelssystemer der giver de gunstigste handelsvilkår, og give dem mulighed for at vise, at de udnytter disse systemer på kundernes vegne. Denne "best execution"-forpligtelse er den mekanisme, der skal sikre, at de handelsoplysninger, der offentliggøres i henhold til gennemsigtighedsforpligtelserne, fører til ændringer i investeringsselskabernes beslutninger om at videresende ordrer. Dette vil sikre, at konkurrencen mellem handelssystemer resulterer i bedre kurser for slutinvestoren. Det vil også hjælpe med at sikre, at likviditeten strømmer til de mest effektive handelssteder. For tiden er likviditeten træg i Europa og koncentreret om de markeder, hvor værdipapirerne først optages til notering^{xxvi} - selv når der er grunde til at tro, at der kan opnås bedre kurser via alternative handelssystemer. Selv om der ikke er tilstrækkelige erfaringer med at bruge "best execution"-forpligtelsen som et bindeled mellem de forskellige konkurrerende handelssystemer, der sameksisterer i Europa, til at der kan drages direkte sammenligninger, råder man nu over nye systemer på markedet ("smart order routing"), som vil gøre det muligt for investeringsselskaber at overvåge priser og dybde på alle EU's børser og andre vigtige handelssystemer.

Under ét repræsenterer disse forslag et væsentligt skridt i retning af en regulering, der er skræddersyet til et integreret, effektivt og investorvenligt finansielt marked i EU. Nedenfor følger en kort gennemgang af hovedelementerne i de konkrete forslag for de tre vigtigste typer handelssystemer, der i dag findes i EU.

II.3 Høje principper for regulerede markeder (afsnit III):

Den særlige status og autorisationsordning for regulerede markeder, som er kernen i det eksisterende ISD, og som i dag er en fast bestanddel af alle medlemsstaternes værdipapirregler, går igen i det nye forslag. Et reguleret marked er ikke blot en handelsplads, hvor forhandlingerne om og udvekslingen af finansielle instrumenter organiseres efter et sæt regler, hvor forskellige aspekter af handelslivet kommer til udtryk. Et reguleret marked er nemlig mere end det, idet det er sammensat af mange forskellige funktioner og repræsenterer en særlig organisationsform og helt specielle sider af handelslivet^{xxvii}. Optagelse af et instrument til handel på et reguleret marked udløser også anvendelsen af en række beslægtede lovbestemmelser. Alt dette bevirker, at ISD behandler driften af et reguleret marked som en aktivitet, der berettiger til en særlig reguleringsordning.

Det nuværende ISD indfører et begrænset antal retlige krav, der skal opfyldes af alle EU's regulerede markeder. Disse krav er langt fra tilstrækkelige til at kunne udgøre et fælles grundlag for reguleringen af/tilsynet med de vigtigste finansielle handelspladser i EU. De regulerede markeder bliver stadig mere "europæiske" hvad angår investorgrundlag, medlemskab og rækken af instrumenter, der optages til handel. Markedsvilkårene på ét reguleret marked vil fremover få øjeblikkelige og væsentlige følger for handelen og markedsdeltagerne på andre markeder^{xxviii}. På denne baggrund er der fare for, at den integrerede, effektive og velfungerende handelsinfrastruktur, der tilstræbes, ikke vil blive opnået, hvis der ikke fastsættes fælles regler.

Ifølge forslaget skal medlemsstaterne pålægge det regulerede marked visse nærmere bestemte forpligtelser, som det skal opfylde under en udpeget kompetent myndigheds tilsyn. Den frihed, det regulerede marked har til at udforme sine egne handelsregler og adgangsvilkår, og den rolle, det regulerede marked har fået tildelt i overvågningen af handelen på dette marked, skal ses som en anerkendelse af, at markedet selv kender de problemer bedst, som kan opstå, og at det selv har en interesse i at opretholde kvaliteten af de handler, der gennemføres via dets systemer.

ISD-forslaget tager således sigte på at indføre et fælles sæt høje principper for godkendelse og regulering af og tilsyn med regulerede markeder med henblik på:

- identificering af den kompetente myndighed og lovvalg (artikel 33): Med forslaget søges den usikkerhed fjernet, som ellers vil kunne opstå, om hvilken kompetent myndighed der skal have enekompetencen i sager om det regulerede markeds virksomhed. Dette vil begrænse muligheden for retstvister og retlig usikkerhed, der kunne få meget alvorlige følger for det retlige mål for de handler, der gennemføres på markedet
- indførelse af krav til markedsoperatøren (artikel 34): I artikel 34 bestemmes det, at ledelsen skal være egnet og hæderlig og råde over tilstrækkelig kapital til at sikre det finansielle markeds ordnede funktion. Når markedsoperatøren er anerkendt som værende i overensstemmelse med denne bestemmelse, vil han være berettiget til at drive en MHF, uden først at skulle opnå en yderligere tilladelse til at drive en sådan facilitet. Der skal også tages hensyn til markedsoperatørens egnethed og hæderlighed samt disponible finansielle ressourcer, hvis operatøren af et allerede etableret reguleret marked ønsker at etablere et reguleret marked i en anden medlemsstat
- fastlæggelse af de organisatoriske betingelser, det regulerede marked skal opfylde for at sikre markedets korrekte, ordnede og gennemsigtige funktion. Af relevante bestemmelser herom kan nævnes artikel 36 (handelsregler) og artikel 39 (deltageres adgang til markedet)
- indførelse af omfattende krav om gennemsigtighed før og efter handelen, der skal gælde for ordrer/kurser, der offentliggøres på markedet, samt for gennemførte aktiehandler
 - gennemsigtighed før handelen (artikel 41): Ordredrevne systemer vil blive forpligtet til at offentliggøre en del af deres ordrebog. På prisdrevne markeder vil udpegede prisstillere skulle offentliggøre købs- og salgskurser for en række nærmere bestemte handelspoststørrelser. Under udvalgsproceduren vil det blive fastlagt, hvilke ordrer/kurser der skal oplyses om. Da et krav om offentliggørelse af ordrer/kurser ved store handelspoststørrelser eller illikvide værdipapirer eventuelt vil afholde markedsdeltagere fra at handle på det regulerede marked, vil denne type handel ikke være omfattet af et sådant krav

- gennemsigtighed efter handelen (artikel 42): Regulerede markeder vil – på rimelige forretningsmæssige vilkår - skulle offentliggøre kurser, omfang og tidspunkt for al aktiehandel gennemført efter markedernes regler og systemer. Det vil være tilladt at udsætte indberetningen af handelsoplysninger for transaktioner af meget stort omfang og transaktioner med illikvide værdipapirer
- optagelse af instrumenter til handel (artikel 37): I denne bestemmelse opstilles de høje principper, der gælder for et reguleret markeds optagelse af instrumenter til handel, mens det bestemmes, at de detaljerede gennemførelsesbestemmelser til disse principper skal udarbejdes på andet trin. Det regulerede marked skal kort sagt implementere almene adgangskrav, som på forhånd er blevet offentligt godkendt og tager sigte på at sikre instrumenters frie omsættelighed og effektive afvikling. De mindstebetingelser, instrumenter skal opfylde for at leve op til disse krav, vil blive fastlagt på andet trin. Det skal være muligt at differentiere mellem produkter, der er optaget til handel på forskellige markedssegmenter, og det er ikke hensigten at forhindre regulerede markeder i at stille strengere krav hvad angår adgangen til de forskellige markedssegmenter. Artikel 37 skal også være det retsgrundlag, der gør det muligt for regulerede markeder at optage instrumenter, der er udfærdiget og udstedt i et andet land, til handel, hvis markedet har truffet foranstaltninger til at sikre, at udstederen har opfyldt markedets krav om indledningsvis og løbende videregivelse af oplysninger
- suspension af handelen med et instrument og fjernelse af et instrument fra handelen (artikel 38): I denne bestemmelse fastsættes de omstændigheder og betingelser, under hvilke den kompetente myndighed eller det regulerede marked kan suspendere handelen med et instrument eller fjerne et instrument fra handelen. Heri fastsættes også reglerne for, hvorledes en suspension eller fjernelse skal behandles på en fragmenteret markedsplads. Når en kompetent myndighed beslutter at suspendere eller forbyde handelen med et instrument, er al handel under myndighedens kompetenceområde (på regulerede markeder, MHF'er eller OTC/internalisering) øjeblikkeligt omfattet af beslutningen. Den kompetente myndighed skal endvidere underrette de kompetente myndigheder i andre medlemsstater om suspensionen eller fjernelsen.

II.4 Ny kernetjenesteydelse for “multilaterale handelsfaciliteter” (MHF'er):

Det er hensigten at indføre en ny kernetjenesteydelse omfattende drift af en MHF. Herved vil det blive muligt for foretagender, der driver disse systemer, at få tilladelse til at udøve virksomhed som investeringsselskab efter særlige regler. Der findes et stort og voksende antal af sådanne systemer^{xxix}, som funktionsmæssigt ikke svarer direkte til nogen af de eksisterende ISD-tjenesteydelser, hvilket har medført en del usikkerhed om grundlaget for godkendelsen af og tilsynet med disse foretagender. Ved at anerkende MHF'er som en ny kategori investeringsselskab søger man rent EU-retligt at afgrænse disse foretagenders forretningsområde, ligesom man vil indføre et fælles sæt skræddersyede reguleringsbestemmelser til imødegåelse af (markeds-) risici^{xxx}. MHF'er vil herefter på grundlag af en tilladelse meddelt af hjemlandet kunne stille deres faciliteter og tjenesteydelser til rådighed for brugere i hele EU.

Den foreslåede definition af MHF bygger på resultaterne af omfattende analyser og to omgange offentlige markedshøringer gennemført af Værdipapirtilsynsudvalget. Definitionen dækker systemer, som understøtter den multilaterale udveksling af oplysninger om faste ordrer/interessemærkninger systembrugerne imellem og ordreudførelsen (dvs. matchning af handelsinteresser, der er tilkendegivet via systemet). Definitionen omfatter endvidere “auction-crossing-systemer”, hvor brugerordrer udføres på grundlag af en referencekurs

fastsat uden for systemet. Disse systemer har det til fælles, at de støtter systembrugernes selvstændige handelsbeslutninger, uden at systemoperatøren griber ind for at fremme handler eller selv deltage i transaktioner med systembrugere (over egen ordrebog). Systemoperatøren spiller ikke nogen aktiv eller selvstændig rolle ved forududvælgelse, anbefaling eller anden sammenbringning af handelsinteresser. Systemet understøtter og letter brugerens direkte samspil med andre systembrugere. Dette betyder, at MHF har mange af de samme kendetegn som børser og rejser nogle af de samme reguleringsmæssige spørgsmål som regulerede markeder. Derfor fokuserer den regulering, der foreslås i det reviderede ISD, på en korrekt, ordnet og gennemsigtig organisering af handelen via MHF.

De foreslåede krav til MHF'erne er inspireret af de markedsprincipper, der gælder for regulerede markeder som handelssystem. Kravene bygger tillige i vid udstrækning på de for nylig offentliggjorte normer for "alternative handelssystemer", der er udarbejdet af Værdipapirtilsynsudvalget. De vigtigste bestemmelser i forslaget vedrører:

- organisatoriske krav til MHF'er (artikel 13): En MHF vil være forpligtet til at anvende gennemsigtige og objektive forretningsmæssige kriterier, når den giver adgang til sine brugere. Det potentielle brugergrundlag for MHF'er omfatter markedsdeltagere, som er villige til at handle for egen risiko og uden at være beskyttet af formidlerregler. Herudover indfører bestemmelsen forpligtelser til at sikre en objektiv, loyal og hurtig reaktion på interessemarkeringer via MHF
- gennemsigtighedskrav før og efter handelen for aktietransaktioner på MHF'er (artikel 27 og 28): Grundlæggende kræves en gennemsigtighed på højde med gennemsigtigheden af interessemarkeringer og aktietransaktioner via et reguleret marked. Der vil være de samme muligheder for at udsætte indberetninger af handler som for regulerede markeder, og også kravene til omfanget af førhandelsinformation vil være de samme som for de regulerede markeder. "Auction-crossing"-systemer og andre former for MHF-systemer, som ikke indebærer, at der på forhånd skal oplyses om faste kursangivelser, kan fritages fra kravet om gennemsigtighed før handelen
- fritagelse fra formidlerforpligtelser ved transaktioner på en MHF (artikel 22): MHF-brugerne er professionelle eller aktive markedsdeltagere, der handler for egen regning og risiko og kan påtage sig ansvaret for deres egne investeringsbeslutninger. De forventer ikke, at MHF-operatøren vil tilbyde dem beskyttelse efter formidlerreglerne. Regler om god forretningsskik og andre investorbeskyttelsesforanstaltninger vil således ikke være aktuelle for den type handler, der gennemføres over en MHF. Derfor er det i forslaget bestemt, at MHF'er kun skal give adgang til "godkendte modparter". Det foreslås ikke at tvinge MHF'er til at give ikke-systembrugere fri adgang til at gennemføre handler på grundlag af købs- og salgskurser offentliggjort i henhold til artikel 27
- MHF'ers ret til at placere skærme i andre medlemsstater (artikel 29): Som en parallel til den bestemmelse, hvorefter regulerede markeder kan anbringe skærme eller etablere andre ordninger, der giver fjernmedlemmer i andre medlemsstater adgang til og mulighed for at handle på det regulerede marked, foreslås det at tillægge investeringsselskaber, der driver MHF'er, en tilsvarende ret i henhold til bestemmelserne om fri udveksling af tjenesteydelser.

For at sikre, at denne nye type investeringsselskab råder over tilstrækkelige midler til at kunne dække de relevante risici, der er knyttet til selskabets aktiviteter, kræves det, at de råder over startkapital og yderligere egne midler, der opfylder betingelserne i direktiv 93/6/EØF (kapitalkravsdirektivet). Kravene til startkapital og egenkapital i øvrigt skal tage hensyn til

ændringer i EU's og andre internationale foras reguleringsbestemmelser, især bestemmelserne om kapitaludgifter i forbindelse med driftsrisici.

Ifølge forslaget er det ikke tilstrækkeligt at opstille obligatoriske adgangskrav for instrumenter, der handles på MHF'er. En MHF repræsenterer en ren handelsfunktion og giver deltagerne mulighed for at bestemme, hvilket specifikt finansielt instrument der skal handles. Men når der over en MHF's systemer regelmæssigt handles med et instrument, som der også handles med på et reguleret marked, bør MHF'en tage de nødvendige skridt til at kontrollere, at instrumentet/udstederen opfylder de relevante fællesskabsretlige bestemmelser (dvs. bestemmelser om videregivelse af oplysninger).

II.5 Investeringsselskabers gennemførelse af handler:

Ifølge direktivforslaget skal der ske en systematisk modernisering af de forpligtelser, der påhviler investeringsselskaber, når de foretager transaktioner uden om et reguleret marked eller en MHF's regler og systemer. Revisionen er gennemført under hensyntagen til nødvendigheden af:

- dels at løse særlige problemer vedrørende eventuelle interessekonflikter, der kan opstå, når integrerede firmaer (mægler/handlere) udfører kundeordrer internt
- dels at finde en effektiv og rimelig løsning på det problem, at handleres og mægler/handleres ordreudførelse uden om børssystemet kan undergrave den effektive prisdannelse og derved potentielt svække "best execution"-politikken.

Interessekonflikter hos mægler/handlere (der internaliserer ordreudførelsen):

Internaliseringsdebatten har sat de allerede hyppigt forekommende interessekonflikter, der opstår, når investeringsselskaber samtidig optræder som mæglere og handlere, yderligere i relief^{xxxii}. Når kundeordrer udføres over selskabernes egenbeholdninger, er det helt oplagt at spørge, om investorer kan have tillid til, at deres interesser vejer tungest, når mægler/handleren handler for deres regning^{xxxiii}. Disse problemer forværres, når et investeringsselskab indfører systemer og arbejdsgange, der øger antallet af kundeordrer effektueret over selskabets egenbeholdning eller under opfyldelse af andre kunders ordrer mest muligt.

Ved vurderingen af, om der er behov for yderligere kontrol med investeringsselskabers udførelse af handler, skal der tages hensyn til de forpligtelser over for investorer, der allerede påhviler investeringsselskaber, og som sætter grænser for, hvorledes et investeringsselskab kan udføre kundeordrer. Bl.a. indebærer kravet om "best execution", at investeringsselskabet ikke frit kan bestemme, hvorledes det vil udføre kundeordrer. Kommissionen finder imidlertid, at de nuværende bestemmelser om investorbeskyttelse skal strammes væsentligt for at forhindre, at eventuelle interessekonflikter hos integrerede mægler/handler-selskaber bliver til skade for disse kunder. ISD-forslaget tager sigte på at skabe et endeligt og fast retsgrundlag, der kan sikre en effektiv og rimelig beskyttelse. Det foreslås bl.a. at

- indføre en ny selvstændig bestemmelse om interessekonflikter, bl.a. de konflikter, der opstår i integrerede mægler/handler-selskaber (artikel 16). Formålet med denne bestemmelse er at sikre, at investeringsselskabet er organiseret på en sådan måde, at interessekonflikter mellem selskabets mægler- og handleraktiviteter ikke skader kundernes interesser. Det vil blive pålagt mægler/handlere at identificere, forebygge eller på anden måde styre interessekonflikter, således at disse ikke indvirker negativt på kundeinteresser.

På andet trin vil der blive udarbejdet retligt bindende gennemførelsesbestemmelser, som nærmere angiver, hvilke administrative og organisatoriske foranstaltninger mægler/handlere skal gennemføre

- skærpe “best execution”-forpligtelserne (artikel 19): Investeringselskabet skal være i stand til at godtgøre, at det har gjort sit yderste for at opnå den for kunden bedste handel. Denne forpligtelse indebærer, at ordrer kun må udføres internt, såfremt kunden herved bliver stillet lige så godt eller bedre, end hvis ordren blev udført på et reguleret marked eller det bredere marked
- indføre regler for behandling af kundeordrer (artikel 20): Disse regler vil sikre, at kundeordrer behandles hurtigt og i overensstemmelse med objektive regler om fortrinsret. Det er hensigten at sikre, at investeringselskabet gør en aktiv indsats for at lette udførelsen af kundeordren, og at kundens interesser ikke skades af en egennyttig eller forsømmelig adfærd fra selskabets side. Yderligere foreslås det, at limitede kundeordrer, som selskabet ikke selv er i stand til at udføre på de angivne vilkår, skal udføres på det bredere marked.

Gennemførelsen af handler uden om børssystemet og effektiv kursdannelse^{xxxiii}:

Gennemsigtighedsregler er et væsentligt middel, der foreslås anvendt til at opretholde en effektiv kursdannelse og principperne om “best execution” i en situation, hvor handler bliver gennemført på mange forskellige markeder og systemer i hele EU. Oplysningerne om tilbudte kurser og om handler udført af investeringselskaber uden om børsene kan ligeledes have betydning for andre markedsdeltageres vurdering af instrumenter. Det er derfor vigtigt at afgøre, i hvilket omfang og i hvilken form der skal stilles gennemsigtighedskrav til investeringselskabers gennemførelse af handler uden om børssystemet. Den grundlæggende antagelse er, at investeringselskabers gennemførelse af handler uden om børssystemet bør være omfattet af regler om gennemsigtighed før og efter handelen, medmindre andre hensyn – nødvendigheden af at sikre den fornødne likviditet samt omkostningerne ved reglernes overholdelse – vejer tungere end de eventuelle fordele. I de følgende afsnit gennemgås Kommissionens konklusioner med hensyn til, om ISD skal pålægge investeringselskaber gennemsigtighedsforpligtelser og i givet fald hvorledes.

a) Gennemsigtighedskrav efter handelen (artikel 26):

På baggrund af den globale konkurrence mellem markeder og handelssystemer og den voksende parallelhandel med de mest omsatte værdipapirer (“blue-chip”) kan gennemsigtighedskrav efter handelen være af stor betydning for genoprettelsen af likviditeten og sammenkoblingen af forskellige handelssystemer. En hurtig offentliggørelse af oplysninger om handelskurser og -omfang vil gøre det muligt for professionelle markedsarbitrører at flytte likviditeten efter, hvilke købs- og salgskurser der tilbydes de forskellige steder. Gennemsigtighedsregler, der ser bort fra den store og voksende handel uden om børsene/MHF, vil pr. definition være ufuldstændige og ikke have optimale virkninger.

Det foreslås derfor at pålægge alle investeringselskaber, der handler aktier (når disse er optaget til handel på et reguleret marked), en forpligtelse til så tæt på realtiden som muligt at offentliggøre handelskurser og -omfang. Der vil være mulighed for at udsætte indberetningen af store handler eller handler med illikvide aktier for at give handlerne mulighed for at afvikle store positioner, før andre markedsdeltagere bliver bekendt med disse afviklinger. Ved at give mulighed for at udsætte indberetningen af store handler undgås det, at de foreslåede regler om

gennemsigtighed efter handelen kommer til at skade egne positioner, ligesom eventuelle forringelser af likviditeten begrænses.

Reglerne for, hvorledes investeringsselskaber skal opfylde denne forpligtelse, er meget fleksible. Som grundregel skal de indberette oplysninger om handler uden om børssystemet til de regulerede markeder, de eventuelt er medlemmer af (og med hvilke de allerede har indført tovejskommunikation). Når disse forbindelser først er etableret, kan investeringsselskaber indberette handler uden større omkostninger^{xxxiv}.

b) Gennemsigtighedskrav før handelen

Ved udarbejdelsen af forslaget til revideret ISD har Kommissionens tjenestegrene nøje overvejet det spørgsmål, om investeringsselskabers transaktioner uden om børssystemet skal være underlagt krav om gennemsigtighed før handelen. Overvejelserne bygger på den grundlæggende formodning, at en maksimering af informationsstrømmen til markedsdeltagere vil forbedre kursdannelsesprocessen. For at opnå en "best execution" eller en effektiv kursdannelse er det ikke tilstrækkeligt at vide, på hvilke vilkår den seneste handel blev indgået. At en bestemt handelsplads gav den bedste handel sidste gang, er ikke nogen garanti for, at samme handelsplads også vil tilbyde markedsdeltagere og investorer de bedste vilkår næste gang. Benyttes en absolut "best execution"-forpligtelse som benchmark, fremgår det, at markedsdeltagere og investorer vil have fordel af adgang til oplysninger om alle aktuelle handelsmuligheder – og ikke kun de muligheder, de regulerede markeder og MHF'er giver. Investeringsselskaber kan, når de behandler investorordrer eller offentliggør kurser over for andre markedsdeltagere, komme i besiddelse af eller generere oplysninger, som også kan påvirke et givet instruments generelle markedsværdi.

Som følge af de grundlæggende forskelle mellem bilateral handel og ordreudførelse via investeringsselskaber og børser kan gennemsigtighedskrav før handelen, der gælder for regulerede markeder og MHF'er, ikke direkte udstrækkes til handlere og mægler/handlere. Handelsinteresser, der tilkendes gennem en offentlig ordrebog, bliver bevidst bragt til andre markedsdeltageres kendskab. Dette gør det muligt at kræve, at oplysninger om disse handelsinteresser bliver udbredt til en større kreds, uden at der opstår overdreven frygt for de potentielle følger for markedsdeltagernes egenbeholdninger. Det samme gælder ikke for handlere, som i deres forretninger er nødt til at kunne tilbyde kurser på et selektivt grundlag efter eget valg. Likviditetsmæssigt vil det give bagslag at tvinge investeringsselskaber til at videregive detaljerede oplysninger om deres handelsbøger til den bredere markedsplads.

På denne baggrund foreslår Kommissionen at indføre gennemsigtighedskrav til investeringsselskaber før handelen i form af en regel om offentliggørelse af limiterede kundeordrer (artikel 20, stk. 4) og en kursoplysningsregel for ordrer "i privatkundestørrelse" (artikel 25).

Denne regel om offentliggørelse af limiterede kundeordrer vil indebære, at investeringsselskabet straks skal offentliggøre limiterede kundeordrer, som selskabet ikke kan eller ønsker selv at udføre til den angivne kurs. Limiterede ordrer er et meget vigtigt prissignal, fordi de klart specificerer, nøjagtig hvilken værdi den pågældende investor tillægger transaktionen. På visse markedspladser er limiterede ordrer ved at udvikle sig til den normale eller endog dominerende måde at udtrykke kundeordrer på. Ca. 62,9% af ordrene for mindre transaktioner (under 5 000 aktier) med CAC 40-aktier på Euronext Paris (i september 2001) havde form af limiterede ordrer. Denne andel vokser i takt med stigningen i handelspoststørrelsen^{xxxv}.

Reglen om offentliggørelse af limiterede kundeordrer vil sikre, at investeringsselskaber ikke tilbageholder kursrelevante oplysninger fra andre markedsdeltagere (nemlig oplysninger om en ikke-udført limiteret kundeordre). Der tilstræbes en offentliggørelsesmetode, der sikrer, at andre markedsdeltagere og markedspladsen som helhed straks og på en synlig måde modtager de relevante oplysninger. Reglen åbner mulighed for ikke at offentliggøre limiterede ordrer, når der er tale om større transaktioner, eller hvis kunden ikke ønsker ordrene offentliggjort. Reglen vil heller ikke forhindre investeringsselskabet i at gennemføre transaktionen internt, forudsat at dette sker straks for at sikre kunden den hurtigste og mest hensigtsmæssige udførelse, og forudsat at kunden udtrykkeligt har givet sit samtykke hertil. På grund af de limiterede ordrers mere og mere dominerende rolle og deres værdi som kilde til kursrelevante oplysninger udgør reglen om offentliggørelse af kundeordrer en væsentlig garanti for markedets generelle effektivitet.

Kommissionen foreslår desuden at indføre en forpligtelse for investeringsselskaber, som handler med offentligheden, til at offentliggøre en købs- og salgskurs for en nærmere bestemt handelspoststørrelse i de mest likvide aktier (en "kursoplysningsregel"). Denne regel afspejler den formodning, at det er en fordel at øge mængden af handelsoplysninger mest muligt. Den generelle kursdannelsesproces og den effektive håndhævelse af "best execution"-bestemmelsen vil blive fremmet, hvis (større) handlere og mægler/handlere forpligtes til at offentliggøre deres betingelser for at gennemføre transaktioner.

En sådan regel vil give andre markedsdeltagere en indikation af, på hvilke betingelser et investeringsselskab vil være rede til at gennemføre transaktioner af den angivne størrelse med den pågældende aktie. Dette vil øge mængden af oplysninger om de aktuelle handelsmuligheder og gøre det muligt at overveje endnu flere udførelsesmuligheder, når "best execution"-forpligtelsen skal opfyldes. Dette vil også tvinge mægler/handlere, som internaliserer kundeordrer, til på forhånd at give et fingerpeg om de betingelser, de kan tilbyde, hvis de skal matche kunders ordrer til markedspris (ordrer til køb eller salg til bedst opnåelige kurs).

Som nævnt ovenfor må en kursoplysningsregel ikke udsætte handlernes positioner for risici i en sådan grad, at de ikke kan handle positioner med fortjeneste og således mister incitamentet til at fungere som en varig kilde til likviditet på markedspladsen. En gennemgang af det teoretiske materiale og de amerikanske erfaringer synes dog at vise, at risikoen for, at gennemsigtighed før handelen vil bremse likviditetsforsyningen, kun består for transaktioner af stort omfang eller med illikvide værdipapirer. En omhyggeligt afmålt regel om gennemsigtighed før handelen synes ikke at forhindre handlere og prisstillere i fortsat at levere likviditet med fortjeneste. NASD's SOES-regler ("small order execution system") er et godt eksempel på, hvorledes der kan fastsættes regler, der nærmere angiver de handelspoststørrelser, for hvilke der skal offentliggøres kurser, vel at mærke regler, som tager hensyn til forskellene i de pågældende aktiers likviditetsniveauer^{xxxvi}. Endvidere tyder de amerikanske erfaringer på, at kursoplysning kan øge handelsmængderne og den generelle likviditet på markederne ved de angivne købs/salgskurser og handelspoststørrelser. På baggrund af de amerikanske erfaringer med en kursoplysningsregel foreslås det at begrænse en obligatorisk kursoplysning til transaktioner "i privatkundestørrelse" med meget likvide aktier. Herved forhindres det, at der opstår en væsentlig hindring for bankers handel over egenbeholdningen.

Indførelsen af en kursoplysningsregel vil påføre investeringsselskaber visse omkostninger, når de skal efterleve reglerne. Selskaberne vil især skulle sikre, at de krævede oplysninger om købs- og salgskurser er synlige og tilgængelige for markedsdeltagerne hele tiden og på en tidstro basis – helst gennem systemer, der samler kurserne fra så mange investeringsselskaber

som muligt. Disse omkostninger vil kunne mindskes, hvis forpligtelsens rækkevidde og indberetningsmetoderne bliver behørigt specificeret. Den foreslåede kursoplysningsregel fritager også mindre handlere, som antageligt ikke vil bidrage væsentligt til likviditeten eller kursdannelsen for aktier, fra forpligtelsen.

II.6 Konklusioner vedrørende reguleringen af gennemførelsen af handler:

Det foreslåede direktiv om ændring af ISD søger at skabe en reguleringsramme, der gør det muligt at skræddersy forpligtelserne til de forskellige markedsdeltageres særlige risikoprofil, og som tager hensyn til den konkurrence- og reguleringsmæssige vekselvirkning mellem forskellige handelssystemer, således at markedets generelle effektivitet kan opretholdes. Nedenstående tabel giver en oversigt over hovedpunkterne i denne reguleringsordning.

Tabel: Sammenfattende oversigt over reguleringsrammen for forskellige handelssystemer.

	<i>Markedets integritet</i>	<i>Handelsprocesser</i>	<i>Interessekonflikt kontra kundeordrer</i>	<i>“Best execution”</i>	<i>Efter handelen</i>	<i>Før handelen</i>
Reguleret marked	Markedsovervågning	Forudgående godkendelse fra tilsynsmyndigheden	e.o.	e.o.	Fuld indberetning af alle handler på markedet. Udsættelse for store handler	Omfang endnu ikke afklaret – ikke for store illikvide handler
MHF	Evne til at afdække og indberette atypiske handler	Forudgående godkendelse fra tilsynsmyndigheden	e.o.	e.o.	Som for det regulerede marked	Som for det regulerede marked
Handler	Overholdelse af direktiv om markedsmisbrug	e.o.	e.o.	e.o.	Som for handler på det regulerede marked	Kursoplysning for større handlere
Mægler/handler	Overholdelse af direktiv om markedsmisbrug	Regler for behandling af kundeordrer	Administrative eller organisatoriske ordninger	Skærpet forpligtelse	Som for handler på det regulerede marked	Behandling af kundeordrer & kursoplysning for større mægler/handlere
Mægler	Overholdelse af direktiv om markedsmisbrug	(Enkelte) regler for behandling af kundeordrer	e.o.	Skærpet forpligtelse	Som for handler på det regulerede marked	e.o.

AFDELING III. INVESTORBESKYTTELSE OG ORDNINGEN FOR INVESTERINGSSKABER (AFSNIT II):

Det foreslåede direktiv vil harmonisere betingelserne for den første tilladelse og driftsvilkårene for investeringsselskaber etableret i EU. De pågældende bestemmelser indebærer en høj grad af beskyttelse for investorer/kunder, som henvender sig til investeringsselskaber med henblik på rådgivning, køb og salg for deres regning eller pleje af deres personlige investeringsporteføljer. Sådanne selskabers kunder bør kunne have tillid til, at selskaber, der har den krævede tilladelse, uanset hvor i EU tilladelsen er meddelt, vil handle med den nødvendige omhu og i kundernes bedste interesse. Hvis det kan godtgøres, at disse betingelser er opfyldt, bør sådanne investeringsselskaber kunne levere tjenesteydelser til kunder i andre medlemsstater på grundlag af tilladelsen fra selskabernes hjemland og under den kompetente hjemlandsmyndigheds løbende tilsyn.

Bestemmelserne i det nuværende ISD er ikke tilstrækkelige til at opfylde disse to mål, idet:

- bestemmelserne om investorbeskyttelse i det nuværende ISD er forældede. Bestemmelserne giver ikke tilstrækkelig mulighed for at styre de mange interessekonflikter, der opstår, når investeringsselskaber udfører en bredere vifte af aktiviteter for kunders og egen regning inden for huset. De stiller ikke tilstrækkelige krav til investeringsselskaber om at udnytte det stigende antal ordreudførelsesfaciliteter til fordel for deres kunder. I det foreliggende forslag tages alle bestemmelser om tilladelse til og løbende tilsyn med investeringsselskaber op til revision for at afhjælpe disse mangler
- det nuværende direktiv ikke indeholder de grundlæggende harmoniserede investorbeskyttelsesbestemmelser, der er nødvendige for at "bære" en gensidig anerkendelse af betingelser for meddelelse af tilladelse og driftsbetingelser. En kombination af alt for generelle principper og manglende "brugsvejledning", hvortil kommer talrige undtagelser af "almene hensyn", der svækker direktivet, har begrænset investeringsselskabers mulighed for at udøve de traktatfæstede friheder, som bestemmelserne om hjemlandstilsyn skulle give dem. I det nye ISD foreslås det at sikre en høj grad af investorbeskyttelse og på dette grundlag gøre det helt klart, at investeringsselskaber, der frit præsterer tjenesteydelser i andre medlemsstater, alene skal være underlagt hjemlandstilsyn^{xxxvii}.

For at afhjælpe disse mangler foreslås en vidtrækkende modernisering og skærpelse af de forpligtelser, investeringsselskaber skal opfylde, når de leverer tjenesteydelser til kunder eller handler på markedspladsen, samt en styrkelse af de rettigheder, en ISD-tilladelse giver investeringsselskaber. De relevante bestemmelser omfatter:

- betingelser for den første tilladelse, herunder organisatoriske krav (artikel 4-14)
- almindelige driftsvilkår, herunder påvisning af interessekonflikter samt krav til ledelsen (artikel 15-17)
- investeringsselskabers forpligtelser, når de leverer tjenesteydelser til kunder, herunder regler om god forretningsskik, "best execution"-forpligtelser samt regler for behandling af kundeordrer (artikel 18-22)
- forpligtelse til at opretholde markedets effektivitet og integritet, herunder gennemsigtighedsforpligtelser (artikel 23-28)

- bestemmelser vedrørende investeringsselskabers rettigheder (artikel 29-32).

De væsentligste tilpasninger af indholdet af de centrale investorbeskyttelsesbestemmelser præsenteres i denne afdeling. Investeringsselskabers forpligtelse til at opfylde gennemsigtighedskravene ved transaktioner uden om børssystemet er udførligt behandlet i den foregående afdeling og vil ikke blive nævnt yderligere.

III.1 Kapitalkrav (artikel 11 og 17):

Ligesom i det nuværende direktiv er opfyldelse af kravene vedrørende startkapital og egenkapital i øvrigt, jf. direktiv 93/6/EØF, en forudsætning for at opnå tilladelse og udøve virksomhed som investeringsselskab.

I forslaget om ændring af ISD overvejes det at ændre kapitalkravsdirektivet for at tydeliggøre, at investeringsselskaber, der alene yder investeringsrådgivning, skal fritages fra forpligtelserne i kapitalkravsdirektivet. Med henblik herpå foreslås det i artikel 62 at tilføje et fjerde led til artikel 2, nr. 2, i direktiv 93/6/EØF, hvoraf det fremgår, at investeringsselskaber, der har tilladelse til alene at yde service i form af investeringsrådgivning, ikke skal anses for investeringsselskaber i kapitalkravsdirektivets forstand. Denne kapitalkravsmæssige særbehandling af investeringsrådgivere, kommer oven i den nuværende fritagelse for investeringsselskaber, der modtager og videregiver kundeordrer uden at ligge inde med penge eller aktiver tilhørende kunderne.

En sådan særbehandling med hensyn til kapitalkrav kan begrundes med, at disse foretagender ikke udgør en "modparts"- eller "system"-risiko for andre markedsdeltagere, og at kunder ikke risikerer direkte at miste midler og aktiver, når de kontraherer med rådgivere. Den største reguleringsmæssige risiko ved denne aktivitet er den retlige/driftsmæssige risiko, der kan opstå, hvis en investeringsrådgiver ikke opfylder kravet om "rettidig omhu" i sine investeringsanbefalinger til enkeltkunder. Ifølge forslaget er investeringsrådgiveren forpligtet til at tegne en erhvervsansvarsforsikring mod sådanne risici, således at selskabet kan betale kunder, der tilkendes erstatning som følge af mangelfuld rådgivning. Denne forpligtelse og den krævede forsikringsdæknings størrelse er baseret på de tilsvarende bestemmelser i direktivet om forsikringsmægling.

Som led i den igangværende gennemgang af kapitalkravene er Kommissionen ved at udarbejde forslag, som vil ændre den nuværende ordning. I forslagene vil der blive taget fuldt ud hensyn til situationen for investeringsselskaber i lavrisikogruppen, herunder investeringsrådgivere.

III.2 Interessekonflikter (artikel 16):

Det er blevet nødvendigt at indføre en selvstændig bestemmelse i ISD, der dækker det voksende antal tilfælde, hvor investeringsselskabets og dets ledelses og ansattes forskellige interesser kan komme i konflikt med kundernes interesser. Mange investeringsselskaber og banker påtager sig stadig flere aktiviteter inden for huset, hvilket har øget risikoen for interessekonflikter mellem disse forskellige aktiviteter og kunderne. Dette har sammenhæng med tilskyndelsen til at tilgodese egeninteresser samt velbelyste problemer vedrørende konflikter kunderne imellem. Løsningen i det nuværende ISD er en lappeløsning, som ikke yder kunderne den fornødne beskyttelse.

Indførelsen af en særskilt bestemmelse, hvorefter detaljerede gennemførelsesbestemmelser skal kunne fastsættes efter udvalgsproceduren, vil gøre det muligt for de regeludstedende

myndigheder at koordinere deres indsats og skræddersy denne til de typer interessekonflikter, der kræver særlige opmærksomhed. Herved vil det f.eks. være muligt at målrette indgreb mod konflikter, der skyldes, at samme selskab varetager finansanalysefunktionen og mæglerfunktionen eller afsætningsgaranti-/placeringsfunktionen, eller at det er mægler/handlere, der udfører kundeordrer.

Ved den foreslåede bestemmelse indføres en forpligtelse for investeringsselskaber til for det første at identificere de interessekonflikter, der opstår som led i deres erhvervsudøvelse, og som kan skade kundernes interesser. Investeringsselskaberne skal derefter enten:

- forhindre disse interessekonflikter i at skade kundeinteresserne, eller
- indføre organisatoriske og administrative ordninger, der gør det muligt for dem at styre interesskonflikter på en sådan måde, at kundeinteresserne ikke skades.

Bestemmelsen foreskriver ikke, hvilke organisatoriske eller administrative ordninger der vil blive betragtet som egnede til at styre forskellige former for interessekonflikter, eller hvorledes oplysninger om interessekonflikter i givet fald skal offentliggøres. Ifølge bestemmelsen skal der på andet trin vedtages detaljerede vejledende gennemførelsesbestemmelser.

Hvis selskabet har forsøgt at styre interessekonflikter ved at indføre organisatoriske ordninger, men ikke kan være rimeligt sikkert på, at disse interessekonflikter ikke længere potentielt truer kunders interesser, skal selskabet oplyse kunden om disse resterende interessekonflikter. Oplysningerne kan eventuelt eller om fornødent være ikke-specifikke.

III.3 Regler om god forretningsskik ved levering af tjenesteydelser til kunder (artikel 18):

Reglerne om god forretningsskik er en af grundpillerne i investorbeskyttelsen. Gennemførelsen af den nuværende bestemmelse er blevet hæmmet af uklarheder med hensyn til fortolkningen af de vigtigste forretningsmæssige begreber (professionel/privat investor), tvetydighed med hensyn til den rolle, henholdsvis hjemlandets og værtslandets myndigheder spiller i håndhævelsen af disse forpligtelser, overlapning med spørgsmål om markedets integritet og krav om uigennemførlige tests ("look through"). Bestemmelsen er blevet fuldstændig omformuleret for at opdatere de rudimentære og tvetydige principper, der er opstillet i det nuværende direktiv med hensyn til god forretningsskik. Denne revision af de underliggende principper er sket under fuld hensyntagen til de normer for investorbeskyttelse, der for nylig er blevet vedtaget af Værdipapirtilsynsudvalget.

Et af de vigtigste formål med denne gennemgribende revision har været at give en klar og retligt bindende vejledning i gennemførelsen af de brede principper. Med henblik herpå foreslås det, at de fælles regler om god forretningsskik skal vedtages efter udvalgsproceduren. Ifølge den foreslåede bestemmelse skal de detaljerede regler anvendes forskelligt afhængigt af, hvilken form for investeringsservice der er tale om, og om kunderne er professionelle eller private, idet disse to grupper kræver forskellige former for og grader af beskyttelse. I bilag II til forslaget fastsættes de kriterier og procedurer, der skal anvendes for at afgøre, hvornår en kunde kan klassificeres som "professionel kunde" og derfor kan nøjes med den lempeligere udgave af reglerne om god forretningsskik. Klassificeringskriterierne er baseret på det materiale, Værdipapirtilsynsudvalget har udarbejdet efter høring af markedsdeltagerne. De detaljerede gennemførelsesbestemmelser vil ligeledes blive anvendt forskelligt på almindelig

eller accessorisk investeringsservice og/eller på de forskellige typer ydelser (f.eks. porteføljepleje eller ren ordreudførelse) eller de forskellige instrumenter.

Er der tale om filialer, foreslås det, at myndigheden i værtslandet får ansvaret for at håndhæve reglerne om god forretningsskik. Værtslandets myndighed er tættest på filialen og er bedre i stand til at afdække og gribe ind over for tilsidesættelser af selskabets forpligtelser over for kunderne. I det omfang kunderelationerne styres af filialen, finder investeringsselskaber det uproblematisk at samarbejde på dette område med værtslandets myndigheder.

III.4 Best execution (artikel 19):

Et effektivt håndhævet “best execution”-krav til investeringsselskaber kan bidrage til at sikre, at opsplitningen af handelen på forskellige handelssystemer bliver til fordel og ikke til ulempe for kunderne. En aktiv “best execution”-politik vil sikre, at investeringsselskaber overvejer de vilkår, forskellige handelssystemer tilbyder, og anvender “smarte” ordrekanaliseringsteknikker for at skaffe deres kunder de bedste vilkår. Dette vil skabe en konkurrence mellem mæglere, som medfører forbedringer af udførelseskvaliteten til fordel for investorerne, hvilket forventes at give kunderne en bedre service end i dag, hvor det kun kræves, at selskaberne matcher den gældende kurs på det lokale regulerede marked.

Regler om “best execution” er også vigtige ud fra et bredere markedseffektivitetssynspunkt. Driften af integrerede finansielle markeder kræver, at der sker en effektiv, fri, øjeblikkelig og grænseoverskridende matchning af købs- og salgsordrerne for finansielle instrumenter. Et krav om, at investeringsselskaber skal vurdere de vilkår, et rimeligt udvalg af handelssystemer tilbyder, og videresende ordrerne til de systemer, der tilbyder de bedste kurser, vil sikre, at likviditeten hurtigt reagerer på kursforskelle. Således hjælper en effektiv “best execution”-politik med at sikre, at likviditeten flyder til de meste effektive og konkurrencedygtige handelssystemer, og fungerer som garant for markedets generelle effektivitet.

På denne baggrund vil et vigtigt element i ISD-revisionen være en særskilt bestemmelse om mægleres og mægler/handlers “best execution”-forpligtelser. I bestemmelsens første del indføres en pligt for alle investeringsselskaber, der handler for kunders regning, til at udvise rettidig omhu og sikre, at ordren udføres på de for kunden gunstigste vilkår. Man kan tale om en generel benchmark, der gør det muligt at bedømme udførelsen af kundeordrer, selv om transaktionerne med det pågældende instrument kan gennemføres på mange forskellige markedspladser. Benchmarken viser umiddelbart den for kunden bedste nettokurs. Der er dog taget højde for andre faktorer, der kan påvirke den optimale behandling af ordren, som f.eks. tidspunktet for ordren og ordrens størrelse. Disse overvejelser kan være særlig relevante for professionelle kunder med større ordrer, som kan kræve en mere avanceret behandling.

Den kompetente myndighed skal ikke kontrollere, at investeringsselskabet opnår de bedste kurser ved alle transaktioner for kunders regning. I stedet bør den kompetente myndighed kontrollere, at investeringsselskabet anvender procedurer, som giver den største sandsynlighed for, at kunderne opnår “best execution”, når man sammenligner de bedste vilkår, der tilbydes forskellige steder på markedspladsen. Hvis bestemmelsen opfylder sit formål, vil et af de vigtigste resultater være en angivelse af, hvornår et investeringsselskab kan anses for at have gjort en rimelig indsats for at opnå “best execution” for sin kunde – bl.a. ved at sikre, at selskabet har adgang til tilstrækkelig mange handelssystemer, som konsekvent tilbyder “best execution”-betingelser.

Et tredje element i bestemmelsen er kravet om, at investeringsselskabet regelmæssigt skal gennemgå sine procedurer med henblik på at opnå “best execution” for sine kunder. Selskabet

bør konstant vurdere og opdatere de procedurer, det anvender ved udførelsen af kundeordrer, for at sikre, at kunderne opnår de bedst mulige resultater.

Hovedelementerne i "best execution"-forpligtelsen er hentet fra Værdipapirtilsynsudvalgets regler om god forretningsskik. Ifølge bestemmelsen skal der efter udvalgsproceduren vedtages detaljerede regler for fortolkningen og anvendelsen af dette nye kriterium.

III.5 Regler for behandling af kundeordrer (artikel 20):

Fastsættelsen af regler for behandling og udførelse af kundeordrer kan øge tilliden til uvildigheden og kvaliteten af udførelsen. Det foreslås derfor, at investeringsselskaber forpligtes til at indføre procedurer, der sikrer en loyal og hurtig behandling af kundeordrer. Loyalitet og hurtighed i denne bestemmelses forstand skal hvad angår en bestemt kundeordre ikke måles i forhold til vilkårene på den bredere markedsplads ("best execution"), men i forhold til investeringsselskabets behandling af andre kundeordrer eller transaktioner over egenbeholdningen.

I denne bestemmelse anerkendes det, at investor bør have fuldt overblik over, gennem hvilke forskellige kanaler hans ordre kan udføres. Investor bør på forhånd modtage de oplysninger, der gør det muligt for ham at foretage en kvalificeret vurdering af de potentielle risici og fordele ved hver af de tilgængelige kanaler. Direktivet bestemmer, at hvis investor ikke udtrykker sin præference, skal hans ordre automatisk videresendes til de kanaler, f.eks. regulerede markeder eller MHF'er, der ikke giver anledning til potentielle investorbeskyttelsesproblemer (især interessekonflikter). Derfor bør kunden på forhånd give sit udtrykkelige samtykke til, at ordrene udføres uden om et reguleret marked eller en MHF (f.eks. som en OTC-handel, over selskabets egenbeholdning eller ved internalisering). Investeringsselskabet skal have ret til at afgøre, om dette forhåndssamtykke skal opnås generelt (f.eks. ved indledningen af forretningsforholdet) eller for den enkelte handel. Er der tale om et generelt samtykke, skal det fornys årligt.

Ved limiterede ordrer, hvor kunden stiller betingelser, der forhindrer en øjeblikkelig udførelse af ordren, skal selskabet tage skridt til at fremme en hurtig udførelse – enten ved at videresende ordren til et reguleret marked eller en MHF, eller ved på anden måde at oplyse markedet om den limiterede ordre for at give andre markedsdeltagere mulighed for en handel på de anførte betingelser.

III.6 Transaktioner med godkendte modparter (artikel 22):

OTC-transaktioner mellem finansielle institutioner og specialiserede handelsforetagender som f.eks. råvarehandlere sker normalt mellem vareejerne selv, således at disse transaktioner ikke kræver investorbeskyttelse efter reglerne om god forretningsskik/formidlerreglerne. Det nuværende direktiv gør det imidlertid ikke klart, hvilke eventuelle forpligtelser der skal opfyldes over for modparterne, hvis en transaktion ikke involverer levering af en "tjenesteydelse til en kunde". Det foreslås derfor i det nye ISD at fastsætte udtrykkelige bestemmelser om, hvorledes denne type handelsforbindelse mellem to modparter skal behandles.

Det fremgår klart af bestemmelsen, at de forpligtelser, der ifølge reglerne om god forretningsskik skal opfyldes over for kunden, ikke gælder ved en transaktion mellem et investeringsselskab og en "godkendt modpart". Bestemmelsen kan således opfattes som en slags "helle" for investeringsselskaber, der har tilladelse til at handle med gruppen af "godkendte modparter" uden at være underlagt formidlerforpligtelser. Investeringsselskaber

skal blot sørge for, at modparten på et hvilket som helst tidspunkt før eller under (men ikke efter) transaktionens gennemførelse bekræfter, at vedkommende indvilliger i for en eller flere transaktioners vedkommende at handle uden den beskyttelse, formidlerforpligtelserne giver. Listen over "godkendte modparter" er stærkt inspireret af den definition, Værdipapirtilsynsudvalget har vedtaget under sit arbejde med modpartsordningen. Godkendte modparter i ISD's forstand omfatter følgende foretagender:

- Godkendte kreditinstitutter, investeringsselskaber og forsikringsselskaber
- Medlemsstaterne har mulighed for at meddele andre kategorier af lokalt etablerede foretagender tilladelse som godkendte modparter^{xxxviii}.

At et foretagende henhører under kategorien "godkendte modparter" berører ikke dets ret til at anmode investeringsselskabet om at behandle det som "kunde" omfattet af beskyttelse i henhold til reglerne om god forretningsskik.

III.7 Konklusioner vedrørende investeringsselskabsordningen:

De foreslåede ændringer af investeringsselskabsordningen vil

- forbedre investorbeskyttelsen, der kun er løst skitseret i det nuværende direktiv, på væsentlige punkter
- gøre det muligt at ændre og håndhæve reglerne om investorbeskyttelse på investeringsserviceområdet, der er under stadig forandring
- sikre, at investeringsselskaber udøver deres aktiviteter på en måde, der beskytter markedets generelle integritet og effektivitet
- indføre en ensartet fortolkning og håndhævelse af disse regler i hele EU.

Disse ændringer af ISD's ordning for investeringsselskaber er derfor grundlaget for en moderne ordning for investeringsselskaber, der tager hensyn til de vigtigste af de udfordringer med hensyn til investorbeskyttelse og markedseffektivitet, som en finansiell markedsplads, der er ved at blive integreret, og som konstant udvikler sig, står over for.

AFDELING IV. DIREKTIVETS ANVENDELSESOMRÅDE:

Det foreslås at udvide direktivets anvendelsesområde til også at omfatte visse investororienterede aktiviteter eller handelsaktiviteter, der er af finansiell art, udbydes til en bred kreds af investorer, kunder eller deltagere på de finansielle markeder og/eller indebærer risici for investorer eller markeder, som med held kan imødegås ved at anvende ISD's centrale bestemmelser. De mest markante ændringer (bortset fra inkluderingen af driften af MHF'er, som er behandlet grundigt i afdeling II) vedrører medtagelsen af investeringsrådgivning, finansielle analyser og råvarederivater.

IV.1 Investeringsrådgivning (bilag I, afsnit A):

Det foreslås at anerkende investeringsrådgivning som en selvstændig og stadig vigtigere finansiell aktivitet. Hvis investeringsrådgivning medtages i ISD som en kernetjenesteydelse, vil dette medvirke til at skabe en reguleringsmæssig ramme, inden for hvilken de med investeringsrådgivning forbundne risici for investorerne kan imødegås på en fleksibel og

afbalanceret måde. Medtages investeringsrådgivning i ISD, vil de vigtigste konsekvenser være, at:

- investeringsrådgivere skal have tilladelse og opfylde løbende forpligtelser, som nærmere angivet i ISD. Afbalancerede og fyldestgørende tilsynsregler er nødvendige for at mindske investorers risiko for dårlig rådgivning eller uprofessionel/uetisk adfærd fra rådgivernes side. Medtages denne aktivitet i ISD, vil det især give investorer grundlæggende beskyttelse efter reglerne om god forretningsskik, når de kontraherer med rådgivere, der er godkendt eller befinder sig i en anden medlemsstat (via fjernkommunikationsteknologier)
- foretagender (inklusive fysiske personer), der yder investeringsrådgivning som hovederhverv/eneste erhverv, skal have tilladelse til at virke som “investeringselskab” i henhold til ISD-bestemmelserne i stedet for at være underlagt særlige nationale ordninger, som tilfældet er i dag
- selskaber, der alene yder investeringsrådgivning, vil blive i stand til at udføre rådgivning på tværs af grænserne for kunder i hele EU, også “fjernkunder”, alene under hjemlandsmyndighedens tilsyn. For tiden er det kun banker og investeringselskaber, der leverer de nuværende kerneydelser, der kan opnå et ISD-rådgivningspas. De fleste investeringsrådgivere opererer imidlertid kun på meget små geografiske markeder og er ikke særlig interesseret i at få et ISD-pas.

Med forslaget søger man at forhindre, at investeringsrådgivere ved at blive omfattet af direktivet pålægges ubegrundede eller omkostningstunge reguleringsmæssige forpligtelser. Derfor afviger de foreslåede kapitalkrav til selskaber, der alene yder investeringsrådgivning, fra kravene til andre selskaber (jf. afdeling III.1).

Under henvisning til det store antal investeringsrådgivere – 4 000 IFA'er i UK, 7 000 rådgivere i Italien og endnu flere i Tyskland – og den omstændighed, at denne aktivitet i dag sjældent er grænseoverskridende, er der modstand mod at lade investeringsrådgivning være omfattet af direktivet, fordi dette vil medføre betydelige udgifter til godkendelse og tilsyn, men kun ringe forbedringer af det indre finansielle markedes funktion. Som en anerkendelse af disse betænkeligheder foreslås det at tillade de kompetente myndigheder at uddelegere ansvaret for at meddele tilladelse til og føre tilsyn med disse foretagender til behørigt oprettede og finansierede selvregulerende institutioner.

Revisionen af ISD vil gøre det muligt for multifunktionelle investeringselskaber at yde investeringsrådgivning sideløbende med andre tjenesteydelser. Det reviderede ISD vil således medføre, at sådanne foretagender skal følge strenge regler om styring af interessekonflikter og videregivelse af oplysninger, hvorved det sikres, at det er investors interesser, der prioriteres højest, når der ydes rådgivning.

IV.2 Finansielle analyser (bilag I, afsnit B):

Når et selskab giver kunder eller den brede offentlighed generelle investeringsanbefalinger i form af finansielle analyser og undersøgelser, skal det opfylde høje faglige og etiske standarder for at undgå at skade informationsmodtagernes interesser. Hvis finansielle analyser og undersøgelser medtages som en accessorisk tjenesteydelse, vil dette forhindre, at specialiseret og uafhængigt analysearbejde bliver omfattet af direktivets bestemmelser, og sikre, at reguleringsindsatsen koncentrerer sig om de foretagender, som kombinerer analyse/undersøgelsesaktiviteter med andre former for investeringservice på en måde, der kan skabe interessekonflikter.

IV.3 Råvarederivater (bilag I, afsnit C):

Det foreslås at lade råvarederivater være omfattet af det nye direktiv, således at man via ISD kan regulere den organiserede handel med og formidling af disse instrumenter. En udelukkelse af råvarederivater fra den nuværende ISD's definition af finansielle instrumenter har følgende konsekvenser:

- investeringsselskaber kan ikke på grundlag af ISD-passet yde investeringsservice vedrørende råvarederivater på tværs af grænserne, selv om selskaberne ifølge kapitalkravsdirektivet skal råde over kapitalreserver til dækning af eventuelle engagementer i råvarederivater
- specialiserede råvarehandlere er ikke dækket af de i ISD fastsatte rettigheder og forpligtelser
- børser og andre handelssystemer, hvor der drives organiseret handel med råvarederivater, kan ikke påberåbe sig ISD's bestemmelser om fjernmedlemmers adgang eller om skærme til brug for handlerne.

Efter at have gennemgået de mange aspekter af dette komplicerede spørgsmål foreslår Kommissionen at lade råvarederivater være omfattet af ISD. Det vil være en anakronisme, hvis handel med råvarederivater udelukkes fra det indre finansielle marked, især i betragtning af de igangværende bestræbelser for at liberalisere de underliggende råvare- og energimarkeder. Hvis forslaget følges, vil der blive tale om fælles EU-regler til forebyggelse af markedsmisbrug og opretholdelse af velfungerende markeder.

Såfremt ISD udvides til at omfatte råvarederivater, skal der tages hensyn til visse forhold, der er kendetegnende for handelen med disse instrumenter, samt til, at de fleste af markedsdeltagerne er "engroshandlere/professionelle". Især er forslaget en anerkendelse af det store antal erfarne handlere, der er aktive på markedet af kurssikringsmæssige/kommercielle grunde, eller som alene handler for deres moderselskabers eller søsterselskabers regning. Disse markedsdeltagere skal ikke betragtes som prisstillere/handlere og bør ikke forpligtes til at indhente en ISD-tilladelse for at kunne handle for egen regning. Af artikel 2, stk. 2, og artikel 2, stk. 8, fremgår det klart, at sådanne foretagender ikke er investeringsselskaber. I betragtning af råvarehandleres erfaring med at handle med disse instrumenter kan medlemsstaterne eventuelt klassificere nogle eller alle råvarehandlere som "godkendte modparter", som kan handle på markedspladsen uden at behøve den beskyttelse, reglerne om god forretningsskik giver.

Handlere, der er specialiseret i råvarederivater, har uden at være undergivet harmoniserede kapitalkrav været aktive på nationale markedspladser, uden at dette har givet anledning til tilsynsmæssige eller systemiske problemer. Det kan dog ikke udelukkes, at sådanne foretagender udsættes for en modpartsrisiko eller selv udsætter andre markedsdeltagere for en sådan risiko. Foreløbig er der imidlertid ikke opnået enighed om, hvilke tilsynsmæssige krav der skal pålægges foretagender, der har handel med råvarederivater som deres hovedaktivitet. Forslaget indeholder derfor bestemmelse om, at handlere, der er specialiseret i råvarederivater, ikke skal anses for investeringsselskaber i ISD's forstand. Ved afgørelsen af, om selskabets hovedaktivitet er handel med råvarederivater, skal selskabets aktiviteter anskues under ét. Da handlere kan se fordelene ved at have et pas, når de gør forretninger i andre medlemsstater, og da de regeludstedende myndigheder på det finansielle område kan se fordelene ved at kunne overvåge og kontrollere finansiell arbitragevirksomhed udøvet af foretagender, hvis eneste funktion er at handle med finansielle instrumenter, ganske vist en

særlig kategori af finansielle instrumenter, foreslås det, at denne undtagelse skal tages op til revision to år efter dette direktivs ikrafttrædelse. Ved denne revision skal det overvejes, om der er behov for at tilpasse den tilsynsmæssige ramme for at tage hensyn til eventuelle særlige kendetegn ved dette forretningsområde.

Direktivets definition af råvarederivater er blevet nøje overvejet for at sikre, at definitionen kun kommer til at omfatte instrumenter, der er udfærdiget og bliver handlet på en sådan måde, at der opstår de samme reguleringsmæssige problemer som for traditionelle finansielle instrumenter. Den anvendte definition af råvarederivater omfatter visse futures, der handles på regulerede markeder (eller MHF'er), og som afvikles fysisk, når de har samme kendetegn som finansielle instrumenter. I denne forbindelse kan det være relevant at se på, bl.a. om de cleares og afvikles gennem anerkendte clearinginstitutioner, kræver daglig sikkerhedsstillelse og prissættes under henvisning til regelmæssigt offentliggjorte priser, standardpartier, leveringstidspunkt eller standardvilkår i modsætning til instrumenter, hvis kurs fastsættes i individuelle kontrakter. Definitionen dækker tillige andre marginkontrakter som f.eks. swaps, som alene afregnes kontant, og hvor de beløb, der skal afregnes, beregnes ud fra en bred vifte af underliggende priser, satser, indekstal og andre mål. Definitionen omfatter ikke fysisk afviklede spot- eller terminsforretninger eller selve råvaren.

AFDELING V. ANDRE VIGTIGE ELEMENTER I FORSLAGET:

V.1 Clearing og afvikling:

Forslaget har ikke til formål at fastsætte harmoniserede bestemmelser om meddelelse af tilladelse, løbende tilsyn og gensidig anerkendelse af foretagender, der driver clearing- og afviklingsvirksomhed. Kommissionen anerkender, at solide og effektive forbindelser mellem konkurrencedygtige leverandører af efterhandelstjenesteydelser er nødvendige for at skabe en situation, hvor grænseoverskridende transaktioner kan foretages på samme vilkår som rent indenlandske handler. En effektiv clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner har også stor betydning for værdipapirmarkedernes ordnede funktion, pengepolitikens effektivitet og stabiliteten af det finansielle system som helhed. Kommissionen anerkender endvidere, at udviskningen af forskellen mellem depotvirksomhed – en accessorisk tjenesteydelse i henhold til ISD – og virksomhed som værdipapircentral skaber frygt for regelarbitrage mellem de to typer foretagender, der er godkendt efter hver sit sæt regler. Men det er netop, fordi disse to særskilte markedsfunktioner har stor systemisk betydning og giver anledning til komplekse tekniske og offentligretlige overvejelser, som skal tages alvorligt, at Kommissionen ikke finder, at de skal være omfattet af ISD.

Ved blot at føje clearing og afvikling til listen over ISD-tjenesteydelser uden at harmonisere den fulgte risikostyringspraksis eller indføre effektive tilsynsregler vil man ikke blot hindre virkeliggørelsen af et effektivt indre marked for disse aktiviteter, men også risikere, at tilsynet med disse foretagender bliver utilstrækkeligt. Blot at betegne disse aktiviteter som ISD-tjenesteydelser er ingen løsning. Det må først overvejes, hvilke regler der kræves for at opnå en sund og integreret clearing- og afviklingsinfrastruktur, og først herefter kan de retlige, administrative, tekniske og skattemæssige regler, der er nødvendige for at omorganisere clearing- og afviklingsaktiviteterne, identificeres og gennemføres. Der er for nylig indledt drøftelser på europæisk plan om indholdet af dette handlingsprogram.

Af ovennævnte grunde indskrænker forslaget til et revideret ISD behandlingen af clearing- og afviklingsfunktionerne til en tydeliggørelse af investeringsselskabers og regulerede markeders rettigheder med hensyn til adgang til/valg af clearing- og afviklingsfaciliteter i andre

medlemsstater (artikel 32). Disse rettigheder er ikke absolutte, idet begrundede betænkeligheder hos den tilsynsførende myndighed og clearing- og afviklingsinstitutionernes kommercielle interesser kan komme til at veje tungere end investeringsselskabers eller markedsoperatørers krav om adgang.

V.2 Kompetente myndigheder og tilsynsmæssigt samarbejde (afsnit IV):

Forslaget indebærer en gennemgribende ændring og modernisering af de gældende bestemmelser om kompetente myndigheder og tilsynsmæssigt samarbejde. De tre vigtigste formål med ændringerne er:

- at klarlægge fordelingen af ansvaret for at håndhæve direktivets bestemmelser (artikel 45). Da ISD er et “omnibusdirektiv”, kan det være nødvendigt at inddrage en række kompetente myndigheder i håndhævelsen af dets vidtrækkende bestemmelser – dette gælder især i medlemsstater, der ikke har samlet ansvaret for finanstillsynet under samme tag. ISD-revisionen berører ikke den måde, de enkelte medlemsstater har opbygget deres tilsyn på. Ifølge forslaget skal medlemsstaterne klart udpege den kompetente myndighed, der har ansvaret for håndhævelsen af de enkelte bestemmelser, således at denne oplysning kan videregives til andre medlemsstater. I kapitlet fastsættes tillige betingelserne for, at kompetente myndigheder kan uddelegere dette ansvar til andre foretagender, herunder selvregulerende institutioner. I de tilfælde, hvor de enkelte bestemmelser i forslaget giver mulighed for en sådan uddelegering (f.eks. bestemmelserne om investeringsrådgivere, fuldmægtige og regulerede markeder), skal uddelegeringen ske på de betingelser, der er anført i artikel 46, stk. 2
- at sikre et vist sammenfald mellem de kompetente myndigheders beføjelser med henblik på at opnå samme håndhævelsesgrad i hele det integrerede finansielle marked. Listen over beføjelser (artikel 46) og bestemmelsen om administrative sanktioner (artikel 47) er inspireret af tilsvarende bestemmelser, der er indført i prospektdirektivet og direktivet om markedsmissbrug
- at opgradere de nuværende bestemmelser om udveksling af oplysninger mellem nationale kompetente myndigheder og skærpe myndighedernes gensidige pligt til at hjælpe og samarbejde (artikel 51-55). De nuværende ISD-bestemmelser om tilsynsmæssigt samarbejde blev udformet i en situation, hvor forbindelserne mellem segmenterede nationale markeder var underudviklede og kun sjældent blev brugt. Den større intensitet og umiddelbarhed i transmissionsmekanismerne mellem nationale markeder kræver en tilsvarende intensivering af samarbejdet mellem tilsynsmyndigheder. Samarbejde af denne art vil blive så meget mere nødvendigt, som den tillid, der er nødvendig for at støtte den systematiske brug af hjemlandstilsyn, skal opretholdes.

V.3 Anvendelse af udvalgsprocedurer (komitologi) for at gennemføre bestemmelser:

På den ene side står medlemsstaternes værdipapirmarkeder over for radikale ændringer og øget konsolidering som følge af nye teknologier, globalisering og euroens virkninger. Der fastsættes endvidere hele tiden nye standarder. Konkurrencen mellem værdipapirmarkeder tilskynder til anvendelsen af bedste praksis under hensyntagen til nye finansieringsteknikker og nye produkter. På den anden side skal investorbeskyttelsen og –tilliden opretholdes på fællesskabsplan.

Reguleringen af moderne finansielle markeder er en udfordring, der kræver nye lovgivningsteknikker. Den 17. juli 2000 oprettede Rådet Vismandsudvalget for Regulering af

Europæiske Værdipapirmarkeder. Udvalget anbefalede i sin endelige rapport, at der i de enkelte direktiver sondres mellem grundprincipper og “ikke-essentielle” tekniske gennemførelsesbestemmelser, der skal vedtages af Kommissionen efter EU’s udvalgsprocedure. Det Europæiske Råd i Stockholm glædede sig i sin resolution om en mere effektiv regulering af værdipapirmarkeder i Den Europæiske Union over Kommissionens planer om at oprette et værdipapirudvalg. Værdipapirudvalget skulle som rådgivende instans høres om politikspørgsmål, især spørgsmål om, hvilke foranstaltninger Kommissionen eventuelt ville foreslå på første trin (grundprincipper). Det Europæiske Råd tilføjede i sin resolution, at med forbehold af særlige retsakter, der foreslås af Kommissionen og vedtages af Europa-Parlamentet og Rådet, bør Værdipapirudvalget også fungere som forskriftsudvalg i overensstemmelse med komitologiafgørelsen fra 1999 med henblik på at bistå Kommissionen, når denne træffer afgørelse om gennemførelsesforanstaltninger i henhold til EF-traktatens artikel 202. Dette direktiv følger de retningslinjer, der er fastlagt af Det Europæiske Råd i Stockholm og af Europa-Parlamentet.

De foreslåede direktivbestemmelser skal opfattes som en erklæring på højt niveau vedrørende de vigtigste forpligtelser, der påhviler nationale myndigheder og godkendte foretagender. De høje principper skal eventuelt suppleres af en specificering af de vigtigste spørgsmål, der skal harmoniseres gennem detaljerede gennemførelsesbestemmelser, der skal vedtages efter udvalgsproceduren, og de væsentligste retlige og tekniske begreber, som de detaljerede gennemførelsesbestemmelser bør tage hensyn til.

I det ændrede forslag peges der på de gennemførelsesforanstaltninger på andet trin, som Kommissionen vil skulle vedtage efter udvalgsproceduren – f.eks. tilpasning og tydeliggørelse af en række definitioner eller vedtagelse af detaljerede gennemførelsesbestemmelser, der kan give de i direktivet fastsatte forpligtelser effekt. Ifølge forslaget skal anvendelsen af udvalgsproceduren begrænses til de operationelle bestemmelser, hvor en detaljeret harmonisering vil være nødvendig for at sikre en ensartet anvendelse af ISD-bestemmelserne og en uhindret udvikling af det indre finansielle marked. Der skal tillige tages hensyn til de nødvendige store omkostninger ved at offentliggøre detaljerede gennemførelsesforanstaltninger, en opgave, der påhviler EU-institutioner, nationale kompetente myndigheder og værdipapirtilsynene samt markedsdeltagere (gennem deres inddragelse i høringsprocedurerne).

Trods disse begrænsninger betyder direktivets vidtrækkende karakter og indførelsen af væsentlige nye regler på EU-niveau (f.eks. gennemsigtighedsregler og regler om “best execution”), at det er nødvendigt i udstrakt grad at anvende udvalgsproceduren, når der skal vedtages gennemførelsesbestemmelser til forslagets kernebestemmelser. 20 af de 67 artikler indeholder bestemmelser, der i hvert fald i nogen grad indebærer anvendelse af denne procedure.

Bilag 1: Oversigt over direktiv 93/22

a) et enkelt pas for investeringsselskaber:

Det primære formål med ISD var "at opnå det mindstemål af harmonisering, som er nødvendigt og tilstrækkeligt for 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; i medfør af den gensidige anerkendelse kan investeringsselskaber, der har fået tilladelse i deres hjemland, præstere en eller flere af de tjenesteydelser, som de har tilladelse til, og som er omfattet af dette direktiv, i hele Fællesskabet ved at oprette en filial eller ved at præstere tjenesteydelser".

Foretagender (fysiske og juridiske personer), hvis sædvanlige erhverv eller virksomhed består i at yde de i bilaget til ISD anførte former for investeringsservice, skal have en tilladelse og være underlagt tilsyn som investeringsselskaber i henhold til direktivets bestemmelser. Kreditinstitutter har ret til at yde investeringsservice på grundlag af deres tilladelse i henhold til andet bankkoordineringsdirektiv, så længe de opfylder bestemte bestemmelser i ISD (f.eks. regler om god forretningsskik). Ved direktivets artikel 2, stk. 2, udelukkes en række operatørkategorier, som ellers ville blive klassificeret som investeringsselskaber, fra direktivets anvendelsesområde.

De kernetjenesteydelser, for hvilke en ISD-tilladelse er obligatorisk, omfatter modtagelse og videregivelse af ordrer, udførelse af ordrer (mæglervirksomhed), handel, individuel porteføljepleje samt afgivelse af afsætningsgarantier. Selskaber kan præstere en kombination af kerneydelser og accessoriske ydelser, så længe de har udtrykkelig tilladelse hertil, og dette fremgår af deres tilladelse. Herudover kan godkendte investeringsselskaber også levere en række grænseoverskridende accessoriske tjenesteydelser på grundlag af deres ISD-tilladelse. De vigtigste accessoriske tjenesteydelser omfatter opbevaring og pleje af aktiver (depotvirksomhed) samt investeringsrådgivning. Selskaber kan få tilladelse på nationalt plan til at levere en eller flere accessoriske tjenesteydelser uden at have tilladelse til at præstere nogen af kerneydelserne. I så fald kan selskabet ikke påberåbe sig denne tilladelse, når det ønsker at præstere disse accessoriske ydelser i andre medlemsstater.

De vigtigste forpligtelser, der skal opfyldes for at optage og udøve virksomhed som investeringsselskab, omfatter:

- Besiddelse af startkapital og egenkapital i øvrigt i overensstemmelse med kravene i kapitalkravsdirektivet (93/6)
- Organisatoriske krav, der tager sigte på at sikre, at selskaberne driver deres virksomhed på en ordnet måde (artikel 10)
- Efterlevelse af reglerne om god forretningsskik, som angiver, hvorledes selskabet skal handle i sine forretninger med kunder og for kunders regning, og når det optræder som markedsdeltager (artikel 11)
- Medlemskab af en investorgarantiordning i henhold til direktivet om investorgarantiordninger (artikel 12 og direktiv 97/9)
- Indberetning af transaktioner med bestemte instrumenter over eller uden om børssystemet (artikel 20).

Hvis selskabet overholder de harmoniserede mindstebestemmelser, har det ret til :

frit at yde investeringsservice til kunder i andre medlemsstater på grundlag af hjemlandstilsyn, medmindre andet er bestemt i direktivet (f.eks. artikel 11 og 13)

- at oprette filialer i andre medlemsstater med henblik på at yde investeringservice
- direkte eller indirekte adgang eller fjernadgang til de handelssystemer, der drives af børser og regulerede markeder i andre medlemsstater. Denne rettighed omfatter tillige deltagelse i clearing- og afviklingsordninger, der anvendes for at afslutte transaktioner gennemført på det pågældende regulerede marked.

b) betingelser for at blive anerkendt som et reguleret marked

Med ISD blev de første sten til en fælles ordning for national tilladelse og tilsyn for regulerede markeder lagt. Permanente handelssystemer, der drives efter offentligt godkendte handelsregler og nøje kontrollerer de værdipapirer, der optages til handel, for at sikre en effektiv handel med det pågældende instrument, kan opnå tilladelse til at udøve virksomhed som regulerede markeder. Et reguleret marked skal også stille oplysninger til rådighed, “for at investorerne til enhver tid kan vurdere vilkårene for en påtænkt transaktion og efterfølgende kontrollere betingelserne for dens gennemførelse” (jf. artikel 21, som indeholder vidtgående krav til gennemsigtighed før og efter handelen). For at opnå status som reguleret marked skal markedet give enhver behørigt godkendt bank eller ethvert behørigt godkendt investeringsselskab fra en anden medlemsstat adgang som markedsdeltager. Det regulerede marked har ret til at placere skærme og terminaler på fjernmedlemmers og oversøiske medlemmers kontorer for at give disse medlemmer mulighed for at deltage fuldt ud i handelen på markedet. Ifølge direktivets artikel 16 skal Kommissionen hvert år offentliggøre en liste over regulerede markeder.

Forslag til

**EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV OM
INVESTERINGSSERVICE OG REGULEREDE MARKEDER OG OM
ÆNDRING AF RÅDETS DIREKTIV 85/611/EØF, RÅDETS DIREKTIV 93/6/EØF
SAMT EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV 2000/12/EF**

EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET FOR DEN EUROPÆISKE UNION HAR -

under henvisning til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, særlig artikel 47, stk. 2,

under henvisning til forslag fra Kommissionen¹,

under henvisning til udtalelse fra Det Økonomiske og Sociale Udvalg²,

under henvisning til udtalelse fra Den Europæiske Centralbank³,

i henhold til proceduren i traktatens artikel 251⁴, og

ud fra følgende betragtninger:

- 1) Formålet med Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer⁵ var at fastlægge betingelserne for, at investeringsselskaber og banker, som havde fået tilladelse, kunne præstere nærmere specificerede tjenesteydelser eller oprette filialer i andre medlemsstater på grundlag af hjemlandstilladelse og -tilsyn. Direktivet tog derfor sigte på at harmonisere de krav, investeringsselskaber skulle opfylde for at opnå den første tilladelse og drive virksomhed, herunder reglerne om god forretningsskik. Også nogle af betingelserne for at drive regulerede markeder blev harmoniseret ved direktivet. I denne forbindelse gjorde direktivet det muligt for medlemsstaterne at give private investorer mulighed for at anmode om at få deres transaktioner gennemført på et reguleret marked.
- 2) I de senere år er flere investorer blevet aktive på de finansielle markeder, hvor de tilbydes et stadig mere komplekst og vidtrækkende sæt tjenesteydelser og instrumenter. Som følge af denne udvikling bør Fællesskabets retlige ramme omfatte hele viften af investororienterede aktiviteter. Med henblik herpå er det nødvendigt at fastsætte bestemmelser, der sikrer den grad af harmonisering, der er nødvendig for at give investorer en udstrakt beskyttelse og gøre det muligt for investeringsselskaber at levere tjenesteydelser i hele Fællesskabet, der er et indre marked, på grundlag af

¹ EFT C „ s..

² EFT C „ s..

³ EFT C „ s..

⁴

⁵ EFT L 141, 11.6.93, s. 27; direktivet som senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/64/EF (EFT L 290, 17.11.2000, s. 27).

hjemlandstilsyn. I betragtning af det ovenfor anførte bør direktiv 93/22/EØF erstattes af et nyt direktiv.

- 3) På grund af investorers stigende afhængighed af personlige anbefalinger bør ydelsen af investeringsrådgivning medtages som en investeringsservice, der kræver tilladelse. Der bør derfor stilles rimelige og relevante krav til investeringsrådgivere for at sikre, at disses personlige anbefalinger ikke påvirkes af andre forhold end kundens finansielle stilling, investeringsmål, viden, risikoprofil og ekspertise. Kravene bør ikke gælde for den helt generelle information om finansielle instrumenter, forudsat at informationsaktiviteten ikke har til formål at hjælpe kunden med at indgå eller opfylde en aftale om investeringsservice eller om et finansielt instrument. Ved meddelelsen af tilladelse til at yde investeringsrådgivning skal den kompetente myndighed eller den institution, til hvilken denne beføjelse henlægges, kunne tage hensyn til eventuelle betingelser for at opnå tilladelse, der kræves opfyldt for at blive registreret som forsikringsmægler, og som overlapper kravene i dette direktiv.
- 4) På listen over finansielle instrumenter bør medtages råvarederivater, der er udfærdiget, og som handles på en sådan måde, at de rejser samme reguleringsmæssige spørgsmål som traditionelle finansielle instrumenter som f.eks. visse futures- eller optionskontrakter, der handles på regulerede markeder, og som kan afvikles fysisk, såfremt disse kontrakter har samme egenskaber som finansielle instrumenter, samt swaps, hvor der altid afregnes kontant, og hvor de beløb, der skal afregnes, beregnes ud fra en række af underliggende priser, satser, indekser og andre mål. Hvad dette angår kan der bl.a. tages hensyn til, om kontrakterne cleares og afvikles gennem anerkendte clearinginstitutioner, kræver daglige sikkerhedsstillelser og prissættes under henvisning til regelmæssigt offentliggjorte priser, standardpartier, standardleveringsdatoer eller standardbetingelser, eller om afviklingsbetingelserne er fastsat i individuelle kontrakter.
- 5) Det er nødvendigt at indføre en omfattende ordning for regulering af gennemførelsen af transaktioner med finansielle instrumenter, uanset hvilke handelsmetoder der anvendes for at gennemføre transaktionerne, for at sikre en udførelse af investortransaktioner af høj kvalitet og opretholde det finansielle systems integritet og overordnede effektivitet. Der bør fastlægges en sammenhængende og risikosensitiv ramme for regulering af de vigtigste typer ordreudførelsesordninger, der for tiden anvendes på de finansielle markedspladser i Europa. Det er nødvendigt at anerkende, at der er opstået en ny generation af organiserede handelssystemer ved siden af de regulerede markeder, som bør underlægges forpligtelser, som kan medvirke til at opretholde de finansielle markeders effektive og ordnede funktion. Med henblik på at skabe en rimelig reguleringsmæssig ramme bør direktivet indeholde bestemmelser om indførelse af en ny investeringsservice, der har forbindelse med driften af multilaterale handelsfaciliteter (MHF'er).
- 6) Der bør fastlægges definitioner af et reguleret marked og en MHF, der er nøje afstemte, således at de afspejler, at begreberne repræsenterer den samme funktion (organiseret handel). Definitionerne bør ikke omfatte bilaterale systemer, hvor investeringsselskabet gennemfører hver handel for egen regning og ikke som en risikofri modpart, der skydes ind mellem køber og sælger. Udtrykket "interesser i at købe og sælge" skal opfattes bredt og omfatter ordrer, kurser og interessemarkeringer. Ved kravet om, at interesserne skal sammenbringes "inden for systemet og efter faste regler opstillet af systemets operatør" forstås, at interesserne sammenbringes efter systemets regler eller ved brug af systemets protokoller eller interne driftsprocedurer

(inklusive de procedurer, der er indarbejdet i computersoftware). Disse regler bør godkendes af den kompetente myndighed. Ved "faste regler" forstås, at reglerne ikke overlader det investeringsselskab, der driver en MHF, noget skøn med hensyn til, hvorledes interesserne kan matches. Definitionerne kræver, at interesserne sammenbringes på en sådan måde, at det fører til en kontrakt, hvilket indebærer, at udførelsen skal foregå efter systemets regler eller ved brug af systemets protokoller eller interne driftsprocedurer.

- 7) Dette direktiv skal omfatte de selskaber, hvis normale virksomhed består i at yde tredjemand investeringsservice i erhvervsøjemed. Direktivet bør derfor ikke omfatte personer, hvis erhvervsmæssige virksomhed er af en anden art.
- 8) Forsikringsselskaber, hvis virksomhed er underlagt et passende tilsyn fra de kompetente tilsynsførende myndigheder, og som er omfattet af Rådets direktiv 64/225/EØF af 25. februar 1964 om ophævelse af begrænsningerne i etableringsfriheden og den fri udveksling af tjenesteydelser inden for genforsikring og retrocession⁶, Rådets første direktiv 73/239/EØF af 24. juli 1973 om samordning af de administrativt eller ved lov fastsatte bestemmelser om adgang til udøvelse af direkte forsikringsvirksomhed bortset fra livsforsikring⁷ samt Rådets første direktiv 79/267/EØF af 5. marts 1979 om samordning af de administrativt og ved lov fastsatte bestemmelser om adgang til og udøvelse af direkte livsforsikringsvirksomhed⁸, bør være undtaget fra direktivet.
- 9) Selskaber, der ikke præsterer tjenesteydelser over for tredjemand, men hvis virksomhed udelukkende består i at yde investeringsservice til deres moderselskab, deres datterselskaber eller et af deres moderselskabs andre datterselskaber, skal ikke være omfattet af direktivet.
- 10) Personer, som kun lejlighedsvis yder investeringsservice som led i deres normale erhvervsmæssige virksomhed, bør også være undtaget fra direktivet, såfremt denne virksomhed er omfattet af lovbestemmelser, der ikke udelukker, at der ydes lejlighedsvis investeringsservice.
- 11) Virksomheder, hvis investeringsservice udelukkende består i at forvalte en ordning for medarbejderdeltagelse, og som i denne forbindelse ikke yder investeringsservice til tredjemand, bør ikke være omfattet af dette direktivs bestemmelser.
- 12) Centralbanker og andre lignende institutioner samt offentlige institutioner, der har ansvaret for forvaltningen af den offentlige gæld, eller som deltager heri – dette begreb omfatter gældens placering – bør udelukkes fra direktivets anvendelsesområde; denne udelukkelse gælder dog ikke for virksomheder med offentlig kapital, hvis formål er kommercielt eller forbundet med erhvervelse af kapitalinteresser.
- 13) Også institutter for kollektiv investering, uanset om de er samordnet på fællesskabsplan eller ej, samt depositarer og direktører for sådanne institutter bør være

⁶ EFT 1963-1964, s. 123; direktivet som ændret ved akt vedrørende Danmarks, Irlands og Det Forenede Kongeriges tiltrædelse.

⁷ EFT L 228, 16.8.1973, s. 3; direktivet som senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/13/EF (EFT L 77, 20.3.2002, s. 17).

⁸ EFT L 63, 13.3.1979, s. 1; direktivet som senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/12/EF (EFT L 77, 20.3.2002, s. 11).

udelukket fra direktivets anvendelsesområde, i det omfang de er underlagt særlige bestemmelser, som er direkte tilpasset deres virksomhed.

- 14) Med henblik på at beskytte investorerne og sikre det finansielle systems stabilitet er udøvelsen af den form for investeringsservice, som er omfattet af dette direktiv, betinget af, at investeringsselskabets hjemland har meddelt tilladelse hertil.
- 15) Principperne om gensidig anerkendelse og hjemlandstilsyn forudsætter, at de kompetente myndigheder i hver medlemsstat undlader at meddele tilladelse eller inddrager denne i de tilfælde, hvor det af sådanne forhold som driftsplanen, den geografiske placering eller de faktiske transaktioner klart fremgår, at det pågældende investeringsselskab udelukkende har valgt denne medlemsstats retssystem for at unddrage sig de strengere bestemmelser, der gælder i den medlemsstat, hvor det agter at drive eller allerede driver størstedelen af sin virksomhed. Et investeringsselskab, som er en juridisk person, bør anses for at have tilladelse i den medlemsstat, hvor det har sit vedtægtsmæssige hjemsted. Et investeringsselskab, der ikke er en juridisk person, skal have tilladelse i den medlemsstat, hvor dets hovedkontor ligger. Medlemsstaterne skal i øvrigt kræve, at et investeringsselskabs hovedkontor altid skal ligge i den medlemsstat, som er investeringsselskabets hjemland, og hvor investeringsselskabet faktisk udøver sin virksomhed.
- 16) Et investeringsselskab, der har fået tilladelse i sit hjemland, bør kunne udøve virksomhed i hele Fællesskabet på den måde, det finder passende.
- 17) Med henblik på en sund og forsigtig forvaltning af investeringsselskabet bør den ansvarlige ledelse samt de personer, der faktisk udøver kontrol, pålægges særlige forpligtelser. Da en række investeringsselskaber er fritaget fra forpligtelsen i Rådets direktiv 93/6/EØF af 15. marts 1993 om kravene til investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag⁹, bør de forpligtes til at tegne en erhvervsansvarsforsikring. Ved tilpasninger af forsikringssummerne bør der tages hensyn til de tilpasninger, der er foretaget i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/.../EF om forsikringsmæglervirksomhed¹⁰. Disse særlige kapitalkravsbestemmelser foregriber dog ikke eventuelle beslutninger om, hvorledes sådanne selskaber skal behandles ved fremtidige ændringer af Fællesskabets lovgivning om kapitalkrav. Senest den 31. december 2006 bør Kommissionen forelægge Europa-Parlamentet og Rådet en rapport om anvendelsen af disse bestemmelser, i givet fald med ledsagende ændringsforslag. Bestemmelserne bør tage hensyn til udviklingen inden for Fællesskabet og andre internationale fora, især udviklingen med hensyn til kapitaludgifter i forbindelse med driftsrisici.
- 18) Da den tilsynsmæssige regulering bør begrænses til de foretagender, som, fordi de forvalter en handelsbeholdning erhvervsmæssigt, udgør en kilde til modpartsrisiko for andre markedsdeltagere, bør foretagender, der handler for egen regning med finansielle instrumenter, inklusive de råvarederivater, der er omfattet af dette direktiv, som en accessorisk aktivitet til deres hovedforretningsområde, udelukkes fra direktivets anvendelsesområde.

⁹ EFT L 141, 11.6.1993, s. 1; direktivet som senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/33/EF (EFT L 204, 21.7.1998, s. 29).

¹⁰ EFT L.

- 19) Da den fællesskabsretlige tilsynsramme for tiden ikke er tilpasset den særlige situation for virksomheder, hvis hovederhverv samlet set består i handel for egen regning med råvarederivater, bør sådanne virksomheder udelukkes fra direktivets anvendelsesområde.
- 20) 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 beskyttes ved, at de holdes ude fra selskabets egne. Dette princip bør dog ikke forhindre et selskab i at investere i eget navn til fordel for investor, når transaktionens form gør dette nødvendigt, og investor er indforstået hermed, f.eks. lån af værdipapirer.
- 21) For at sikre, at private investorer ikke foretager uhensigtsmæssige transaktioner, bør adgangen til en MHF's systemer begrænses til investeringsselskaber og kreditinstitutter, når der er tale om handel for egen regning eller for deres kunders og andre godkendte modparters regning.
- 22) Reglerne for meddelelse af tilladelse inden for Fællesskabet til filialer af investeringsselskaber, der har fået tilladelse i tredjelande, bør fortsat finde anvendelse på sådanne selskaber. Disse filialer bør ikke være omfattet af den fri udveksling af tjenesteydelser efter traktatens artikel 49 og heller ikke af etableringsfriheden i andre medlemsstater end den, hvori de er etablerede. Med henblik på sager, hvor Fællesskabet ikke er bundet af nogen bilaterale eller multilaterale forpligtelser, bør der indføres en procedure, der tager sigte på at sikre, at EF-investeringsselskaber på basis af gensidighed nyder tilsvarende behandling i de pågældende tredjelande.
- 23) Det voksende antal forskellige aktiviteter, som mange investeringsselskaber og kreditinstitutter udøver samtidigt, har øget risikoen for interessekonflikter mellem disse forskellige aktiviteter og kunderne. Det er derfor nødvendigt at fastsætte bestemmelser, der sikrer, at sådanne konflikter ikke skader kunders interesser.
- 24) Det er nødvendigt at styrke Fællesskabets lovgivningsmæssige ramme for at beskytte investorer ved at skærpe de forpligtelser, der påhviler investeringsselskaber, når disse præsterer tjenesteydelser med kunder eller for kunders regning. Især må et investeringsselskab, der handler for en kundes regning, for behørigt at opfylde sine formidlerforpligtelser over for kunderne skaffe sig oplysninger om kundens finansielle stilling, erfaringer og investeringsmål og vurdere, om de tjenesteydelser eller transaktioner med finansielle instrumenter, som på baggrund af disse oplysninger er under overvejelse, egner sig for denne kunde. En sådan vurdering bør ikke kræve nogen særskilt tilladelse til at yde investeringsrådgivning.
- 25) Som en undtagelse fra princippet om hjemlandstilladelse og hjemlandstilsyn og hjemlandets håndhævelse af forpligtelser i forbindelse med drift af filialer vil det være hensigtsmæssigt, at den kompetente myndighed i værtslandet får ansvaret for at håndhæve regler om god forretningsskik, når forretninger med kunder gennemføres gennem en filial, idet denne myndighed er tættest på filialen og bedre i stand til at afdække og gribe ind over for tilsidesættelser af reglerne for transaktioner mellem selskaber og kunder.
- 26) 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 forpligtelser eller formidlerforpligtelser over for kunden – uanset om selskabet selv udfører ordren eller anmoder en anden formidler om at gøre dette.

- 27) For at øge tilliden til ordreudførelsens uvildighed og kvalitet og forbedre den generelle kursdannelsesproces er det af afgørende betydning, at et investeringsselskab, der modtager en limiteret ordre og ikke straks kan udføre denne på de anførte betingelser, videregiver ordren til et reguleret marked eller en MHF eller på anden måde oplyser markedet om de betingelser, der knytter sig til handelsinteressen.
- 28) Direktivet anerkender, at investorer bør være fuldt bekendt med de potentielle risici og fordele, der er forbundet med bestemte ordrebehandlingsordninger. Derfor bør investeringsselskabet indhente kundernes udtrykkelige samtykke, før kundeordrerne udføres, især hvis dette sker over selskabets egenbeholdning. Investeringsselskabet skal have ret til at afgøre, om dette forhåndssamtykke skal opnås generelt (f.eks. ved indledningen af forretningsforholdet) eller for den enkelte handel.
- 29) Der bør fastsættes betingelser for investeringsselskabers brug af fuldmægtige. Da fuldmægtigen udøver et begrænset antal funktioner for ét investeringsselskabs regning, bør fuldmægtigen ikke selv anses for et investeringsselskab, ligesom fuldmægtigen ikke bør være berettiget til at udøve virksomhed i andre medlemsstater. Medlemsstaterne bør kunne henlægge ansvaret for meddelelsen af tilladelsen til, registreringen af og tilsynet med fuldmægtige til uafhængige selvregulerende institutioner, der råder over de nødvendige ressourcer. Dette direktiv anfægter ikke fuldmægtiges ret til at udøve beslægtede aktiviteter, der involverer andre finansielle tjenesteydelser eller produkter end dem, der er omfattet af dette direktiv, heller ikke selv om aktiviteterne udøves for dele af samme finansielle koncern. Direktivet bør ikke omfatte betingelserne for at udøve virksomhed uden for investeringsselskabets område (dørsalg).
- 30) For at sikre, at reglerne om god forretningsskik håndhæves hvad angår de investorer, der har størst behov for denne beskyttelse, og i overensstemmelse med veletableret markedspraksis i Fællesskabet bør det tydeliggøres, at der kan ses bort fra reglerne om god forretningsskik ved transaktioner mellem godkendte modparter.
- 31) Den blotte omstændighed, at et foretagende, der hverken er et kreditinstitut eller et investeringsselskab, kan anerkendes som "godkendt modpart", bør dog ikke fratage foretagendet ret til at blive behandlet som en kunde, som har krav på beskyttelse i henhold til reglerne om god forretningsskik eller formidlerreglerne.
- 32) Med det dobbelte formål at beskytte investorerne og sørge for, at værdipapirmarkederne fungerer efter hensigten, skal det sikres, at transaktionerne er gennemsigtige, og at de regler, der i dette direktiv er fastsat i dette øjemed, finder anvendelse på både investeringsselskaber og kreditinstitutter, når de opererer på markedet. For at gøre det muligt for investorer og markedsdeltagere til enhver tid at vurdere vilkårene for en påtænkt aktietransaktion og senere kontrollere de betingelser, hvorunder transaktionen er gennemført, bør der fastsættes fælles regler for offentliggørelse af oplysninger om gennemførte aktietransaktioner og videregivelse af nærmere oplysninger om aktuelle muligheder for at handle aktier. Reglerne er nødvendige for at sikre en effektiv integrering af medlemsstaternes aktiemarkeder, effektivisere den overordnede kursdannelsesproces for aktier og fremme en effektiv anvendelse af bestemmelserne om "best execution". Dette kræver samlede gennemsigtighedsregler, der gælder for alle aktietransaktioner, uanset om disse

gennemføres bilateralt af et investeringsselskab eller over regulerede markeder eller MHF'er.

- 33) For at sikre den grad af førhandelsinformation, der er nødvendig for at understøtte den effektive kursdannelse for aktier og gøre det muligt for markedsdeltagere at fastslå, hvor vilkårene for at gennemføre transaktioner er mest favorable, bør det kræves, at investeringsselskaber, der handler for egen regning, offentliggør en fast købs- og salgskurs for en nærmere bestemt handelspoststørrelse i likvide aktier.
- 34) Alle investeringsselskaber bør have samme mulighed for at blive medlem af eller have adgang til regulerede markeder i hele Fællesskabet. Uanset hvordan transaktionerne finder sted i medlemsstaterne, skal de tekniske og juridiske begrænsninger i den direkte og indirekte adgang og fjernadgangen til de regulerede markeder afskaffes.
- 35) For at gøre det lettere at afslutte grænseoverskridende transaktioner bør investeringsselskaber, herunder de selskaber, der driver MHF'er, have adgang til clearing- og afviklingsordningerne i hele Fællesskabet, uanset om der er gennemført transaktioner over regulerede markeder i den pågældende medlemsstat. Der bør stilles krav om, at investeringsselskaber, som ønsker at deltage direkte i et partnerlands afviklingssystemer, skal opfylde de relevante driftsmæssige og kommercielle krav til medlemskab og overholde tilsynsbestemmelserne for at opretholde de finansielle markeders gnidningsløse og ordnede funktion.
- 36) Tilladelsen til at drive et reguleret marked bør omfatte alle aktiviteter, som har direkte forbindelse med offentliggørelse, behandling, udførelse, bekræftelse og indberetning af ordrer fra det tidspunkt, hvor ordrene modtages af det regulerede marked, til det tidspunkt, hvor de videregives med henblik på endelig udførelse, og alle aktiviteter med relation til finansielle instrumenters optagelse til handel. Tilladelsen bør tillige omfatte transaktioner, som gennemføres efter det regulerede markeds regler og systemer gennem prisstillere, der er udpeget af det regulerede marked.
- 37) Et reguleret markeds operatører bør også kunne drive en MHF uden at skulle indhente yderligere tilladelse til at udøve virksomhed som investeringsselskab.
- 38) Dette direktivs bestemmelser om instrumenters optagelse til handel i henhold til de af det regulerede marked håndhævede regler berører ikke anvendelsen af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/34/EF af 28. maj 2001 vedrørende betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om disse værdipapirer¹¹. Et reguleret marked bør ikke forhindres i at stille strengere krav til udstederne af værdipapirer eller instrumenter, som det regulerede marked påtænker at optage til handel, end dem, der stilles i medfør af dette direktiv.
- 39) Medlemsstaterne bør kunne udpege forskellige kompetente myndigheder til at håndhæve direktivets vidtrækkende forpligtelser. Disse myndigheder bør være offentlige myndigheder, hvilket sikrer myndighedernes uafhængighed af økonomiske aktører og forhindrer interessekonflikter. Udpegningen af offentlige myndigheder bør ikke udelukke uddelegering under den kompetente myndigheds ansvar.

¹¹ EFT L 184, 6.7.2001, s. 1.

- 40) Det er nødvendigt at gøre de kompetente myndigheders beføjelser mere ensartede for at bane vej for, at bestemmelserne håndhæves med lige stor styrke i hele det integrerede finansielle marked. Et fælles sæt af mindstebeføjelser kombineret med de nødvendige ressourcer bør sikre tilsynets effektivitet.
- 41) Med henblik på kundebeskyttelse og uden at det berører kunders ret til at indbringe deres sag for domstolene, bør medlemsstaterne tilskynde offentlige eller private organer til bilæggelse af udenretslige tvister til at indgå i et samarbejde med henblik på løsningen af grænseoverskridende tvister under hensyntagen til Kommissionens henstilling 98/257/EF af 30. marts 1998 om de principper, der finder anvendelse på organer med ansvar for udenretlig bilæggelse af tvister på forbrugerområdet¹². Når medlemsstaterne indfører klage- og procesordninger til udenretslig bilæggelse af tvister, opfordres de til at gøre brug af eksisterende grænseoverskridende samarbejds mekanismer, især netværket for klager over finansielle tjenesteydelser (FIN-Net).
- 42) Det er nødvendigt at skærpe bestemmelserne om udveksling af oplysninger mellem nationale kompetente myndigheder og udvide disses pligt til at yde hinanden bistand og til at samarbejde. Som følge af den øgede grænseoverskridende aktivitet bør de kompetente myndigheder udveksle de for deres hverv nødvendige oplysninger for at sikre en effektiv håndhævelse af dette direktiv, også i situationer, hvor tilsidesættelser eller mistanke om tilsidesættelser af direktivet eventuelt er en sag for myndighederne i to eller flere medlemsstater. En streng tjenstlig tavshedspligt er nødvendig for at sikre, at udvekslingen af oplysninger fungerer glat, og at særlige personlige rettigheder respekteres.
- 43) Rådet nedsatte på sit møde den 17. juli 2000 et vismandsudvalg for regulering af europæiske værdipapirmarkeder. Udvalget foreslog i sin endelige rapport, at der indføres en ny lovgivningsmetode, som består af fire trin, nemlig grundprincipper, gennemførelsesbestemmelser, samarbejde og håndhævelse. Første trin, direktivet, bør kun omfatte brede, generelle grundprincipper, mens andet trin bør omfatte tekniske gennemførelsesbestemmelser, der skal vedtages af Kommissionen med bistand fra et udvalg.
- 44) Ved den resolution, Det Europæiske Råd vedtog i Stockholm den 23. marts 2001, godkendtes Vismandsudvalgets endelige rapport og forslaget om en firetrinns metode, der skal gøre Fællesskabets lovgivningsproces på værdipapiriområdet mere effektiv og gennemsigtig.
- 45) Ifølge Det Europæiske Råd i Stockholm bør andet trin, gennemførelsesbestemmelserne, anvendes hyppigere for at sikre, at de tekniske bestemmelser tilpasses efter den markeds- og tilsynsmæssige udvikling, ligesom der bør fastsættes frister for alle etaper i arbejdet på andet trin.
- 46) Europa-Parlamentet godkendte i sin beslutning af 5. februar 2002 om gennemførelse af lovgivningen vedrørende finansielle tjenester også Vismandsudvalgets rapport med udgangspunkt i den højtidelige erklæring, Kommissionen samme dag afgav over for Parlamentet, samt skrivelsen af 2. oktober 2001 fra kommissæren for det indre marked

¹² EFT L 115, 17.4.1998, s. 31.

til formanden for Parlamentets Udvalg om Økonomi og Valutaspørgsmål angående beskyttelsen af Europa-Parlamentets rolle i denne proces.

- 47) De bestemmelser, der er nødvendige for at gennemføre dette direktiv, bør vedtages i overensstemmelse med Rådets afgørelse 1999/468/EF af 28. juni 1999 om fastsættelse af de nærmere vilkår for udøvelsen af de gennemførelsesbeføjelser, der tillægges Kommissionen¹³.
- 48) Der bør gives Europa-Parlamentet en frist på tre måneder fra den første fremsendelse af et udkast til gennemførelsesbestemmelser til at gennemgå disse og afgive udtalelse herom. I presserende og behørigt begrundede tilfælde kan denne frist dog forkortes. Hvis Europa-Parlamentet vedtager en beslutning inden fristens udløb, bør Kommissionen behandle udkastet til bestemmelser på ny.
- 49) For at tage hensyn til udviklingen på de finansielle markeder bør Kommissionen forelægge Europa-Parlamentet og Rådet rapporter om anvendelsen af bestemmelserne om erhvervsansvarsforsikring, rækkevidden af gennemsigtighedsreglerne og om eventuelle tilladelser til at udøve virksomhed som investeringsselskab, der er meddelt handlere, der har specialiseret sig i råvarederivater.
- 50) Rådets direktiv 85/611/EØF af 20. december 1985 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer¹⁴, direktiv 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF af 20. marts 2000 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut¹⁵ bør ændres og bringes i overensstemmelse med bestemmelserne i dette direktiv.
- 51) Skabelsen af et integreret finansielt marked, hvor investorer nyder effektiv beskyttelse, og hvor det samlede markeds effektivitet og integritet er beskyttet, er mål, som kræver, at der indføres fælles reguleringsmæssige krav til investeringsselskaber, uanset hvor i Fællesskabet disse har fået tilladelse, og til regulerede markeders og andre handelssystemers funktion, således at det forhindres, at uigennemsigtighed eller forstyrrelser på ét marked undergraver hele det europæiske finansielle systems effektivitet. Da disse mål bedre kan gennemføres på fællesskabsplan, kan Fællesskabet i overensstemmelse med subsidiaritetsprincippet i henhold til traktatens artikel 5 vedtage bestemmelser herom. I overensstemmelse med proportionalitetsprincippet i henhold til samme artikel går dette direktiv ikke længere end nødvendigt for at nå disse mål –

¹³ EFT L 184, 17.7.1999, s. 23.

¹⁴ EFT L 375, 31.12.1985, s. 3; direktivet som senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/108/EF (EFT L 41, 13.2.2002, s. 35).

¹⁵ EFT L 126, 26.5.2000, s. 1; direktivet som ændret ved direktiv 2000/28/EF (EFT L 275, 27.10.2000, s. 37).

UDSTEDT FØLGENDE DIREKTIV:

AFSNIT I DEFINITIONER OG ANVENDELSESOMRÅDE

Artikel 1 Anvendelsesområde

1. Dette direktiv finder anvendelse på investeringsselskaber og regulerede markeder.
2. Artikel 12 og 13 samt afsnit II, kapitel II og III, finder tillige anvendelse på kreditinstitutter, som i henhold til direktiv 2000/12/EF har tilladelse til at udføre en eller flere investeringsserviceydelser.

Artikel 2 Undtagelser

1. Dette direktiv finder ikke anvendelse på
 - (a) forsikringsselskaber, som defineret i artikel 1 i direktiv 73/239/EØF eller artikel 1 i direktiv 79/267/EØF, samt selskaber, der foretager genforsikring og retrocession som omhandlet i direktiv 64/225/EØF
 - (b) virksomheder, der udelukkende yder investeringsservice til deres moderselskab, deres datterselskaber eller et af deres moderselskabs andre datterselskaber
 - (c) personer, der yder investeringsservice, hvis denne service ydes lejlighedsvis i forbindelse med erhvervsmæssig virksomhed, såfremt denne virksomhed er omfattet af lovbestemmelser eller en fagetisk kodeks for det pågældende erhverv, som ikke udelukker, at der kan ydes service af denne art
 - (d) virksomheder, hvis investeringsservice udelukkende består i forvaltning af en ordning for medarbejderdeltagelse
 - (e) virksomheder, der yder investeringsservice, som indebærer såvel forvaltning af en ordning for medarbejderdeltagelse som investeringsserviceydelser udelukkende til brug for virksomhedernes moderselskab, datterselskaber eller et af deres moderselskabs andre datterselskaber
 - (f) medlemmer af Det Europæiske System af Centralbanker og andre lignende nationale institutioner samt andre offentlige institutioner, der har ansvaret for forvaltningen af den offentlige gæld, eller som deltager heri
 - (g) institutter for kollektiv investering, hvad enten de er samordnet på fællesskabsplan eller ej, samt depositarer og direktører for sådanne institutter
 - (h) personer, der for egen regning handler med finansielle instrumenter som en aktivitet, der er accessorisk til deres hovederhverv, såfremt dette hovederhverv ikke

er ydelsen af investeringsservice i henhold til dette direktiv eller bankserviceydelser i henhold til direktiv 2000/12/EF

- (i) virksomheder, hvis hovederhverv samlet set består i handel for egen regning med råvarederivater
 - (j) virksomheder, hvis investeringsservice udelukkende består i at handle for egen regning på et marked for finansielle futures eller optioner, eller som handler på vegne af eller opgiver priser til andre medlemmer af samme marked, og som garanteres af clearingmedlemmerne af dette marked, idet ansvaret for opfyldelsen af de kontrakter, som indgås af en sådan virksomhed, påhviler et clearingmedlem af det samme marked
 - (k) sammenslutninger oprettet af danske pensionskasser alene med det formål at forvalte de deltagende pensionskassers midler
 - (l) "agenti di cambio", hvis virksomhed og funktion er beskrevet i artikel 201 i det italienske lovdekret nr. 58 af 28. februar 1998.
2. De rettigheder, som dette direktiv medfører, omfatter ikke udførelse af tjenesteydelser som modpart i transaktioner foretaget af medlemmer af Det Europæiske System af Centralbanker, som udfører deres opgaver i henhold til traktaten og statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank.
3. For at tage hensyn til udviklingen på de finansielle markeder og sikre den ensartede anvendelse af dette direktiv kan Kommissionen efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, tydeliggøre undtagelserne i henhold til denne artikels stk. 1.

Artikel 3 *Definitioner*

1. I dette direktiv forstås ved:
- (1) *Investeringselskab*: en juridisk person, hvis sædvanlige erhverv eller virksomhed består i at yde investeringsservice på erhvervsmæssigt grundlag.
 - (2) *Investeringsservice*: de i afsnit A i bilag I anførte tjenesteydelser i forbindelse med de instrumenter, der er angivet i afsnit C i bilag I
 - (3) *Accessoriske tjenesteydelser*: de i afsnit B i bilag I anførte tjenesteydelser i forbindelse med de instrumenter, der er angivet i afsnit C i bilag I
 - (4) *Investeringsrådgivning*: personlig anbefaling til en kunde af en eller flere transaktioner, der vedrører finansielle instrumenter
 - (5) *Udførelse af ordrer for kunders regning*: optræden som formidler ved indgåelse af aftaler om køb eller salg for kunders regning af et eller flere finansielle instrumenter

- (6) *Handel for egen regning*: aktiv og regelmæssig handel over egenbeholdningen på et erhvervsmæssigt grundlag, som resulterer i transaktioner med et eller flere finansielle instrumenter
- (7) *Kunde*: en fysisk eller juridisk person, der ønsker at købe investeringsservice og accessoriske tjenesteydelser af et investeringsselskab
- (8) *Professionel kunde*: en kunde, der besidder den fornødne erfaring, viden og ekspertise til at træffe sine egne investeringsbeslutninger og foretage en korrekt vurdering af risiciene i forbindelse hermed, jf. de i bilag II fastlagte kriterier og procedurer
- (9) *Markedsoperatør*: en eller flere personer, der faktisk leder et reguleret markeds forretninger
- (10) *Reguleret marked*: et multilateralt system, der drives af en markedsoperatør, som – inden for systemet og efter faste regler – sammenbringer forskellige tredjeparters interesser i at købe og sælge finansielle instrumenter, således at der indgås en kontrakt vedrørende finansielle instrumenter, der er optaget til handel efter markedets egne regler og systemer, og som har fået tilladelse og fungerer regelmæssigt efter bestemmelserne i afsnit III
- (11) *Multilateral handelsfacilitet (MHF)*: et multilateralt system, der – inden for systemet og efter faste regler – sammenbringer forskellige tredjeparters interesser i at købe og sælge finansielle instrumenter, således at der indgås en kontrakt
- (12) *Ordre til markedspris*: en ordre til køb eller salg af et finansielt instrument til bedst opnåelig kurs
- (13) *Limiteret ordre*: en ordre til køb eller salg af et finansielt instrument til den angivne maksimum- eller minimumkurs eller til en bedre kurs
- (14) *Finansielle instrumenter*: de i afsnit C i bilag I anførte instrumenter
- (15) *Værdipapirer*: de kategorier af værdipapirer, der kan omsættes på kapitalmarkedet (bortset fra betalingsmidler), som f.eks.:
 - (a) aktier i selskaber og andre værdipapirer, der kan sidestilles med aktier i selskaber, partnerskaber og andre foretagender, samt aktiebeviser
 - (b) obligationer og andre gældsinstrumenter
 - (c) alle andre værdipapirer, hvormed ovennævnte værdipapirer kan erhverves eller sælges, eller som afregnes kontant med et beløb, hvis størrelse fastsættes med værdipapirer, valutaer, renter eller afkast, råvareindeks samt andre indekser og mål som reference
- (16) *Pengemarkedsinstrumenter*: de kategorier af instrumenter, der normalt omsættes på pengemarkedet, som f.eks. skatkammerbeviser, indlånsbeviser og commercial papers, dog ikke betalingsmidler
- (17) *Hjemland*:

- (a) for investeringsselskaber:
- i) hvis investeringsselskabet er en fysisk person, den medlemsstat, hvor den pågældende har sit hovedkontor
 - ii) hvis investeringsselskabet er en juridisk person, den medlemsstat, hvor det vedtægtsmæssige hjemsted er beliggende. I så fald skal den kompetente myndighed tillige sikre, at selskabets hovedkontor er beliggende i denne medlemsstat
 - iii) hvis investeringsselskabet ifølge national lovgivning ikke har noget vedtægtsmæssigt hjemsted, den medlemsstat, hvor selskabets hovedkontor er beliggende
- (b) *for et reguleret marked*: den medlemsstat, hvor det vedtægtsmæssige hjemsted for det regulerede marked er beliggende, eller, hvis der ifølge denne medlemsstats nationale lovgivning ikke findes noget vedtægtsmæssigt hjemsted, den medlemsstat, hvor det regulerede markedes hovedkontor er beliggende
- (18) *Værtsland*: den medlemsstat, hvor et investeringsselskab har en filial eller præsterer tjenesteydelser
- (19) *Kompetent myndighed*: den myndighed, der i henhold til artikel 45 er udpeget af hjemlandet, medmindre andet er bestemt i dette direktiv
- (20) *Kreditinstitutter*: kreditinstitutter som defineret i direktiv 2000/12/EF
- (21) *Administrationsselskab for et investeringsinstitut*: et administrationsselskab som defineret i direktiv 85/611/EØF
- (22) *Fuldmægtig*: en fysisk eller juridisk person, som uden selv at være anset for et investeringsselskab i dette direktivs forstand over for kunder eller potentielle kunder fremmer et investeringsselskabs investeringsservice og accessoriske tjenesteydelser, modtager og videregiver kundens instrukser eller ordrer vedrørende investeringsservice eller finansielle instrumenter til selskabet og rådgiver kunder eller potentielle kunder om de finansielle instrumenter eller tjenesteydelser, som tilbydes af det investeringsselskab, for hvis regning vedkommende handler, idet rådgivningen sker under dette selskabs fulde og hele ansvar
- (23) *Filial*: en afdeling, som retligt udgør en ikke-selvstændig del af et investeringsselskab, og som yder investeringsservice af den art, som investeringsselskabet har fået tilladelse til
- (24) *Kvalificeret deltagelse*: direkte eller indirekte besiddelse af mindst 10% af kapitalen eller stemmerettighederne, som defineret i artikel 7 i Rådets direktiv 88/627/EØF¹⁶, i et investeringsselskab, eller en besiddelse, som giver mulighed for at udøve en betydelig indflydelse på forvaltningen af det investeringsselskab, hvori der besiddes en kapitalinteresse

¹⁶

EFT L 348, 17.12.1988, s. 62.

- (25) *Moderselskab*: en modervirksomhed som defineret i artikel 1 og 2 i Rådets direktiv 83/349/EØF¹⁷
- (26) *Datterselskab*: en dattervirksomhed som defineret i artikel 1 og 2 i direktiv 83/349/EØF, herunder ethvert datterselskab af et datterselskab af det øverste moderselskab
- (27) *Kontrol*: kontrol som defineret i artikel 1 i direktiv 83/349/EØF
- (28) *Snævre forbindelser*: en situation, hvor to eller flere fysiske eller juridiske personer er forbundet ved:
- (a) *kapitalinteresser* forstået som ejerskab, enten direkte eller gennem kontrol, af 20% eller derover af en virksomheds stemmerettigheder eller kapital
 - (b) *kontrol* forstået som forholdet mellem et moderselskab og et datterselskab i alle de tilfælde, der er nævnt i artikel 1, stk. 1 og 2, i direktiv 83/349/EØF, eller et tilsvarende forhold mellem enhver fysisk eller juridisk person og en virksomhed; ethvert datterselskab af et datterselskab anses også for at være datterselskab af det moderselskab, som står i spidsen for disse foretagender.

En situation, hvor to eller flere fysiske eller juridiske personer varigt er forbundet med én og samme person ved et kontrolforhold, anses ligeledes for en snæver forbindelse mellem disse personer.

2. For at tage hensyn til udviklingen på de finansielle markeder og sikre den ensartede anvendelse af dette direktiv kan Kommissionen efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, tydeliggøre definitionerne i stk. 1 i denne artikel.

AFSNIT II

MEDDELELSE AF TILLADELSE SAMT DRIFTSVILKÅR FOR INVESTERINGSSKABER

Kapitel I

BETINGELSER OG PROCEDURER FOR MEDDELELSE AF TILLADELSE

Artikel 4

Betingelser for meddelelse af tilladelse

1. Hver medlemsstat forbeholder investeringsselskaber retten til at yde investeringsservice. Medlemsstaten sørger for, at ingen investeringsselskaber, som det er hjemland for, påbegynder deres virksomhed, før de har opnået tilladelse i henhold til bestemmelserne i dette direktiv.
2. Uanset stk. 1 giver medlemsstaterne enhver markedsoperatør tilladelse til at drive en MHF, forudsat at artikel 13, 24, 27 og 28 overholdes.

¹⁷ EFT L 193, 18.7.1983, s. 1.

3. Uanset artikel 3, stk. 1, nr. 1, kan medlemsstaterne meddele virksomheder, der ikke er juridiske personer, tilladelse til at udøve virksomhed som investeringsselskaber, forudsat at:
- (a) deres retlige status sikrer tredjemands interesser en grad af beskyttelse svarende til den, som gives af juridiske personer, og
 - (b) virksomhederne er underlagt et tilsvarende tilsyn, som er tilpasset deres juridiske form.
- Når en fysisk person præsterer tjenesteydelser, der medfører opbevaring af tredjemands midler eller værdipapirer, kan han dog kun betragtes som et investeringsselskab i henhold til dette direktiv, hvis følgende betingelser er opfyldt, uden at de øvrige krav i dette direktiv og i direktiv 93/6/EØF derved indskrænkes:
- (a) tredjemands ejendomsret til værdipapirer og midler skal være sikret, navnlig i tilfælde af selskabets eller dets ejeres insolvens eller i tilfælde af udlæg, modregning eller andre retlige midler, som bringes i anvendelse af selskabets eller dets ejeres kreditorer
 - (b) selskabet skal være omfattet af bestemmelser om overvågning af selskabets, herunder ejernes, solvens
 - (c) selskabets årsregnskaber skal revideres af en eller flere personer, der i henhold til national lovgivning er autoriseret til at revidere regnskaber
 - (d) når der kun er én ejer, skal denne sørge for beskyttelse af investorerne i tilfælde af ophør af selskabets virksomhed som følge af ejerens død, uarbejdsdygtighed eller andre lignende forhold.
4. Medlemsstaterne indfører et register for alle investeringsselskaber. Registeret skal være offentligt tilgængeligt og indeholde oplysninger om de tjenesteydelser, investeringsselskabet har tilladelse til at yde. Registeret skal løbende ajourføres.
5. I tilfælde af investeringsselskaber, der alene yder investeringsrådgivning, kan medlemsstaterne give den kompetente myndighed tilladelse til at uddelegere beføjelserne til at meddele tilladelse til en institution, der opfylder betingelserne i artikel 45, stk. 2.

Artikel 5 *Rækkevidde af tilladelsen*

1. Hjemlandet sikrer, at de former for investeringsservice, investeringsselskabet har tilladelse til at yde, specificeres i tilladelsen. Tilladelsen kan dække en eller flere af de accessoriske tjenesteydelser, der er anført i afsnit B i bilag I. Der kan under ingen omstændigheder meddeles tilladelse til alene at præstere accessoriske tjenesteydelser.
2. Et investeringsselskab, der ønsker tilladelse til at udvide sin virksomhed til at omfatte supplerende investeringsservice eller accessoriske tjenesteydelser, der ikke var forudsat på tidspunktet for den oprindelige tilladelse, skal indgive ansøgning om udvidelse af sin tilladelse.

3. Tilladelsen gælder for hele Fællesskabet og giver et investeringsselskab tilladelse til at præstere de tjenesteydelser, det har fået tilladelse til, i hele Fællesskabet, enten ved at oprette en filial eller som led i den frie udveksling af tjenesteydelser.

Artikel 6

Fremgangsmåde for meddelelse og nægtelse af tilladelse

1. Den kompetente myndighed meddeler ikke tilladelse, medmindre eller før den er overbevist om, at ansøgeren opfylder samtlige betingelser i de bestemmelser, der vedtages i medfør af dette direktiv.
2. Investeringsselskabet skal fremlægge alle de oplysninger, herunder en driftsplan, hvori bl.a. angives arten af de forretninger, der påtænkes udført, samt investeringsselskabets organisatoriske struktur, der er nødvendige for, at den kompetente myndighed kan sikre sig, at investeringsselskabet på tidspunktet for den oprindelige tilladelse har truffet alle nødvendige forholdsregler for at opfylde sine forpligtelser i henhold til dette kapitel.
3. Ansøgeren skal inden seks måneder efter indgivelsen af en komplet ansøgning have meddelelse om, hvorvidt der kan meddeles tilladelse eller ej.

Artikel 7

Inddragelse af tilladelser

1. Den kompetente myndighed kan inddrage tilladelsen til et investeringsselskab, når investeringsselskabet:
 - (a) ikke gør brug af tilladelsen inden for en frist på 12 måneder, eller det udtrykkeligt giver afkald herpå eller ikke har ydet investeringsservice i en periode på over seks måneder, medmindre der i den pågældende medlemsstat findes bestemmelser om, at tilladelse bortfalder i sådanne tilfælde
 - (b) har opnået tilladelsen ved brug af urigtige erklæringer eller på anden ulovlig vis
 - (c) ikke længere opfylder de betingelser, hvorpå tilladelsen blev meddelt, som f.eks. overholdelse af betingelserne i direktiv 93/6/EØF
 - (d) har gjort sig skyldigt i alvorlige og systematiske overtrædelser af de bestemmelser om driftsvilkårene for investeringsselskaber, der vedtages i medfør af dette direktiv
 - (e) falder ind under et af de øvrige tilfælde, som i henhold til national ret medfører, at tilladelsen, hvis der er tale om spørgsmål uden for dette direktivs anvendelsesområde, inddrages.

Artikel 8
Personer, der faktisk leder investeringsselskabets forretninger

1. Medlemsstaterne kræver, at de personer, der faktisk leder investeringsselskabets forretninger, har et tilstrækkeligt godt omdømme og tilstrækkelige erfaringer til at sikre en sund og forsigtig forvaltning af investeringsselskabet.
2. Medlemsstaterne kræver, at investeringsselskabet anmelder eventuelle ledelsesændringer til den kompetente myndighed og samtidig forelægger denne alle oplysninger, der er nødvendige for at vurdere, om den nyudnævnte ledelse har et tilstrækkeligt godt omdømme og tilstrækkelige erfaringer.
3. Den kompetente myndighed nægter at meddele tilladelse, hvis den ikke er overbevist om, at de personer, der faktisk leder investeringsselskabets forretninger, har et tilstrækkeligt godt omdømme og tilstrækkelige erfaringer, eller hvis der er objektive og påviselige grunde til at tro, at foreslåede ledelsesændringer vil true den sunde og forsigtige forvaltning af investeringsselskabet.
4. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber ledes af mindst to personer, der opfylder betingelser i stk. 1.

Som en undtagelse fra første afsnit kan medlemsstaterne meddele investeringsselskaber, der består af fysiske personer, eller investeringsselskaber, der er juridiske personer, og som i overensstemmelse med deres vedtægter og national ret ledes af én fysisk person, tilladelse. Medlemsstaterne sikrer dog, at der indføres alternative ordninger, som sikrer en sund og forsigtig forvaltning af sådanne investeringsselskaber.

Artikel 9
Personer, der udøver faktisk kontrol, samt erhvervelse af en kvalificeret deltagelse

1. Medlemsstaterne kræver under hensyn til nødvendigheden af at sikre en sund og forsigtig forvaltning af investeringsselskabet, at aktionærer, der ejer en kvalificeret deltagelse i investeringsselskabet, er hæderlige og egnede.

Såfremt der består snævre forbindelser mellem investeringsselskabet og andre fysiske eller juridiske personer, meddeler den kompetente myndighed alene tilladelse, hvis disse forbindelser ikke forhindrer den kompetente myndighed i effektivt at udøve sit tilsynshverv.
2. Den kompetente myndighed nægter at meddele tilladelse, hvis de love og forskrifter i et tredjeland, som gælder for en eller flere fysiske eller juridiske personer, med hvilke selskabet har snævre forbindelser, eller vanskeligheder med at håndhæve disse love og forskrifter forhindrer den kompetente myndighed i effektivt at udøve sit tilsynshverv.
3. Medlemsstaterne kræver, at enhver fysisk eller juridisk person, der påtænker direkte eller indirekte at erhverve eller afhænde en kvalificeret deltagelse i et investeringsselskab, forinden i overensstemmelse med andet afsnit skal give den kompetente myndighed meddelelse om størrelsen af den deltagelse, der bliver resultatet. Disse personer skal ligeledes give den kompetente myndighed meddelelse herom, hvis de har til hensigt at forøge eller mindske deres kvalificerede deltagelse,

hvis resultatet bliver, at deres andel af stemmerettigheder eller kapitalandele når op på eller overstiger eller når ned under tærsklerne på 20%, 33% eller 50%, eller at investeringsselskabet bliver deres datterselskab.

Den kompetente myndighed nægter inden for en frist på højst tre måneder fra datoen for den i første afsnit nævnte meddelelse at give tilladelse til nævnte påtænkte forøgelse eller formindskelse, hvis den under hensyn til nødvendigheden af at sikre en sund og forsigtig forvaltning af investeringsselskabet ikke er overbevist om de i første afsnit nævnte personers hæderlighed og egnethed, jf. dog stk. 4. Hvis den kompetente myndighed ikke nægter at meddele tilladelse, kan den fastsætte en frist for gennemførelsen.

4. Hvis erhververen af nogen af de i stk. 3 omhandlede kapitalandele er et investeringsselskab, et kreditinstitut eller et forsikringsselskab, der har fået tilladelse i en anden medlemsstat, eller et moderselskab til et investeringsselskab, kreditinstitut eller forsikringsselskab, der har fået tilladelse i en anden medlemsstat, eller en person, der kontrollerer et investeringsselskab, kreditinstitut eller forsikringsselskab, der har fået tilladelse i en anden medlemsstat, og hvis det berørte selskab som følge af denne erhvervelse bliver erhververens datterselskab eller bliver omfattet af dennes kontrol, skal der foretages en vurdering af erhvervelsen i form af den i artikel 55 nævnte forudgående konsultation.
5. Medlemsstaterne kræver, at et investeringsselskab, hvis det får kendskab til erhvervelser eller afhændelser af kapitalandele, som bevirker, at deltagelsen overstiger eller når ned under en af de i stk. 3, første afsnit, omhandlede tærskler, straks skal underrette den kompetente myndighed herom.

Endvidere meddeler investeringsselskaberne mindst en gang om året den kompetente myndighed navnene på de aktionærer eller selskabsdeltagere, som besidder en kvalificeret deltagelse, samt størrelsen af denne, således som det f.eks. fremgår af de oplysninger, der gives på den årlige generalforsamling af aktionærer eller selskabsdeltagere, eller af de oplysninger, som modtages i henhold til de bestemmelser, der gælder for selskaber, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked.

6. Medlemsstaterne kræver, at den kompetente myndighed i tilfælde af, at de i stk. 1, første afsnit, omhandlede personer gør deres indflydelse gældende på en måde, der vil kunne skade en sund og forsigtig ledelse af investeringsselskabet, træffer de fornødne foranstaltninger til at bringe denne situation til ophør.

Sådanne foranstaltninger kan bestå i begæringer om forbud eller påbud ved retterne og/eller anvendelse af sanktioner over for ledelsen eller suspension af de stemmerettigheder, der er knyttet til de pågældende aktionærers eller selskabsdeltageres aktier eller andele.

Lignende foranstaltninger anvendes over for personer, som ikke overholder forpligtelsen til forudgående underretning om erhvervelsen eller forøgelsen af en kvalificeret deltagelse. Hvis en kapitalandel erhverves mod den kompetente myndigheds vilje, skal medlemsstaterne, uafhængigt af andre sanktioner, enten suspendere de dertil hørende stemmerettigheder eller erklære de afgivne stemmer for ugyldige eller annullere dem.

Artikel 10
Medlemskab af en godkendt investorgarantiordning

Den kompetente myndighed kontrollerer, at foretagender, der ansøger om tilladelse til at udøve virksomhed som investeringsselskab, på tidspunktet for meddelelsen af tilladelsen har opfyldt deres forpligtelser i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 97/9/EF¹⁸.

Artikel 11
Startkapital

1. Medlemsstaterne sikrer, at den kompetente myndighed undlader at meddele tilladelse, medmindre investeringsselskabet i betragtning af den påtænkte investeringsservice råder over tilstrækkelig startkapital i henhold til direktiv 93/6/EØF.
2. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber, der er undtaget fra direktiv 93/6/EØF i medfør af samme direktivs artikel 2, stk. 2, litra c) og d), har tegnet en erhvervsansvarsforsikring, som dækker hele Fællesskabet, eller anden tilsvarende garanti mod erstatningskrav som følge af faglig forsømmelighed, med en dækning på mindst 1 000 000 EUR for hvert erstatningskrav, dog højst 2 000 000 EUR i alt om året for alle krav.
3. De i stk. 2 omhandlede beløb skal revideres regelmæssigt af Kommissionen under hensyn til udviklingen i Eurostats europæiske forbrugerprisindeks, og tilpasningerne skal være de samme og ske på samme tid som tilpasningerne efter artikel 4, stk. 7, i direktiv 2002/.../EF [forsikringsmæglervirksomhed].

Artikel 12
Organisatoriske krav

1. Hjemlandet sikrer, at investeringsselskaber opfylder de i stk. 2-9 fastsatte organisatoriske krav.
2. Et investeringsselskab skal indføre fyldestgørende politikker og procedurer, der sikrer, at selskabet, dets ledere, ansatte og fuldmægtige, når de gør forretninger med kunder og for kunders regning, opfylder selskabets forpligtelse i henhold til dette direktiv til at tage hensyn til markedets integritet. Disse politikker og procedurer skal gøre det muligt for investeringsselskabet på den kompetente myndigheds anmodning at godtgøre, at det har opfyldt denne forpligtelse.
3. Et investeringsselskab skal være opbygget og organiseret på en sådan måde, at risikoen for, at interessekonflikter mellem selskabet og dets kunder eller mellem selskabets kunder indbyrdes kommer kunderne til skade, nedsættes til et minimum.
4. Et investeringsselskab skal anvende de systemer, ressourcer og procedurer, der er nødvendige for at sikre kontinuitet og regelmæssighed i udførelsen af tjenesteydelsen.

¹⁸ EFT L 84, 26.3.1997, s. 22.

5. Et investeringsselskab skal sørge for, at det, når det gør brug af tredjemand til at udøve funktioner, der er afgørende for, om der kan ydes kunderne en vedvarende og tilfredsstillende service, træffer rimelige foranstaltninger for at undgå unødige supplerende driftsmæssige risici. Væsentlige driftsmæssige funktioner må ikke overlades til tredjemand på en måde, der forringer kvaliteten af selskabernes interne kontrol og mindsker den tilsynsførendes evne til at overvåge selskabets opfyldelse af alle forpligtelser.
6. Et investeringsselskab skal have en sund administrativ og regnskabsmæssig praksis, interne kontrolmekanismer, effektive procedurer for risikovurdering og effektive kontrol- og sikringsforanstaltninger på edb-området, herunder især en ordning for personlige transaktioner, der foretages af ansatte i selskabet.
7. Et investeringsselskab skal føre lister over udførte tjenesteydelser og transaktioner, der er så fyldestgørende, at den kompetente myndighed på grundlag heraf kan kontrollere opfyldelsen af kravene i henhold til dette direktiv, og især sikre sig, at investeringsselskabet har opfyldt samtlige sine forpligtelser over for kunderne.
8. Et investeringsselskab skal, såfremt det ligger inde med finansielle instrumenter tilhørende kunder, træffe fyldestgørende foranstaltninger med henblik på at beskytte disses ejendomsret, bl.a. i tilfælde af investeringsselskabets insolvens, og for at forhindre anvendelse af kundernes finansielle instrumenter for egen regning, medmindre kunderne har givet deres udtrykkelige samtykke hertil.
9. Et investeringsselskab skal, når det ligger inde med midler tilhørende kunder, træffe fyldestgørende foranstaltninger med henblik på at beskytte kundernes rettigheder og, medmindre der er tale om kreditinstitutter, forhindre anvendelse af kundernes midler for egen regning.
10. I tilfælde af filialer af investeringsselskaber skal den kompetente myndighed i den medlemsstat, hvor filialen er beliggende, håndhæve de stk. 7 fastsatte forpligtelser med hensyn til filialens transaktioner, uden at dette berører den mulighed, den kompetente myndighed i investeringsselskabets hjemland har for at få direkte adgang til listerne.
11. For at tage hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder og sikre den ensartede anvendelse af stk. 2-10 vedtager Kommissionen efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser, som nærmere angiver de konkrete organisatoriske krav, der skal opfyldes af investeringsselskaber, der udfører de forskellige former for investeringsservice og accessoriske tjenesteydelser eller kombinationer heraf.

Artikel 13

Handelsprocessen og afslutningen af transaktioner på en MHF

1. Medlemsstaterne kræver, at investeringsselskaber, der driver en MHF, ud over at opfylde kravene i artikel 12 indfører gennemsigtige og faste regler og procedurer, der sikrer loyal og korrekt handel, og opstiller objektive kriterier for den effektive udførelse af ordrer, således at brugerne på et givet tidspunkt på MHF'en eller over MHF-systemet kan opnå den bedst mulige kurs i forhold til den påtænkte

transaktions omfang. Disse regler og procedurer skal forhåndsgodkendes af den kompetente myndighed i hjemlandet.

2. Medlemsstaterne kræver, at investeringsselskaber, der driver en MHF, giver adgang til faciliteten på gennemsigtige og objektive forretningsbetingelser. Investeringsselskaber, der driver en MHF, skal have mulighed for alene at stille brugen af og adgangen til deres faciliteter til rådighed for godkendte modparter, som omhandlet i artikel 22, stk. 3.
3. Medlemsstaterne kræver, at investeringsselskaber, der driver en MHF, klart underretter deres brugere om deres respektive ansvar for afviklingen af transaktioner gennemført over faciliteten. Hvis investeringsselskaber, der driver en MHF, påtager sig en del af ansvaret for afviklingen af disse transaktioner, sikrer den kompetente myndighed, at selskaberne har indført de nødvendige ordninger for at lette den effektive afvikling.
4. Når et værdipapir, der er optaget til handel på et reguleret marked, også handles på en MHF uden udstederens samtykke, påhviler der ikke udstederen nogen forpligtelse til hverken indledningsvis, løbende eller på ad hoc-basis at videregive finansielle oplysninger til denne MHF.
5. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber, der driver en MHF, straks efterkommer eventuelle instrukser i henhold til artikel 46, stk. 1, fra deres kompetente myndighed om at suspendere handelen med et finansielt instrument eller fjerne dette instrument fra handelen.
6. For at tage hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder og sikre den ensartede anvendelse af stk. 1 og 2 vedtager Kommissionen efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser, som regulerer indholdet af handelsreglerne for at fremme loyal og korrekt handel over MHF-systemet.

Artikel 14

Meddelelse af tilladelse til tredjelandes selskaber og filialer

1. Medlemsstaterne underretter Kommissionen om alle generelle vanskeligheder, som deres investeringsselskaber har mødt i forbindelse med etablering eller ydelse af investeringsservice i et tredjeland.
2. Hvis Kommissionen på grundlag af andre oplysninger end dem, der forelægges den i henhold til stk. 1, konstaterer, at et tredjeland ikke giver EF-investeringsselskaber en faktisk markedsadgang svarende til den, Fællesskabet giver investeringsselskaber fra dette tredjeland, kan den forelægge Rådet forslag til et passende forhandlingsmandat med henblik på at opnå tilsvarende konkurrencevilkår for EF-investeringsselskaber. Rådet træffer afgørelse med kvalificeret flertal.
3. Hvis Kommissionen på grundlag af oplysninger, der forelægges den i henhold til stk. 1, konstaterer, at EF-investeringsselskaber i et tredjeland ikke får en national behandling, der giver dem samme konkurrencevilkår som indenlandske investeringsselskaber, og at betingelsen ”faktisk markedsadgang” ikke er opfyldt, kan den indlede forhandlinger med henblik på at berigtige dette forhold.

Under de i første afsnit nævnte omstændigheder kan Kommissionen efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, på et hvilket som helst tidspunkt samtidig med, at der indledes forhandlinger, bestemme, at medlemsstaternes kompetente myndigheder skal indskrænke eller suspendere deres afgørelser om endnu ikke behandlede eller endnu ikke indgivne ansøgninger om tilladelse og om erhvervelse af kapitalandele foretaget af direkte eller indirekte moderselskaber, som hører under det pågældende tredjeland's ret. En sådan indskrænkning eller suspension kan ikke finde anvendelse, når investeringsselskaber, som behørigt er meddelt tilladelse i Fællesskabet, eller deres datterselskaber opretter datterselskaber, eller når sådanne investeringsselskaber eller datterselskaber erhverver kapitalandele i et EF-investeringsselskab. Varigheden af disse foranstaltninger må ikke overstige tre måneder.

Inden udløbet af den i andet afsnit nævnte frist på tre måneder kan Kommissionen på baggrund af forhandlingsresultaterne efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, beslutte at forlænge disse foranstaltninger.

4. Hvis Kommissionen konstaterer et af de i stk. 2 og 3 nævnte forhold, skal medlemsstaterne efter anmodning fra Kommissionen underrette denne om:
 - (a) enhver ansøgning om meddelelse af tilladelse til et direkte eller indirekte datterselskab af et eller flere moderselskaber, som henhører under det pågældende tredjeland's ret
 - (b) enhver plan, som de får forelagt i henhold til artikel 9, stk. 3, om et sådant selskabs erhvervelse af kapitalandele i et EF-investeringsselskab, som ville bevirke, at dette investeringsselskab bliver dets datterselskab.

Disse oplysninger vil ikke længere blive krævet, når der er indgået aftale med det pågældende tredjeland, eller når de i stk. 3, andet og tredje afsnit, nævnte foranstaltninger ikke længere finder anvendelse.

5. Foranstaltninger, der træffes i medfør af denne artikel, skal være i overensstemmelse med Fællesskabets forpligtelser i henhold til internationale – såvel bilaterale som multilaterale – aftaler om adgang til at påbegynde og udøve virksomhed som investeringsselskab.

Kapitel II

DRIFTSVILKÅR FOR INVESTERINGSSKABER

Afdeling 1

Almindelige bestemmelser

Artikel 15

Almindelige forpligtelser til at føre løbende tilsyn

1. Medlemsstaterne sikrer, at de kompetente myndigheder løbende fører tilsyn med de arbejdsgange, som investeringsselskaber er blevet anmodet om at indføre som betingelse for at opnå den første tilladelse.
2. Medlemsstaterne kræver, at investeringsselskaber giver de kompetente myndigheder meddelelse om enhver væsentlig ændring i deres driftsplaner og samtlige de

oplysninger, de kompetente myndigheder har behov for til at kontrollere, at eventuelt ændrede organisatoriske krav er tilstrækkelige til at sikre fortsat opfyldelse af forpligtelserne i henhold til dette direktiv.

3. Medlemsstaterne sikrer, at de kompetente myndigheder overvåger investeringsselskabets virksomhed for at kunne vurdere, om selskabet opfylder de driftsvilkår, der er fastsat i dette kapitel, og de øvrige forpligtelser i henhold til dette direktiv. Medlemsstaterne sikrer, at de kompetente myndigheder modtager de oplysninger, der er nødvendige for at vurdere, om investeringsselskabet opfylder disse forpligtelser.
4. I tilfælde af investeringsselskaber, der alene yder investeringsrådgivning, kan den kompetente myndighed henlægge den løbende overvågning af opfyldelsen af driftsmæssige og organisatoriske krav til en institution, der opfylder betingelserne i artikel 45, stk. 2.

Artikel 16 *Interessekonflikter*

1. Medlemsstaterne kræver, at investeringsselskaber træffer alle rimelige forholdsregler for at kunne påvise interessekonflikter mellem selskaberne selv, herunder deres ledere og ansatte, og selskabernes kunder, eller mellem kunderne indbyrdes, som opstår ved udførelsen af investeringsservice og accessoriske tjenesteydelser eller kombinationer heraf.
2. Medlemsstaterne kræver, at investeringsselskaber, hvis virksomhed giver anledning til interessekonflikter, opretholder og følger effektive arbejdsgange og administrative procedurer for at forhindre disse konflikter i at skade kunders interesser eller på anden måde styrer konflikterne, således at det samme resultat opnås.
3. Hvis de arbejdsgange eller administrative procedurer, der er indført af investeringsselskabet for at styre interessekonflikter, ikke er tilstrækkelige til med rimelig sikkerhed at kunne sikre, at risikoen for at skade kunders interesser faktisk vil blive undgået, skal investeringsselskabet klart oplyse kunden om interessekonflikternes generelle karakter og/eller kilderne til interessekonflikterne, før det påtager sig opgaver for kundens regning.
4. For at tage hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder og sikre den ensartede anvendelse af stk. 1, 2 og 3 vedtager Kommissionen efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser med henblik på at
 - (a) fastlægge de forholdsregler, investeringsselskaber med rimelighed kan forventes at træffe for at påvise, forhindre, styre og/eller oplyse om interessekonflikter, når de udfører forskellige former for investeringsservice og accessoriske tjenesteydelser eller kombinationer heraf
 - (b) løse konflikter, der opstår på grund af en tilskyndelse udefra eller en egeninteresse, der opstår, når en investeringsservice ydes, og som kan bringe kvaliteten eller lovligheden af en beslægtet investeringsservice, der ydes en kunde eller for en kundes regning, i fare.

Artikel 17
Egenkapital i øvrigt

Medlemsstaterne kræver, at investeringsselskaber under hensyntagen til arten af den pågældende investeringsservice altid overholder bestemmelserne i direktiv 93/6/EØF.

Afdeling 2
Bestemmelser til sikring af investorbeskyttelse

Artikel 18
Forpligtelser med hensyn til god forretningsskik, der skal opfyldes ved ydelsen af investeringsservice til kunder

1. Medlemsstaterne sikrer, at et investeringsselskab, når det yder kunder investeringsservice, handler loyalt, korrekt og professionelt i sine kunders bedste interesse og især opfylder de i stk. 2-8 fastsatte principper.
2. Reklamemateriale eller oplysninger heri, som sendes til kunder eller potentielle kunder, skal fremstå som sådant og være korrekt, klart og ikke-vildledende.
3. Kunder eller potentielle kunder skal rettidigt og i forståelig form modtage udførlige oplysninger om investeringsselskabet og dets tjenesteydelser, således at de er i stand til at forstå, nøjagtig hvilken investeringsservice og hvilke finansielle instrumenter de tilbydes, samt de dermed forbundne risici.
4. Investeringsselskabet skal udbede sig de nødvendige oplysninger hos kunderne om disses investeringsviden og –erfaring, investeringsmål og finansielle stilling, således at investeringsselskabet er i stand til at afgøre, hvilken investeringsservice og hvilke finansielle instrumenter der egner sig for disse kunder.
5. Kunderne skal rettidigt have korrekte, klare og ikke-vildledende oplysninger om finansielle instrumenter, foreslåede investeringer og handelssystemer, således at de er i stand til at træffe kvalificerede investeringsbeslutninger.
6. Kunderne skal have fyldestgørende vejledning og advarsler om risiciene ved investeringer i særlige instrumenter eller ved investeringsstrategier, idet der tages særligt hensyn til kundernes viden og erfaringer.
7. Aftaler mellem investeringsselskabet og kunden skal nedfældes i et dokument med angivelse af parternes rettigheder og forpligtelser samt de øvrige betingelser, som gælder for selskabets tjenesteydelser til kunden.
8. Investeringsselskabet skal aflægge rapport for kunden, hvori der gøres status over transaktioner og tjenesteydelser udført for kundens regning og over omkostningerne i forbindelse med transaktionerne og tjenesteydelserne.
9. For at sikre den nødvendige investorbeskyttelse og den ensartede anvendelse af stk. 1-8 vedtager Kommissionen efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser, der sikrer, at investeringsselskaberne overholder principperne i stk. 1-8, når de leverer investeringsservice eller accessoriske tjenesteydelser til deres kunder. Gennemførelsesbestemmelserne skal tage hensyn til:

- (a) arten af den service og de tjenesteydelser, der tilbydes eller leveres til kunden eller den potentielle kunde, herunder de særlige procedurer og systemer, investeringsselskaberne anvender, når de udfører ordrer for kunders regning
 - (b) arten af de finansielle instrumenter, der tilbydes eller overvejes
 - (c) om kunden eller de potentielle kunder er private eller professionelle investorer.
10. Medlemsstaterne tillader, at et investeringsselskab, der gennem et andet investeringsselskab modtager instrukser om at udføre investeringsservice eller accessoriske tjenesteydelser for en kundes regning, påberåber sig kundeoplysninger fra det selskab, der formidler instrukserne.
- Et investeringsselskab, der på denne måde modtager instrukser om at udføre tjenesteydelser for en kundes regning, skal også kunne påberåbe sig eventuelle anbefalinger af tjenesteydelsen eller transaktionen, som kunden måtte have modtaget fra et andet investeringsselskab.
- Et investeringsselskab, som modtager kunders instrukser eller ordrer gennem et andet investeringsselskab, er fortsat ansvarligt for, at tjenesteydelsen eller transaktionen på grundlag af sådanne eventuelle oplysninger eller anbefalinger udføres efter de bestemmelser, der vedtages i medfør af stk. 9.
11. Den kompetente myndighed i hjemlandet sikrer, at investeringsselskaber, når disse præsterer tjenesteydelser i andre medlemsstater, opfylder forpligtelserne i denne bestemmelse og de gennemførelsesbestemmelser, der er vedtaget i henhold til stk. 9.
12. Den kompetente myndighed i den medlemsstat, hvor en filial er beliggende, skal håndhæve de i stk. 1-8 nævnte forpligtelser samt de gennemførelsesbestemmelser, der vedtages i medfør af stk. 9, hvad angår filialens tjenesteydelser til sine kunder.

Artikel 19

Pligt til at udføre ordrer på de for kunden gunstigste betingelser

1. Medlemsstaterne kræver, at investeringsselskaber, der præsterer tjenesteydelser, som indebærer, at enten selskabet selv eller et andet investeringsselskab udfører kundeordrer vedrørende finansielle instrumenter, sikrer, at disse ordrer udføres på en sådan måde, at kunden opnår det bedst mulige resultat hvad angår kurs, omkostninger, hurtighed og sandsynlighed for, at ordren bliver udført, i betragtning af tidspunktet for ordreafgivelsen, ordrens omfang og art samt eventuelle særlige instrukser fra kunden.
2. Den kompetente myndighed kontrollerer, at investeringsselskaber har effektive procedurer, som tilsammen udgør en systematisk, gentagelig og påviselig metode til at lette udførelsen af kundeordrer på de for kunden gunstigste betingelser. Ved vurderingen af disse procedurer skal der tages hensyn til, om de giver selskabet mulighed for at opnå det bedst mulige resultat i betragtning af de gældende markedsforhold på et marked, som et investeringsselskab med rimelighed kan forventes at have adgang til.
3. Medlemsstaterne kræver, at investeringsselskaber regelmæssigt gennemgår de procedurer, de anvender for at opnå det for deres kunder bedst mulige resultat, og i

givet fald tilpasser disse procedurer for at få adgang til de handelssystemer, som konsekvent tilbyder markedets gunstigste ordreudførelsesbetingelser.

4. For at sikre den beskyttelse, der er nødvendig for investorerne, velfungerende markeder og den ensartede anvendelse af stk. 1, 2 og 3 vedtager Kommissionen efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser vedrørende:
 - (a) de faktorer, der kan tages i betragtning ved afgørelsen af, hvad der er "best execution" eller ved beregningen af den bedste nettokurs på markedet i forhold til ordrens størrelse og art samt kundetype
 - (b) de procedurer, der i betragtning af omfanget af forskellige investeringsselskabers transaktioner kan anses for at udgøre et rimeligt og effektivt middel til at få adgang til de handelssystemer, der tilbyder markedets gunstigste ordreudførelsesbetingelser.

Artikel 20

Regler for behandling af kundeordrer

1. Medlemsstaterne kræver, at investeringsselskaber, der har tilladelse til at udføre ordrer for kunders regning, anvender procedurer og ordninger, som sikrer en loyal og hurtig udførelse af kundeordrer i forhold til andre kundeordrer og uanset investeringsselskabets handelsinteresser.
2. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber anvender procedurer eller ordninger, der bevirker, at kundeordrer, der i alle øvrige henseender er sammenlignelige, udføres i den rækkefølge, hvori de er modtaget af investeringsselskabet, og forhindrer, at kunders interesser skades af eventuelle interessekonflikter.
3. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber indhenter kundernes udtrykkelige forhåndssamtykke, før de begynder at udføre kundernes ordrer uden om et reguleret markeds eller en MHF's regler og systemer. Medlemsstaterne giver investeringsselskaberne tilladelse til at opnå dette samtykke enten i form af en generel aftale eller for den enkelte transaktion. Hvis kundernes forhåndssamtykke gives i form af en generel aftale, bør samtykket fremgå af et særskilt dokument og fornyes årligt.
4. Medlemsstaterne kræver, at investeringsselskaber, medmindre kunden udtrykkeligt bestemmer andet, i tilfælde af limiterede kundeordrer, som under gældende markedsvilkår ikke kan udføres øjeblikkeligt, skal tage skridt til at fremme den hurtigst mulige udførelse af ordren ved straks at offentliggøre de betingelser, der er knyttet til denne limiterede kundeordre, på en måde, der gør oplysningen let tilgængelig for andre markedsdeltagere. Medlemsstaterne foreskriver, at de kompetente myndigheder skal kunne se bort fra forpligtelsen til at offentliggøre en limiteret ordre, som er af meget stort omfang i forhold til den normale markedsstørrelse, jf. artikel 41, stk. 2.
5. For at sikre, at foranstaltningerne til beskyttelse af investorer og markedernes korrekte og ordnede funktion tager hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder, og for at sikre den ensartede anvendelse af stk. 1-4 vedtager

Kommissionen efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser, som fastlægger:

- (a) hvilke betingelser samt procedurer og ordninger, der kan sikre en øjeblikkelig, loyal og hurtig udførelse af kundeordrer, og de situationer eller transaktionstyper, hvor det vil være rimeligt, at investeringsselskaber fraviger reglen om øjeblikkelig udførelse for at opnå gunstigere vilkår for kunderne
- (b) procedurerne for indhentning og fornyelse af kunders forhåndssamtykke til, at disse ordrer udføres uden om et reguleret marked eller en MHF's regler og systemer
- (c) de forskellige metoder til vurdering af, om et investeringsselskab har opfyldt sin forpligtelse til at videregive oplysninger om ikke-udførte limiterede kundeordrer til markedet.

Artikel 21

Investeringselskabers forpligtelser, når de har fuldmægtige ansat

1. Medlemsstaterne kræver, at et investeringsselskab kun har fuldmægtige ansat med henblik på at fremme investeringsselskabets tjenesteydelser, hverve kunder og modtage ordrer fra kunder eller potentielle kunder, videregive ordrene til investeringsselskabet og rådgive om finansielle instrumenter eller tjenesteydelser, der tilbydes af dette investeringsselskab.
2. Medlemsstaterne kræver, at et investeringsselskab, der har en fuldmægtig ansat, skal bevare det hele og fulde ansvar for alle handlinger eller undladelser fra fuldmægtigens side, når denne handler for selskabernes regning. Medlemsstaterne kræver, at investeringsselskabet sørger for, at dets fuldmægtige straks oplyser enhver kunde eller potentiel kunde om, i hvilken egenskab han handler, og hvilket selskab han repræsenterer.
3. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber overvåger deres fuldmægtiges aktiviteter og vedtager foranstaltninger og procedurer, der kan sikre, at fuldmægtigene i deres arbejde altid overholder dette direktiv.
4. Hver medlemsstat sikrer, at fuldmægtige, som arbejder eller ønsker at arbejde på dets område, er optaget i et offentligt register, der er etableret og føres under den kompetente myndigheds ansvar.

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

Registeret skal regelmæssigt ajourføres. Det skal være offentligt tilgængeligt.

5. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber kun har fuldmægtige ansat, som er optaget på de i stk. 4 omhandlede offentlige registre.

6. Medlemsstaterne kan tillade den kompetente myndighed at henlægge ansvaret for at etablere og føre det i stk. 4 omhandlede offentlige register og overvåge fuldmægtiges opfyldelse af kravene i stk. 4 til en institution, der opfylder betingelserne i artikel 45, stk. 2.

Artikel 22

Transaktioner med godkendte modparter

1. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber, der har tilladelse til at udføre ordrer for kunders regning og/eller handle for egen regning, kan gennemføre transaktioner med godkendte modparter uden at være forpligtet til at opfylde de forpligtelser efter artikel 18, 19 og 20 i dette direktiv, der gælder for sådanne transaktioner.
2. For at kunne gennemføre transaktioner i henhold til stk. 1 skal investeringsselskabet indhente den potentielle modparts bekræftelse af, at denne indvilliger i at blive behandlet som godkendt modpart. Bekræftelsen skal indhentes enten før eller under transaktionen eller i form af en generel aftale.
3. Medlemsstaterne skal som godkendte modparter i henhold til denne artikel samt artikel 13 og 39 anerkende investeringsselskaber, kreditinstitutter, forsikringsselskaber eller andre godkendte eller regulerede finansielle formidlere, der anses for sådanne efter fællesskabsretten, dog ikke investeringsinstitutter og disses administrationsselskaber eller pensionsfonde og disses administrationsselskaber.

Medlemsstaterne kan endvidere anerkende investeringsinstitutter og disses administrationsselskaber, pensionsfonde og disses administrationsselskaber samt andre selskaber, der opfylder forudfastsatte procentvise krav, herunder kvantitative tærskler, som godkendte modparter. I tilfælde af en transaktion, hvor de potentielle modparter befinder sig i forskellige medlemsstater, skal investeringsselskabet tage hensyn til det andet selskabs status som defineret ved lov eller forskrifter i den medlemsstat, hvor dette andet selskab er etableret.

Klassificering som godkendt modpart i henhold til andet afsnit anfægter ikke sådanne foretagenders ret til at anmode om at blive behandlet som kunder, hvis forretninger med investeringsselskabet skal være underlagt artikel 18, 19 og 20.

4. Medlemsstaterne sikrer, at transaktioner på det regulerede marked eller MHF'en eller over disses systemer, der foretages af brugere af eller deltagere i et reguleret marked eller en MHF, behandles som transaktioner mellem godkendte modparter.
5. For at sikre den ensartede anvendelse af stk. 1, 2 og 3 på baggrund af ændringer i markedspraksis og lette den faktiske gennemførelse af det indre marked kan Kommissionen efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, vedtage gennemførelsesbestemmelser vedrørende klassificeringen af godkendte modparter.

AFDELING 3

MARKEDETS GENNEMSIGTIGHED OG INTEGRITET

Artikel 23

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

1. Uden at dette berører fordelingen af ansvaret for at håndhæve Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF [om markedsmissbrug], overvåger den kompetente myndighed tillige investeringsselskabers aktiviteter for at sikre, at disse handler ærligt, loyalt og professionelt på en måde, der fremmer markedets integritet.
2. Medlemsstaterne kræver, at investeringsselskaber sørger for, at de relevante oplysninger om samtlige transaktioner med finansielle instrumenter, som de har foretaget enten for egen eller for en kundes regning, er tilgængelige for den kompetente myndighed i mindst fem år. Ved transaktioner gennemført for kunders regning skal listerne indeholde alle oplysninger og nærmere enkeltheder om kundens identitet samt de oplysninger, der kræves efter Rådets direktiv 1991/308/EØF²⁰.
3. Medlemsstaterne kræver, at investeringsselskaber, der foretager transaktioner med finansielle instrumenter, der er optaget til handel på et reguleret marked, indberetter de nærmere oplysninger om disse transaktioner til den kompetente myndighed i investeringsselskabets hjemland. Denne forpligtelse gælder, uanset om transaktionerne har fundet sted på et reguleret marked eller ej.
4. Indberetningerne skal tilsendes den kompetente myndighed så hurtigt som muligt og senest ved afslutningen af den følgende arbejdsdag. Indberetningerne skal oplyse om det købte/solgte instrument, handelspoststørrelse, dato og tidspunkt for køb og salg samt kurser. De skal identificere den part, der foretog transaktionen, samt angive, gennem hvilket marked, handelssystem eller andet medium transaktionen har fundet sted.
5. Medlemsstaterne foreskriver, at disse indberetninger foretages til den kompetente myndighed enten af investeringsselskabet selv eller af det regulerede marked eller den MHF, over hvis systemer transaktionen er blevet gennemført. Hvis transaktioner på et reguleret marked eller en MHF indberettes direkte til den kompetente myndighed af det regulerede marked eller MHF'en, kan der ses bort fra investeringsselskabets forpligtelse i henhold til stk. 3.
6. For at sikre, at foranstaltningerne til beskyttelse af markedets integritet ændres under hensyntagen til den tekniske udvikling på de finansielle markeder, og sikre den ensartede anvendelse af stk. 1-5 kan Kommissionen efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, vedtage gennemførelsesbestemmelser, som foreskriver metoder og systemer til brug for indberetning af finansielle transaktioner, indberetningernes form og indhold, samt hvorledes indberetningerne skal videregives til de kompetente myndigheder i andre medlemsstater.

¹⁹ EFT L

²⁰ EFT L 166, 28.6.1991, s. 77.

Artikel 24
Overvågning af handelen på eller over en MHF

1. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber, der driver en MHF, indfører fyldestgørende og effektive ordninger, der kan lette den effektive og løbende overvågning af transaktioner foretaget på eller over faciliteten, for at kunne påvise ulovlige handelsvilkår eller ulovlig adfærd, der kan tænkes at indebære markedsmisbrug.

Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber i henhold til disse ordninger straks meddeler den kompetente myndighed de i medfør af første afsnit indsamlede oplysninger og på enhver måde bistår den kompetente myndighed i efterforskningen og forfølgelsen af markedsmisbrug, der er opstået på eller over MHF'en.

2. For at fremme en ordnet og effektiv overvågning af handelen på MHF'er og opretholde fuld markedsintegritet og sikre den ensartede anvendelse af stk. 1 vedtager Kommissionen efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser, som definerer de i første afsnit omhandlede ordninger.

Artikel 25
Investeringselskabers forpligtelse til at offentliggøre faste købs- og salgskurser

1. Medlemsstaterne kræver, at investeringsselskaber, som har tilladelse til at handle for egen regning, offentliggør en fast købs- og salgskurs for de for privatkunder sædvanlige handelspoststørrelser i aktier, selskabet handler med, såfremt disse aktier er optaget til handel på et reguleret marked, og såfremt markedet for disse aktier er likvidt.

Medlemsstaterne kræver, at de i første afsnit omhandlede investeringsselskaber handler med andre investeringsselskaber og godkendte modparter til de offentliggjorte kurser, medmindre andet er begrundet i berettigede forretningsmæssige hensyn til den endelige afvikling af transaktionen.

2. Medlemsstaterne foreskriver, at der ses bort fra den i stk. 1 fastsatte forpligtelse, når der er tale om investeringsselskaber, der ikke i væsentligt omfang - regelmæssigt eller kontinuerligt – forbedrer den eller de pågældende aktiers likviditet.
3. Medlemsstaterne sikrer, at de i stk. 1 omhandlede købs- og salgskurser offentliggøres vederlagsfrit, regelmæssigt eller løbende inden for almindelig åbningstid på en for andre markedsdeltagere let tilgængelig måde.

Den kompetente myndighed kontrollerer, at offentliggjorte kurser afspejler markedsvilkårene for den pågældende aktie, og at investeringsselskabet regelmæssigt ajourfører de købs- og salgskurser, som det offentliggør i henhold til stk. 1.

4. For at sikre den ensartede anvendelse af stk. 1, 2 og 3 på en måde, der understøtter den effektive værdiansættelse af aktier og maksimerer investeringsselskabernes mulighed for at opnå den for deres kunder bedste handel, vedtager Kommissionen efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser, som
 - (a) nærmere angiver de for en privatkunde sædvanlige handelspoststørrelser, for hvilke investeringsselskabet skal offentliggøre faste købs- og salgskurser

- (b) fastlægger de aktier eller aktietyper, for hvilke der er tilstrækkelig likviditet til at muliggøre håndhævelsen af forpligtelsen i henhold til stk. 1
- (c) fastlægger, hvilke typer investeringsselskaber der i medfør af stk. 2 fritages fra forpligtelsen i henhold til stk. 1
- (d) nærmere angiver de måder, hvorpå investeringsselskaber kan opfylde deres forpligtelser i henhold til stk. 3, nemlig bl.a.:
 - i) gennem de faciliteter, der findes på et reguleret marked, der har optaget det pågældende instrument til handel
 - ii) gennem tredjemand
 - iii) gennem ordninger for handler med egenbeholdninger.

Artikel 26

Investeringselskabers videregivelse af oplysninger efter handelen

1. Medlemsstaterne kræver, at investeringsselskaber, som enten for egen eller for kunders regning gennemfører transaktioner med aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked, uden om et reguleret markeds eller en MHF's regler og systemer, offentliggør omfang, kurser og tidspunkt for transaktionerne. Disse oplysninger skal straks på en let tilgængelig måde eller på rimelige forretningsmæssige vilkår bringes til andre markedsdeltageres kundskab.
2. Den kompetente myndighed sikrer, at de oplysninger, der offentliggøres i henhold til stk. 1, og fristerne for oplysningernes offentliggørelse opfylder krav, der er fastsat i medfør af artikel 42. Hvis de i medfør af artikel 42 fastsatte bestemmelser giver mulighed for at udsætte indberetningen for visse kategorier af aktietransaktioner, gælder denne mulighed tilsvarende for sådanne transaktioner, når de gennemføres uden om regulerede markeds eller MHF's regler og systemer.
3. For at sikre markedernes gennemsigtige og ordnede funktion og den ensartede anvendelse af stk. 1 vedtager Kommissionen efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser, som
 - (a) nærmere angiver de måder, hvorpå investeringsselskaber kan opfylde deres forpligtelser i henhold til stk. 1, nemlig bl.a.:
 - (i) gennem de faciliteter, der findes på et reguleret marked, der har optaget det pågældende instrument til handel
 - (ii) gennem tredjemand eller
 - (iii) gennem ordninger for handler med egenbeholdninger
 - (b) tydeliggør den i stk. 1 fastsatte forpligtelse, der gælder for transaktioner, hvor aktier anvendes til sikkerhedsstillelse, lån eller andre formål, hvor aktietransaktionen bestemmes af andre forhold end aktiens øjeblikkelige markedsværdi.

Artikel 27
Gennemsigtighedskrav til MHF'er før handelen

1. Medlemsstaterne kræver, at investeringsselskaber, der driver en MHF, offentliggør de omhandlede aktuelle købs- og salgskurser, som annonceres gennem selskabernes systemer for aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked. Medlemsstaterne foreskriver, at disse oplysninger altid skal være tilgængelige for offentligheden på rimelige forretningsmæssige vilkår inden for facilitetens almindelige åbningstid.
2. Den kompetente myndighed sikrer, at MHF'ers indberetninger før handelen opfylder samme krav til indhold og offentliggørelsestidspunkt og -metoder som dem, der gælder i medfør af artikel 41 for indberetninger om transaktioner med de samme instrumenter på et reguleret marked.

De kompetente myndigheder lader tillige de i stk. 1 omhandlede forpligtelser med hensyn til MHF'ers handelsmetoder bortfalde, når de samme handelsmetoder i henhold til artikel 41 er fritaget, hvis de anvendes af regulerede markeder.

Artikel 28
Gennemsigtighedskrav til MHF'er efter handelen

1. Medlemsstaterne kræver, at investeringsselskaber, der driver en MHF, offentliggør kurser, omfang og tidspunkt for transaktioner gennemført efter facilitetens regler og systemer med aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked. Medlemsstaterne kræver, at de nærmere oplysninger om alle sådanne transaktioner offentliggøres på rimelige forretningsmæssige vilkår og så tæt på realtiden som muligt.
2. Den kompetente myndighed sikrer, at oplysninger efter handelen opfylder samme krav til indhold og offentliggørelsestidspunkt og -metoder som dem, der i medfør af artikel 42 gælder for transaktioner med aktier på et reguleret marked.

Kapitel III
INVESTERINGSSKABERS RETTIGHEDER

Artikel 29
Fri udveksling af tjenesteydelser

1. Medlemsstaterne sikrer, at ethvert investeringsselskab, der i henhold til dette direktiv har fået tilladelse af en anden medlemsstats kompetente myndigheder og er underlagt disse myndigheders tilsyn, frit kan yde investeringsservice og præstere accessoriske tjenesteydelser på deres område, under forudsætning af at disse tjenesteydelser er omfattet af tilladelsen. Medlemsstaterne må ikke stille yderligere krav til et sådant investeringsselskab på de områder, der er omfattet af dette direktiv.
2. Ethvert investeringsselskab, der for første gang ønsker at præstere tjenesteydelser på en anden medlemsstats område eller ønsker at ændre udvalget af de således udbudte ydelser, meddeler hjemlandets kompetente myndigheder:
 - (a) i hvilken medlemsstat selskabet har til hensigt at udøve virksomhed

- (b) en driftsplan, hvori det bl.a. angives, hvilken investeringsservice og hvilke accessoriske tjenesteydelser det har til hensigt at udføre, og om selskabet har til hensigt at ansætte fuldmægtige i de medlemsstater, hvor det påtænker at præstere tjenesteydelser.
- 3. Hjemlandets kompetente myndighed fremsender senest én måned efter modtagelsen af oplysningerne disse til den kompetente myndighed i værtslandet. Investeringselskabet kan herefter påbegynde udførelsen af den pågældende investeringsservice eller de pågældende tjenesteydelser i værtslandet.
- 4. I tilfælde af ændring af en oplysning, der er givet meddelelse om efter stk. 2, underretter investeringsselskabet skriftligt den kompetente myndighed i hjemlandet herom mindst en måned, før den foretages. Den kompetente myndighed i hjemlandet underretter den kompetente myndighed i værtslandet om disse ændringer.
- 5. Medlemsstaterne tillader uden yderligere retlige eller administrative betingelser MHF'er fra andre medlemsstater at etablere passende ordninger på deres område for at gøre det lettere for fjernbrugere eller –deltagere, der er etableret dér, at få adgang til og bruge deres systemer.

Artikel 30 *Oprettelse af en filial*

- 1. Medlemsstaterne sikrer, at der kan udføres investeringsservice og accessoriske tjenesteydelser på deres område ved, at der oprettes en filial af et investeringsselskab, under forudsætning af at disse tjenesteydelser er omfattet af den tilladelse, hjemlandet har meddelt investeringsselskabet.

Medlemsstaterne må ikke stille yderligere krav til filialens organisation og drift på de områder, der er omfattet af dette direktiv, ud over de krav, der er tilladt i henhold til stk. 7.
- 2. Medlemsstaterne kræver, at ethvert investeringsselskab, der ønsker at oprette en filial på en anden medlemsstats område, først giver hjemlandets kompetente myndighed meddelelse herom sammen med følgende oplysninger:
 - (a) i hvilke medlemsstater selskabet har til hensigt at etablere en filial
 - (b) en driftsplan, hvori det bl.a. angives, hvilke tjenesteydelser der skal tilbydes, filialens organisatoriske struktur, og om filialen har til hensigt at ansætte fuldmægtige
 - (c) en adresse i værtslandet, hvorfra dokumenter kan rekvireres
 - (d) navnene på filialens direktører.
- 3. Medmindre den kompetente myndighed i hjemlandet har grund til at betvivle, at det pågældende investeringsselskabs administrative strukturer og finansielle situation er sunde under hensyn til den påtænkte etablering, videresender den kompetente myndighed alle oplysningerne senest tre måneder efter modtagelsen heraf til den kompetente myndighed i værtslandet og underretter det berørte investeringsselskab herom.

4. Ud over de i stk. 2 omhandlede oplysninger sender den kompetente myndighed i hjemlandet oplysninger om den godkendte garantiordning, som investeringsselskabet deltager i i henhold til direktiv 97/9/EF, til den kompetente myndighed i værtslandet. I tilfælde af ændringer i oplysningerne underretter den kompetente myndighed i hjemlandet myndigheden i værtslandet herom.
5. Nægter den kompetente myndighed i hjemlandet at videresende oplysningerne til den kompetente myndighed i værtslandet, skal den begrunde dette afslag over for det berørte investeringsselskab senest tre måneder efter modtagelsen af samtlige oplysninger.
6. Så snart meddelelsen fra den kompetente myndighed i værtslandet foreligger, eller hvis denne myndighed senest to måneder fra datoen for meddelelsen fra den kompetente myndighed i hjemlandet ikke har givet nogen meddelelse, kan filialen oprettes og påbegynde sin virksomhed.
7. Den kompetente myndighed i værtslandet påtager sig ansvaret for at sikre, at de af filialen præsterede tjenesteydelser opfylder de forpligtelser, der er fastsat i artikel 12, stk. 7, og artikel 18 og i bestemmelser vedtaget i medfør heraf.

Den kompetente myndighed i værtslandet har ret til at gennemgå de foranstaltninger, filialen har truffet, at kræve de ændringer, der er strengt nødvendige for at gøre det muligt for den kompetente myndighed at håndhæve de nævnte forpligtelser i henhold til artikel 12, stk. 7, og artikel 18 samt bestemmelser vedtaget i medfør heraf.

8. Hver medlemsstat foreskriver, at når et investeringsselskab, der har fået tilladelse i en anden medlemsstat, har oprettet en filial på dens område, kan den kompetente myndighed i investeringsselskabets hjemland under udøvelsen af sit hverv og efter at have underrettet den kompetente myndighed i værtslandet herom selv eller gennem personer, der har fået instrukser med henblik herpå, udføre inspektion på stedet hos den pågældende filial.
9. I tilfælde af ændring af en oplysning, der er givet meddelelse om efter stk. 2, underretter investeringsselskabet skriftligt den kompetente myndighed i hjemlandet herom mindst en måned, før den foretages. Den kompetente myndighed i hjemlandet underretter den kompetente myndighed i værtslandet om disse ændringer.

Artikel 31

Adgang til regulerede markeder

1. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber fra andre medlemsstater, der har fået tilladelse til at udføre kundeordrer eller handle for egen regning, kan blive medlemmer af eller få adgang til regulerede markeder på deres område på en eller flere af følgende måder:
 - (a) direkte ved at oprette en filial i værtslandet
 - (b) indirekte ved at etablere et datterselskab i værtslandet eller erhverve et i værtslandet eksisterende selskab, der allerede er medlem af eller har adgang til deres regulerede markeder, og/eller

- (c) ved at blive fjernmedlemmer af eller få fjernadgang til det regulerede marked uden at skulle være etableret i hjemlandet for det regulerede marked, såfremt fysisk tilstedeværelse ifølge det pågældende markeds handelsprocedurer og – systemer ikke er nødvendig for at kunne gennemføre transaktioner på markedet.
- 2. Medlemsstaterne pålægger ikke investeringsselskaber, der udøver den rettighed, der tillægges dem ved stk. 1, yderligere reguleringsmæssige eller administrative krav på de af dette direktiv omfattede områder.
- 3. Den ved stk. 1 tillagte rettighed berører ikke investeringsselskabets forpligtelse til at opfylde eventuelle gennemsigtige og objektive forretningsmæssige kriterier, som det regulerede marked i henhold til artikel 39 eventuelt opstiller som betingelse for medlemskab eller adgang.

Artikel 32

Adgang til clearing- og afviklingsfaciliteter samt ret til at vælge afviklingssystem

- 1. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber fra andre medlemsstater har mulighed for at få direkte eller indirekte adgang til centrale modparts-, clearing- og afviklingssystemer på deres område med henblik på at afslutte transaktioner med finansielle instrumenter.

Medlemsstaterne sikrer, at disse investeringsselskabers adgang til sådanne faciliteter er underlagt de samme gennemsigtige og objektive forretningsmæssige kriterier som dem, der gælder for lokale deltagere. Medlemsstaterne må ikke begrænse anvendelsen af disse faciliteter til kun at omfatte clearing og afvikling af transaktioner med finansielle instrumenter, der gennemføres på et reguleret marked eller en MHF på deres område.
- 2. Medlemsstaterne sikrer, at regulerede markeder på deres område giver direkte og indirekte medlemmer og deltagere samt fjernmedlemmer og -deltagere ret til at vælge afviklingssystem for transaktioner med finansielle instrumenter på det regulerede marked, idet det dog forudsættes,
 - (a) at der består de nødvendige forbindelser og ordninger mellem det valgte afviklingssystem og ethvert andet system eller enhver anden facilitet til at sikre en effektiv og økonomisk afvikling af den pågældende transaktion, og
 - (b) at den kompetente myndighed, der er ansvarlig for det regulerede marked, er enig i, at de tekniske betingelser for afvikling af transaktioner på det regulerede marked gennem et andet afviklingssystem end det, der er valgt af det regulerede marked, er egnede til at sikre de finansielle markeders gnidningsløse og ordnede funktion.
- 3. Investeringsselskabers rettigheder i henhold til stk. 1 og 2 berører ikke den ret, operatører af centrale modparts-, clearing- eller værdipapirafviklingssystemer har til af berettigede forretningsmæssige årsager at nægte at stille de ønskede ydelser til rådighed.
- 4. For at sikre den ensartede anvendelse af stk. 1, 2 og 3 vedtager Kommissionen efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser, som tydeliggør:

- (a) arten af de tekniske forbindelser mellem de afviklingssystemer, der er valgt af investeringsselskaber, og andre systemer og faciliteter, der er nødvendige for at sikre en effektiv og økonomisk afvikling af transaktioner, samt betingelserne for, at disse forbindelser kan anses for egnede til at opfylde formålene med denne artikel
- (b) de overvejelser, en kompetent myndighed har ret til at tage hensyn til ved vurderingen af, om afviklingen af transaktioner på et reguleret marked gennem et andet værdipapirafviklingssystem end det, der er valgt af det regulerede marked, vil kunne forstyrre finansmarkedernes gnidningsløse og ordnede funktion.

AFSNIT III REGULEREDE MARKEDER

Artikel 33 Tilladelse og lovvalg

1. Medlemsstaterne meddeler alene de foretagender på deres område, som opfylder bestemmelserne i dette afsnit, tilladelse til at udøve virksomhed som et reguleret marked.

Den kompetente myndighed meddeler alene en sådan tilladelse, såfremt myndigheden er overbevist om, at både markedsoperatøren og det regulerede markeds regler og systemer opfylder kravene i dette afsnit.

2. Medlemsstaterne kræver, at det regulerede marked udfører de opgaver, der er forbundet med dets organisering og drift, under den kompetente myndigheds tilsyn og ansvar. Medlemsstaterne sikrer, at de kompetente myndigheder løbende kontrollerer regulerede markeders overholdelse af bestemmelserne i dette afsnit.
3. Uden at foregribe eventuelle relevante bestemmelser i direktiv 2002/..EF [om markedsmissbrug] er transaktioner udført efter det regulerede markeds regler og systemer underlagt de offentligretlige regler i det regulerede markeds hjemland.
4. Medlemsstaterne kræver, at det regulerede marked giver den kompetente myndighed meddelelse om eventuelle påtænkte ændringer af de betingelser, hvorunder tilladelsen blev meddelt, eller af driftsplanen.

Den kompetente myndighed nægter at give tilladelse til de foreslåede ændringer, såfremt driftsplanen efter ændringerne ikke ville opfylde betingelserne i dette afsnit.

5. Medlemsstaterne foreskriver, at den kompetente myndighed kan inddrage en tilladelse, der er givet til et reguleret marked, såfremt manglende overholdelse af bestemmelserne i dette afsnit har ført til eller kan føre til påviselig og væsentlig forstyrrelse af den sunde og forsigtige forvaltning af det regulerede marked eller af de finansielle markeders gnidningsløse og ordnede funktion.

Artikel 34
Krav til markedsoperatøren

1. Medlemsstaterne kræver, at markedsoperatøren har et tilstrækkeligt godt omdømme og tilstrækkelige erfaringer til at sikre en sund og forsigtig forvaltning af det regulerede marked. Medlemsstaterne kræver tillige, at det regulerede marked underretter den kompetente myndighed om enhver udskiftning af de personer, der faktisk leder det regulerede markeds forretninger.

Den kompetente myndighed nægter at godkende foreslåede personaleændringer hos markedsoperatøren, såfremt der er objektive og påviselige grunde til at tro, at disse ændringer vil true den sunde og forsigtige forvaltning af det regulerede marked.

2. Medlemsstaterne sikrer, at markedsoperatøren har ansvaret for især at sikre, at det regulerede marked opfylder alle krav i dette afsnit.
3. Medlemsstaterne kræver, at markedsoperatøren på tidspunktet for meddelelsen af tilladelsen og derefter råder over tilstrækkelige finansielle ressourcer til at lette det regulerede markeds ordnede funktion under hensyntagen til arten og omfanget af de transaktioner, der gennemføres på det regulerede marked, og til arten og omfanget af de risici, det regulerede marked er udsat for.
4. For at sikre den ensartede anvendelse af stk. 3 vedtager Kommissionen efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, og under hensyntagen til eventuelle andre ordninger, det regulerede marked måtte anvende for at mindske de risici, det er udsat for, gennemførelsesbestemmelser til fastlæggelse af størrelsen af de økonomiske ressourcer, en markedsoperatør skal råde over.
5. Markedsoperatører, som af den kompetente myndighed i deres hjemland anerkendes som opfyldende stk. 1, anses for at opfylde disse krav, når de ansøger om tilladelse til at etablere et reguleret marked i en anden medlemsstat.

Artikel 35
Krav vedrørende personer, der udøver faktisk kontrol over det regulerede marked

1. Medlemsstaterne kræver, at personer, der er i en situation, hvor de direkte eller indirekte kan udøve faktisk kontrol over det regulerede marked, er hæderlige og egnede.
2. Medlemsstaterne kræver, at det regulerede marked
 - (a) giver den kompetente myndighed og offentligheden oplysninger om sin ejerstruktur og især om, hvem der eventuelt er i en situation, hvor de kan kontrollere driften af det regulerede marked, og størrelsen af deres interesser
 - (b) underretter den kompetente myndighed og offentligheden om eventuelle ejerskift, hvorved identiteten af de personer, der faktisk udøver kontrol, ændres.
3. Den kompetente myndighed nægter at godkende foreslåede ændringer af det regulerede markeds kontrollerende interesser, hvis der er objektive og påviselige

grunde til at tro, at disse ændringer ville true den sunde og forsigtige forvaltning af det regulerede marked.

Artikel 36 *Organisatoriske krav*

Medlemsstaterne kræver, at det regulerede marked

- (a) har indført ordninger med henblik på klart at kunne påvise og håndtere de potentielle ugunstige følger for det regulerede markeds eller dets deltagers funktion af eventuelle interessekonflikter mellem på den ene side det regulerede marked, dets ejere eller dets operatør og på den anden side det regulerede markeds sunde funktion, især når sådanne interessekonflikter kan være til skade for udøvelsen af eventuelle hverv, som den kompetente myndighed måtte have henlagt til det regulerede marked
- (b) er tilstrækkeligt rustet til at styre de risici, markedet udsættes for, anvender fyldestgørende ordninger og systemer med henblik på at påvise alle væsentlige risici for markedets drift og har indført effektive foranstaltninger til at mindske disse risici
- (c) har indført ordninger med henblik på sund teknisk forvaltning af systemet, bl.a. ved at etablere effektive nødsystemer for at kunne håndtere risikoen for systemfejl
- (d) har indført gennemsigtige og faste regler og procedurer, der muliggør en effektiv ordreudførelse efter objektive kriterier, således at markedsdeltagerne opnår den bedst mulige kurs på markedet på det pågældende tidspunkt i betragtning af størrelsen af deres interesser. Disse regler og procedurer skal forhåndsgodkendes af den kompetente myndighed i hjemlandet
- (e) har iværksat effektive ordninger, der kan lette en effektiv og rettidig afslutning af de transaktioner, der foretages efter markedets regler og systemer.

Artikel 37 *Finansielle instrumenters optagelse til handel*

1. Medlemsstaterne sikrer, at de regulerede markeder har klare og gennemsigtige regler for finansielle instrumenters optagelse til handel. Medlemsstaterne kræver, at reglerne bliver godkendt af den kompetente myndighed under hensyntagen til alle gennemførelsesbestemmelser, der vedtages i medfør af stk. 6.

Reglerne skal sikre, at eventuelle finansielle instrumenter, der optages til handel på et reguleret marked, er blevet udstedt på en måde, der fremmer deres frie omsættelighed samt den frie handel med disse instrumenter på rimelige, regulære og effektive betingelser.

2. Er der tale om derivater, skal reglerne særlig sikre, at derivatkontrakten udformes på en måde, der sikrer dels en korrekt kursdannelse såvel på derivatmarkedet som på det underliggende marked, dels effektive afviklingsbetingelser.

3. Ud over de i stk. 1 og 2 fastsatte forpligtelser kræver medlemsstaterne, at det regulerede marked indfører og opretholder effektive ordninger med henblik på at kontrollere, at udstedere af værdipapirer, som det overvejes at optage til handel, opfylder deres fællesskabsretlige forpligtelser til indledningsvis, løbende eller på ad hoc-basis at videregive finansielle oplysninger.

Den kompetente myndighed sikrer, at det regulerede marked indfører ordninger, som gør det lettere for dets medlemmer og deltagere at få adgang til oplysninger, der er blevet offentliggjort i henhold til fællesskabsretten.

4. Medlemsstaterne sikrer, at de regulerede markeder har indført de nødvendige ordninger for regelmæssigt at kontrollere, at de finansielle instrumenter, der er optaget til handel, opfylder optagelseskravene.
5. Medlemsstaterne foreskriver, at når først et værdipapir, der er udstedt på deres område, er optaget til handel på et reguleret marked, kan det efterfølgende optages til handel på andre regulerede markeder uden udstederens samtykke. Det regulerede marked skal oplyse udstederen om, at hans værdipapirer handles på det pågældende regulerede marked. Udstederen er ikke forpligtet til direkte at give et reguleret marked, der har optaget hans værdipapirer til handel uden hans samtykke, de i stk. 3 omhandlede oplysninger.
6. For at sikre den ensartede anvendelse af stk. 1-5 vedtager Kommissionen efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser, som
 - (a) angiver de kendetegn ved forskellige værdipapirtyper, som skal indgå i det regulerede markeds vurdering af, om et finansielt instrument er udstedt på en måde, der opfylder betingelserne i stk. 1, andet afsnit, for optagelse til handel på de forskellige markedssegmenter, som det regulerede marked driver
 - (b) tydeliggør de ordninger, det regulerede marked skal anvende for at kunne anses for at have opfyldt sin forpligtelse til at kontrollere, om udstederen af et værdipapir opfylder sine fællesskabsretlige forpligtelser til indledningsvis, løbende eller på ad hoc-basis at videregive finansielle oplysninger.

Artikel 38

Suspension af handelen – fjernelse af instrumenter fra handelen

1. Uden at dette berører den kompetente myndigheds ret til i henhold til artikel 46, stk. 1, litra j) og k), at kræve suspension af handelen med et instrument eller fjernelse af dette instrument fra handelen, kan det regulerede marked gøre dette i forbindelse med instrumenter, der ikke længere opfylder markedets regler, medmindre der er sandsynlighed for, at et sådant skridt vil vise sig at være til skade for investorinteresser eller markedets ordnede funktion.

Medlemsstaterne sikrer, at et reguleret marked, som suspenderer handelen med et finansielt instrument eller fjerner det fra handelen, offentliggør denne beslutning og meddeler den kompetente myndighed de relevante oplysninger. Den kompetente myndighed skal underrette de kompetente myndigheder i andre medlemsstater om dette forhold.

2. En kompetent myndighed, der kræver suspension af handelen med et finansielt instrument eller fjernelse af dette fra handelen på et eller flere regulerede markeder, skal straks offentliggøre sin beslutning og underrette de kompetente myndigheder i andre medlemsstater herom.

Artikel 39

Adgang til det regulerede marked

1. Medlemsstaterne kræver, at det regulerede marked fastsætter og opretholder gennemsigtige regler baseret på objektive forretningsmæssige kriterier om adgang til eller medlemskab af det regulerede marked. Reglerne skal nærmere angive eventuelle forpligtelser for medlemmerne eller deltagerne, der måtte opstå som følge af:
 - (a) etableringen og driften af det regulerede marked
 - (b) reglerne for transaktioner på markedet
 - (c) faglige standarder, der pålægges ansatte, der opererer på og sammen med markedet
 - (d) reglerne og procedurerne for clearing og afvikling af transaktioner gennemført på det regulerede marked.

Medlemsstaterne sikrer tillige, at de regulerede markeder indfører effektive ordninger for at overvåge medlemmernes og deltagernes fortsatte overholdelse af disse regler.

2. Medlemsstaterne sikrer, at de regulerede markeder begrænser medlemskab af eller adgang til markederne til godkendte modparter som omhandlet i artikel 22, stk. 3.
3. Medlemsstaterne sikrer, at reglerne for adgang til eller medlemskab af det regulerede marked giver investeringsselskaber mulighed for direkte eller indirekte deltagelse samt fjerdeltagelse.
4. Uden at stille yderligere retlige eller forskriftsmæssige krav giver medlemsstaterne regulerede markeder fra andre medlemsstater mulighed for at indføre passende ordninger på deres område, der kan lette de på deres område etablerede fjernmedlemmers eller –deltageres adgang til og mulighed for at handle på dette marked.
5. Medlemsstaterne kræver, at det regulerede marked regelmæssigt tilstiller sin kompetente myndighed en liste over medlemmer og deltagere.

Artikel 40

Overvågning af handelen på regulerede markeder

1. Medlemsstaterne sikrer, at de regulerede markeder indfører og opretholder effektive ordninger og procedurer med henblik på regelmæssig overvågning af transaktioner foretaget af deres medlemmer eller deltagere efter deres regler og systemer for at

kunne påvise brud på disse regler, ulovlige handelsvilkår eller adfærd, der kan indebære markedsmisbrug.

2. Medlemsstaterne kræver, at regulerede markeder indberetter tilsidesættelser af deres regler eller lovmæssige forpligtelser vedrørende markedsintegritet til den kompetente myndighed. Medlemsstaterne kræver tillige, at det regulerede marked straks meddeler den kompetente myndighed de relevante oplysninger og på enhver måde bistår den kompetente myndighed i efterforskningen og retsforfølgelsen af markedsmisbrug, der er opstået på det regulerede marked eller over dets systemer.

Artikel 41

Gennemsigtighedskrav til regulerede markeder før handelen

1. Medlemsstaterne kræver, at de regulerede markeder offentliggør de aktuelle købs- og salgskurser, som annonceres gennem deres systemer for aktier, der er optaget til handel. Medlemsstaterne kræver, at disse oplysninger altid skal være tilgængelige for offentligheden på rimelige forretningsmæssige vilkår inden for almindelig åbningstid.

Medlemsstaterne kræver tillige, at de regulerede markeder gennem de samme ordninger som dem, der anvendes ved offentliggørelsen af de i første afsnit omhandlede oplysninger, offentliggør de af investeringsselskaber i medfør af artikel 25 oplyste faste købs- og salgskurser for aktier, de regulerede markeder har optaget til handel.

2. Medlemsstaterne foreskriver, at de kompetente myndigheder skal kunne se bort fra de regulerede markeders forpligtelse til at offentliggøre de i stk. 1 omhandlede oplysninger for så vidt angår transaktioner af meget stort omfang i forhold til den normale markedsstørrelse for den pågældende aktie eller aktietype.
3. For at sikre den ensartede anvendelse af stk. 1 og 2 vedtager Kommissionen efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser om:
 - (a) hvilke købs-, salgs- eller prisstillerkurser, der skal offentliggøres sammen med oplysning om dybden af handelsinteressen ved disse kurser
 - (b) typer af ordrer eller prisstillerkurser, der skal offentliggøres
 - (c) omfang eller art af de transaktioner, for hvilke der i henhold til stk. 2 kan ses bort fra kravet om offentliggørelse af oplysninger før handelen
 - (d) anvendeligheden af stk. 1 og 2 på handelsmetoder, der anvendes af regulerede markeder, som gennemfører transaktioner efter deres regler under henvisning til kurser, der er fastsat uden om det regulerede markeds regler og systemer eller ved periodiske auktioner
 - (e) fyldestgørende ordninger til sikring af, at oplysningerne offentliggøres på rimelige forretningsmæssige vilkår.

Artikel 42
Gennemsigtighedskrav til regulerede markeder efter handelen

1. Medlemsstaterne kræver, at regulerede markeder offentliggør kurser, omfang og tidspunkt for transaktioner gennemført efter deres regler og systemer med aktier, som de har optaget til handel. Medlemsstaterne kræver, at de nærmere oplysninger om alle sådanne transaktioner offentliggøres på rimelige forretningsmæssige vilkår og så tæt på realtiden som muligt.

Medlemsstaterne kræver endvidere, at regulerede markeder gennem de ordninger, der anvendes for at offentliggøre de i første afsnit omhandlede oplysninger, offentliggør nærmere oplysninger om transaktioner med aktier, som de har optaget til handel, og som investeringsselskaber i henhold til artikel 26 har indberettet til dem.

2. Medlemsstaterne foreskriver, at den kompetente myndighed kan tillade de regulerede markeder at indføre bestemmelser om udsættelse af offentliggørelsen af de nærmere oplysninger om transaktioner af meget stort omfang i forhold til den normale markedsstørrelse for den pågældende aktie eller aktietype. Den kompetente myndighed skal forhåndsgodkende de foreslåede bestemmelser om udsættelse af offentliggørelsen af handler og sikre, at markedsdeltagere og investorer klart oplyses om disse bestemmelser.

3. For at sikre de finansielle markeders effektive og ordnede funktion og den ensartede anvendelse af stk. 1 og 2 vedtager Kommissionen efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser vedrørende:

- (a) rækkevidden og indholdet af de oplysninger, der skal offentliggøres
- (b) betingelserne for, at et reguleret marked kan indføre bestemmelser om udsættelse af offentliggørelsen af handler, og vedrørende de transaktionsstørrelser eller aktietyper, for hvilke det er tilladt at udsætte offentliggørelsen
- (c) fyldestgørende ordninger til sikring af, at oplysningerne offentliggøres på rimelige forretningsmæssige vilkår.

Artikel 43
Bestemmelser om clearingordninger

1. Medlemsstaterne foreskriver, at regulerede markeder har ret til at indgå passende aftaler med en central modpart eller clearinginstitution i en anden medlemsstat med henblik på fornyelse eller netting af nogle eller samtlige handler, som er afsluttet af markedsdeltagere efter de regulerede markeders regler og systemer.
2. Den kompetente myndighed for et reguleret marked må ikke modsætte sig anvendelse af en central modpart eller clearinginstitution i en anden medlemsstat, medmindre det kan godtgøres, at dette er nødvendigt for at sikre det regulerede markeds ordnede funktion.

Artikel 44
Liste over regulerede markeder

Hver medlemsstat opstiller en liste over de regulerede markeder, som den er hjemland for, og meddeler de øvrige medlemsstater og Kommissionen denne liste. Der skal på samme måde gives underretning om enhver ændring i denne liste. Kommissionen offentliggør en liste over alle regulerede markeder i *De Europæiske Fællesskabers Tidende* og ajourfører listen mindst en gang om året.

AFSNIT IV
KOMPETENTE MYNDIGHEDER

Kapitel I
UDPEGNING, BEFØJELSER, RESSOURCER
OG PROCEDURER FOR TVISTBILÆGGELSE

Artikel 45
Udpegning af kompetente myndigheder

1. Hver medlemsstat skal udpege en kompetent myndighed til at varetage hver af de opgaver, der er fastlagt i de forskellige bestemmelser i dette direktiv. Medlemsstaterne underretter Kommissionen om, hvilken kompetent myndighed der er ansvarlig for håndhævelsen af hver enkelt opgave med angivelse af eventuel opgavefordeling.

Kommissionen offentliggør en liste over kompetente myndigheder i *De Europæiske Fællesskabers Tidende* og ajourfører listen mindst en gang om året.

2. De i stk. 1 omhandlede kompetente myndigheder skal være offentlige myndigheder, hvilket dog ikke udelukker muligheden for at uddelegere hvervet til andre foretagender, hvis denne mulighed udtrykkeligt er fastsat.

En sådan uddelegering kan kun finde sted, hvis der er fastsat en klart defineret og dokumenteret ramme for udøvelsen af eventuelle uddelegerede hverv. Før uddelegeringen skal de kompetente myndigheder sikre, at den institution, til hvilken hvervet skal henlægges, har kapacitet og ressourcer til at udøve hvervet effektivt og har indført de nødvendige ordninger for klart at kunne påvise og undgå de potentielle negative virkninger af en eventuel interessekonflikt mellem udøvelsen af det uddelegerede hverv og eventuelle andre ejendomsretlige eller forretningsmæssige interesser.

De kompetente myndigheder skal regelmæssigt kontrollere disse ordningers effektivitet. De skal i sidste instans være ansvarlige for at sikre, at de bestemmelser, der vedtages i medfør af dette direktiv, gennemføres.

3. Hvis en medlemsstat udpeger mere end én kompetent myndighed til at håndhæve en bestemmelse i dette direktiv, skal deres respektive roller klart afgrænses, ligesom de skal samarbejde tæt.

Hver medlemsstat sikrer, at et sådant samarbejde også finder sted mellem de kompetente myndigheder i henhold til dette direktiv og de kompetente myndigheder i den pågældende medlemsstat, der fører tilsyn med kreditinstitutter og andre finansieringsinstitutter og med forsikringsselskaber.

Medlemsstaterne sikrer, at disse myndigheder udveksler alle oplysninger, der er væsentlige eller relevante for udøvelsen af deres hverv.

Artikel 46

Beføjelser, der skal tillægges kompetente myndigheder

1. Medlemsstaterne sikrer, at de kompetente myndigheder tillægges alle de tilsyns-, undersøgelses- og håndhævelsesbeføjelser, der er nødvendige for, at de kan udøve deres hverv. De kompetente myndigheder udøver disse beføjelser i henhold til national lovgivning enten direkte eller eventuelt i samarbejde med andre myndigheder, herunder retsmyndigheder.

Medlemsstaterne sikrer navnlig, at de kompetente myndigheder mindst har ret til

- (a) at få adgang til ethvert dokument i enhver form
- (b) at indhente yderligere oplysninger fra enhver person, ethvert investeringsselskab og ethvert reguleret marked og om nødvendigt indkalde og afhøre en person for at skaffe sig oplysninger
- (c) at gennemføre kontrolundersøgelser på stedet
- (d) at kræve oplysninger om telefonsamtaler og datatrafik
- (e) at kræve, at en praksis, der er i strid med de bestemmelser, der fastsættes i medfør af dette direktiv, bringes til ophør
- (f) at kræve fastfrysning og/eller beslaglæggelse af aktiver
- (g) at kræve midlertidigt forbud nedlagt mod erhvervsvirksomhed
- (h) at kræve, at godkendte foretagenders revisorer fremlægger oplysninger
- (i) at fastsætte enhver type foranstaltning, der kan sikre, at godkendte foretagender fortsat opfylder kravene efter loven
- (j) at kræve suspension af handelen med et finansielt instrument
- (k) at kræve fjernelse af et finansielt instrument fra handelen, enten på et reguleret marked eller over andre handelssystemer
- (l) at begære forbud eller påbud ved retterne og træffe andre foranstaltninger til at sikre efterkommelse af disse reguleringsmæssige, administrative og undersøgelsesmæssige beføjelser
- (m) at anvende administrative sanktioner
- (n) at iværksætte eller henvise sager til strafferetlig forfølgelse.

2. Medlemsstaterne sikrer, at de kompetente myndigheder har de nødvendige ressourcer til at udøve deres hverv, og at disse myndigheders personale opfylder faglige standarder og er underlagt egnede interne procedurer/adfærdskodekser, som især sikrer beskyttelse af personlige data, en retfærdig sagsbehandling og overholdelse af tavshedspligten.

Artikel 47 *Sanktioner*

1. Uden at dette berører reglerne for inddragelse af tilladelse eller medlemsstaternes ret til at iværksætte strafferetlige sanktioner, sikrer medlemsstaterne i henhold til national lovgivning, at de kompetente myndigheder træffer fyldestgørende administrative foranstaltninger eller pålægger de ansvarlige personer administrative sanktioner, såfremt de bestemmelser, der vedtages i medfør af dette direktiv, ikke overholdes. Medlemsstaterne sikrer, at disse foranstaltninger er effektive, rimelige og præventive.
2. Medlemsstaterne vedtager de sanktioner, der skal iværksættes i tilfælde af manglende samarbejde under en undersøgelse.
3. Medlemsstaterne foreskriver, at den kompetente myndighed kan meddele offentligheden, hvilke foranstaltninger eller sanktioner der vil blive iværksat ved overtrædelse af bestemmelser, der vedtages i medfør af dette direktiv, medmindre det vil kunne skade de finansielle markeder eller forvolde de involverede parter uforholdsmæssig stor skade.

Artikel 48 *Klageret*

1. Medlemsstaterne sikrer, at enhver afgørelse, der træffes i henhold til love eller administrative bestemmelser, der er vedtaget i overensstemmelse med dette direktiv, er begrundet og kan prøves ved domstolene. Dette gælder også, hvis der ikke er truffet nogen afgørelse senest seks måneder efter indgivelsen af en ansøgning om tilladelse, der indeholder alle de i henhold til gældende bestemmelser krævede oplysninger.
2. Med hensyn til den i stk. 1 omhandlede klageret foreskriver medlemsstaterne, at et eller flere af nedennævnte organer som fastsat i national lov i forbrugernes interesse kan indbringe en sag for den kompetente myndighed eller domstolene i henhold til national ret:
 - (a) offentlige organer eller disses repræsentanter
 - (b) forbrugerorganisationer, der har en legitim interesse i at beskytte forbrugerne
 - (c) faglige organisationer, der har en legitim interesse i at indbringe en sag for at beskytte forbrugerne.

Artikel 49
Udenretslig ordning for investorklager

1. Medlemsstaterne indfører effektive procedurer for klager og tvistbilæggelse med henblik på udenretslig afgørelse af forbrugertvister om investeringsservice og accessoriske tjenesteydelser, der er leveret af investeringsselskaber, og kan med henblik herpå eventuelt gøre brug af eksisterende institutioner.
2. Medlemsstaterne sikrer, at disse institutioner ikke ved lov eller forskrifter forhindres i at samarbejde effektivt om løsningen af grænseoverskridende tvister.

Artikel 50
Tjenstlig tavshedspligt

1. Medlemsstaterne sikrer, at alle, der arbejder eller har arbejdet for de kompetente myndigheder eller institutioner, til hvilke der er uddelegeret hverv i henhold til artikel 44, stk. 2, såvel som revisorer og eksperter, der har handlet på de kompetente myndigheders vegne, undergives tjenstlig tavshedspligt. Ingen af de fortrolige oplysninger, de modtager i forbindelse med deres hverv, må videregives til andre personer eller myndigheder, undtagen i summarisk eller sammenfattet form, således at enkelte investeringsselskaber ikke kan identificeres, medmindre der er tale om tilfælde, der er omfattet af straffelovgivningen.
2. Såfremt der er tale om et investeringsselskab, der er erklæret konkurs eller trådt i likvidation som følge af en domstolskendelse, kan fortrolige oplysninger, der ikke vedrører tredjemand, der er involveret i forsøg på at redde investeringsselskabet, videregives under en civil retssag.

Artikel 51
Forbindelser med revisorer

1. Medlemsstaterne foreskriver som et minimum, at enhver, der har fået tilladelse i henhold til Rådets direktiv 84/253/EØF²¹, og som i et investeringsselskab udøver de i artikel 51 i Rådets direktiv 78/660/EØF²², artikel 37 i direktiv 83/349/EØF eller artikel 31 i direktiv 85/611/EØF omhandlede hverv eller andet lovpligtigt hverv, har pligt til straks at indberette til de kompetente myndigheder ethvert forhold eller enhver afgørelse vedrørende selskabet, som han bliver vidende om under udøvelsen af dette hverv, og som kan
 - (a) udgøre et væsentligt brud på lovbestemmelser eller forskrifter, som fastsætter betingelserne for meddelelse af tilladelse, eller som særlig vedrører investeringsselskabers virksomhed
 - (b) påvirke investeringsselskabets kontinuerlige funktion
 - (c) føre til nægtelse af at påtage regnskaberne eller til, at der tages forbehold.

²¹ EFT L 126, 12.5.1985, s. 20.

²² EFT L 222, 14.8.1978, s. 11.

Den pågældende person er ligeledes forpligtet til at indberette ethvert forhold og enhver afgørelse, som han bliver vidende om under udøvelsen af et af de i første afsnit omhandlede hverv i en virksomhed, der som følge af et kontrolforhold har snævre forbindelser med det investeringsselskab, hvori han udøver dette hverv.

2. Hvis personer, der har fået tilladelse i henhold til direktiv 84/253/EØF, i god tro videregiver eventuelle forhold eller afgørelser som omhandlet i stk. 1 til de kompetente myndigheder, udgør dette ikke en tilsidesættelse af nogen kontraktlig eller lovmæssig begrænsning af retten til at videregive oplysninger, ligesom videregivelsen ikke på nogen måde vil være ansvarspådragende for de pågældende personer.

KAPITEL II

SAMARBEJDE MELLEM KOMPETENTE MYNDIGHEDER I FORSKELLIGE MEDLEMSSTATER

Artikel 52 *Pligt til at samarbejde*

1. Medlemsstaternes kompetente myndigheder samarbejder med hinanden på grundlag af deres beføjelser i henhold til dette direktiv eller national lovgivning, når det er nødvendigt for, at de kan udøve de i dette direktiv fastsatte hverv.

De kompetente myndigheder bistår de øvrige medlemsstaters kompetente myndigheder. De skal især udveksle oplysninger og samarbejde om undersøgelser.

2. Medlemsstaterne træffer de nødvendige administrative og organisatoriske foranstaltninger til at lette ydelsen af bistand som omhandlet i stk. 1.

De kompetente myndigheder skal kunne udøve deres beføjelser til at fremme samarbejde, selv i tilfælde, hvor den adfærd der undersøges, ikke udgør en overtrædelse af nogen gældende lovgivning i den pågældende medlemsstat.

3. Når en kompetent myndighed er overbevist om, at foretagender, der ikke er underlagt dens tilsyn, på en anden medlemsstats område udfører eller har udført handlinger, der er i strid med dette direktiv, skal denne kompetente myndighed give den kompetente myndighed i den anden medlemsstat en så nøjagtig meddelelse herom som muligt. Sidstnævnte myndighed træffer de nødvendige foranstaltninger. Den underretter den kompetente myndighed, der har givet meddelelsen, om resultatet og så vidt muligt om vigtige forhold i sagens videre forløb.

Artikel 53 *Samarbejde om undersøgelser*

1. En kompetent myndighed i en medlemsstat kan anmode den kompetente myndighed i en anden medlemsstat om at samarbejde om en kontrol på stedet eller en undersøgelse.

De myndigheder, som modtager anmodningen, skal inden for rammerne af deres beføjelser efterkomme denne ved

- (a) selv at foretage kontrollen
 - (b) at tillade, at de myndigheder, der har fremsat anmodningen, foretager kontrollen, eller
 - (c) at lade en revisor eller anden sagkyndig foretage kontrollen.
2. En kompetent myndighed, kan alene nægte at imødekomme en anmodning om samarbejde om en undersøgelse i henhold til stk. 1, såfremt
- (a) undersøgelsen kan bringe den pågældende medlemsstats suverænitet, sikkerhed eller grundlæggende retsprincipper i fare
 - (b) der allerede er indledt retsforfølgning med hensyn til de samme forhold og mod de samme personer ved denne stats myndigheder
 - (c) når disse personer allerede har fået endelig dom for de samme forhold af denne stats kompetente myndigheder.

I tilfælde af nægtelse skal den kompetente myndighed give den kompetente myndighed, der fremsætter anmodningen, meddelelse herom og fremlægge så detaljerede oplysninger som muligt.

Artikel 54 *Udveksling af oplysninger*

1. De kompetente myndigheder i medlemsstaterne skal straks give hinanden de oplysninger, der er nødvendige for udøvelsen af deres hverv som defineret i de bestemmelser, der vedtages i medfør af dette direktiv.

Artikel 50 er ikke til hinder for, at de kompetente myndigheder udveksler oplysninger i henhold til dette direktiv.

Kompetente myndigheder, der afgiver oplysninger, skal angive, hvilke af de oplysninger eller dele af oplysninger, de således afgiver, der skal anses for fortrolige og derfor være underlagt tavshedspligt.

Kommissionen kan efter fremgangsmåden i artikel 59, stk. 2, vedtage gennemførelsesbestemmelser om proceduren for udveksling af oplysninger.

2. De kompetente myndigheder, der i henhold til denne artikels stk. 1 eller artikel 51 og 58 modtager fortrolige oplysninger, må kun anvende disse i forbindelse med udøvelsen af deres hverv:
- (a) til at kontrollere, at betingelserne for adgang til at udøve virksomhed som investeringsselskab er opfyldt og til at lette det individuelle eller det konsoliderede tilsyn med investeringsselskabernes virksomhed, særlig med hensyn til kapitalkravene i direktiv 93/6/EØF, administrativ og regnskabsmæssig praksis samt intern kontrol, eller
 - (b) til at overvåge handelssystemers ordnede funktion, eller

- (c) til at pålægge sanktioner, eller
- (d) hvis de kompetente myndigheders afgørelser påklages til højere administrativ myndighed, eller
- (e) hvis de kompetente myndigheders afgørelser indbringes for domstolene efter artikel 48.

Med samtykke fra den kompetente myndighed, der afgiver oplysningerne, kan den myndighed, der modtager oplysningerne, dog anvende disse til andre formål.

3. Stk. 1 og 2 i denne artikel samt artikel 50 er ikke til hinder for hverken videregivelse af oplysninger til institutioner, der forvalter garantiordninger, såfremt dette er nødvendigt for deres arbejde, eller udvekslingen af de for tilsynet nødvendige oplysninger
 - (a) mellem de kompetente myndigheder inden for medlemsstaten eller medlemsstaterne og
 - (i) de institutioner, der er ansvarlige for likvidation og konkursbehandling af investeringsselskaber og lignende procedurer, eller
 - (ii) de personer, der er ansvarlige for den lovpligtige revision af investeringsselskabers og andre finansieringsinstitutters eller forsikringsselskabers regnskaber
 - (b) mellem de kompetente myndigheder og de myndigheder eller institutioner i andre medlemsstater, der fører tilsyn med kreditinstitutter, andre finansieringsinstitutter og forsikringsselskaber.

Disse oplysninger er underlagt den i artikel 50 omhandlede tavshedspligt.

4. Uanset stk. 1 og 2 i denne artikel samt artikel 50 og 58 kan medlemsstaterne tillade udveksling af oplysninger mellem de kompetente myndigheder og
 - (a) de myndigheder, der fører tilsyn med de institutioner, der er involveret i likvidation og konkursbehandling af investeringsselskaber og lignende procedurer, eller
 - (b) de myndigheder, der fører tilsyn med de personer, der er ansvarlige for den lovpligtige revision af forsikringsselskabers, kreditinstitutters, investeringsselskabers og andre finansielle institutioners regnskaber.

Medlemsstater, der udnytter muligheden i første afsnit, kræver mindst, at følgende betingelser er opfyldt:

- (a) oplysningerne skal anvendes til at føre det i første afsnit omhandlede tilsyn
- (b) de oplysninger, der modtages i denne forbindelse, skal være underlagt den i artikel 50 omhandlede tavshedspligt
- (c) når oplysningerne hidrører fra en anden medlemsstat, må de ikke videregives uden udtrykkelig tilladelse fra de kompetente myndigheder, som først afgav

oplysningerne, og de må i givet fald alene anvendes til de formål, som disse myndigheder har givet deres samtykke til.

Medlemsstaterne meddeler Kommissionen og de øvrige medlemsstater navnene på de myndigheder, der kan modtage oplysninger i henhold til dette stykke.

5. Uanset stk. 1 og 2 i denne artikel samt artikel 50 og 58 skal medlemsstater med henblik på at øge det finansielle systems stabilitet og integritet tillade udveksling af oplysninger mellem de kompetente myndigheder og de myndigheder eller institutioner, der efter loven er ansvarlige for afdækningen og undersøgelsen af brud på selskabsretten.

Medlemsstater, der udnytter muligheden i første afsnit, kræver mindst, at følgende betingelser er opfyldt:

- (a) oplysningerne skal anvendes til at føre det i første afsnit omhandlede tilsyn
- (b) de oplysninger, der modtages i denne forbindelse, skal være underlagt den i artikel 50 omhandlede tavshedspligt
- (c) når oplysningerne hidrører fra en anden medlemsstat, må de ikke videregives uden udtrykkelig tilladelse fra de kompetente myndigheder, som først har afgivet oplysningerne, og de må i givet fald alene anvendes til de formål, som disse myndigheder har givet deres samtykke til.

Når de i første afsnit af omhandlede myndigheder eller institutioner i en medlemsstat afdækker eller undersøger lovbrud med bistand fra personer, der på baggrund af deres særlige kvalifikationer er udpeget med dette formål, og som ikke er ansat i den offentlige sektor, kan den i første afsnit omhandlede mulighed for at udveksle oplysninger på de i andet afsnit fastsatte betingelser udvides til at omfatte sådanne personer.

I de i andet afsnit, litra c), omhandlede tilfælde meddeler de i første afsnit omhandlede myndigheder eller institutioner de kompetente myndigheder, der først har afgivet oplysningerne, navnene på de personer, der skal modtage oplysningerne, og deres nøjagtige ansvarsområder.

Medlemsstaterne meddeler Kommissionen og de øvrige medlemsstater navnene på de myndigheder eller institutioner, der kan modtage oplysninger i henhold til dette stykke.

6. Denne artikel og artikel 50 og 58 er ikke til hinder for, at en kompetent myndighed giver centralbanker, Det Europæiske Centralbanksystem og Den Europæiske Centralbank i deres egenskab af pengepolitiske myndigheder og eventuelt andre offentlige myndigheder, der fører tilsyn med betalingssystemer, de oplysninger, der er nødvendige for, at de kan udføre deres arbejde.

Disse myndigheder eller institutioner må heller ikke forhindres i at meddele de kompetente myndigheder de oplysninger, der er nødvendige for at gennemføre stk. 3. De oplysninger, som modtages i denne forbindelse, er underlagt den i artikel 50 omhandlede tavshedspligt.

7. Denne artikel og artikel 50 og 58 er ikke til hinder for, at de kompetente myndigheder fremsender oplysningerne til en clearinginstitution eller lignende institution, der i den nationale lovgivning er anerkendt til clearing eller afvikling på en af medlemsstaternes markeder, hvis de kompetente myndigheder finder det nødvendigt for at sikre disse institutioners korrekte funktion i forbindelse med overtrædelser eller potentielle overtrædelser begået af markedsdeltagerne.

De oplysninger, der modtages i denne forbindelse, er underlagt den i artikel 50 omhandlede tavshedspligt. Medlemsstaterne foreskriver dog, at oplysninger, der er modtaget i henhold til stk. 1, ikke må videregives i det tilfælde, der er omhandlet i dette stykke, uden udtrykkelig tilladelse fra de kompetente myndigheder, som først har afgivet oplysningerne.

8. Endvidere kan medlemsstaterne uanset bestemmelserne i stk. 1 og 2 og i artikel 50 og 58 ved lovgivning give tilladelse til, at visse oplysninger meddeles andre afdelinger i deres centraladministration, som er ansvarlige for lovgivningen vedrørende tilsyn med kreditinstitutter, finansieringsinstitutter, investeringsselskaber og forsikringsselskaber, samt personer, som handler efter fuldmagt fra de pågældende afdelinger.

Oplysningerne må imidlertid kun gives, såfremt det er nødvendigt af tilsynsmæssige hensyn.

9. Denne artikel og artikel 50 er ikke til hinder for, at de kompetente myndigheder videregiver oplysninger til en eller flere institutioner, myndighederne eventuelt har uddelegeret deres hverv til, såfremt de finder dette nødvendigt for at sikre en korrekt udøvelse af hvervet.

De oplysninger, der modtages i denne forbindelse, er underlagt den i artikel 50 omhandlede tavshedspligt. Medlemsstaterne foreskriver dog, at oplysninger, der er modtaget i henhold til stk. 1 fra de kompetente myndigheder i andre medlemsstater, ikke må videregives i det tilfælde, der er omhandlet i dette stykke, uden udtrykkelig tilladelse fra de kompetente myndigheder, som først har afgivet oplysningerne.

Artikel 55

Myndighedernes indbyrdes konsultation før meddelelsen af yderligere tilladelse

1. Der skal finde forudgående konsultation sted med de kompetente myndigheder i den anden medlemsstat om meddelelse af tilladelse til et investeringsselskab, der
- (a) er datterselskab af et investeringsselskab eller et kreditinstitut, der har fået tilladelse i en anden medlemsstat, eller
 - (b) er datterselskab af et moderselskab for et investeringsselskab eller et kreditinstitut, der har fået tilladelse i en anden medlemsstat
 - (c) kontrolleres af de samme fysiske eller juridiske personer, som kontrollerer et investeringsselskab eller et kreditinstitut, der har fået tilladelse i en anden medlemsstat.

2. Der skal finde forudgående konsultation sted med den kompetente myndighed i den medlemsstat, der fører tilsyn med kreditinstitutter eller forsikringsselskaber, om meddelelse af tilladelse til et investeringsselskab, der
 - (a) er datterselskab af et kreditinstitut eller et forsikringsselskab, der har fået tilladelse i Fællesskabet, eller
 - (b) er datterselskab af et moderselskab for et kreditinstitut eller et forsikringsselskab, der har fået tilladelse i Fællesskabet, eller
 - (c) kontrolleres af de samme fysiske eller juridiske personer, som kontrollerer et kreditinstitut eller et forsikringsselskab, der har fået tilladelse i Fællesskabet.
3. Der skal især finde konsultation sted mellem de i stk. 1 og 2 omhandlede relevante kompetente myndigheder ved vurderingen af aktionærernes egnethed og hæderlighed samt af omdømmet og erfaringerne hos direktørerne for et andet foretagende i samme koncern. Myndighederne udveksler alle oplysninger om aktionærers egnethed og hæderlighed samt om direktørers omdømme og erfaringer, som har betydning for de øvrige involverede kompetente myndigheder, for meddelelsen af tilladelse og for den løbende vurdering af, om driftsbetingelserne er opfyldt.

Artikel 56 *Beføjelser til værtslande*

1. Værtslandene kan – til statistisk brug – kræve, at alle investeringsselskaber, der har filialer på deres område, regelmæssigt sender dem en rapport om disse filialers virksomhed.
2. Værtslandet kan med henblik på varetagelse af de opgaver, der påhviler det efter dette direktiv, kræve, at filialer af investeringsselskaber giver de nødvendige oplysninger til kontrol af, at de overholder de af værtslandets normer, der gælder for dem. Sådanne krav må ikke være mere vidtgående end dem, de pågældende medlemsstater stiller til etablerede selskaber for at kunne kontrollere, at disse overholder de samme normer.

Artikel 57 *Værtslandes tilsynsbeføjelser*

1. Hvis den kompetente myndighed i værtslandet har klare og påviselige grunde til at tro, at et investeringsselskab, der virker på dets område i henhold til reglerne om fri udveksling af tjenesteydelser, har tilsidesat forpligtelserne i de bestemmelser, der vedtages i medfør af dette direktiv, forelægger den sine grunde for den kompetente myndighed i hjemlandet.
2. Hvis investeringsselskabet trods de foranstaltninger, der træffes af den kompetente myndighed i hjemlandet, eller fordi disse foranstaltninger viser sig utilstrækkelige, fortsætter med at optræde på en måde, der klart skader værtslandets investorers interesser eller markedernes ordnede funktion, træffer den kompetente myndighed i værtslandet efter at have underrettet den kompetente myndighed i hjemlandet herom alle nødvendige foranstaltninger for at beskytte investorer og markedernes ordnede funktion. Kommissionen underrettes straks om sådanne foranstaltninger.

Artikel 58
Udveksling af oplysninger med tredjelande

1. Medlemsstaterne må alene indgå samarbejdsaftaler om udveksling af oplysninger med de kompetente myndigheder i tredjelande eller med myndigheder eller institutioner i tredjelande, hvis ansvarsområder svarer til de i artikel 54, stk. 3, litra a), nr. i) og ii), og artikel 54, stk. 4, første afsnit, litra a) og b), omhandlede institutioners ansvarsområder, såfremt de oplysninger, der videregives, er underlagt en tavshedspligt, der er mindst lige så omfattende som tavshedspligten i henhold til artikel 50. Udvekslingerne af oplysninger skal have til formål at give disse myndigheder og institutioner mulighed for at føre tilsyn.
2. Når oplysningerne hidrører fra en anden medlemsstat, må de ikke videregives uden udtrykkelig tilladelse fra de kompetente myndigheder, som først har afgivet oplysningerne, og de må i givet fald alene anvendes til de formål, som disse myndigheder har givet deres samtykke til.

AFSNIT V
AFSLUTTENDE BESTEMMELSER

Artikel 59

1. Kommissionen bistås af Det Europæiske Værdipapirudvalg, der er oprettet ved Kommissionens afgørelse 2001/528/EF²³ (i det følgende benævnt "udvalget").
2. Når der henvises til dette stykke, finder artikel 5 og 7 i afgørelse 1999/468/EF sammenholdt med artikel 8 i samme afgørelse anvendelse, under forudsætning af at de gennemførelsesbestemmelser, der vedtages efter denne fremgangsmåde, ikke ændrer de væsentlige bestemmelser i dette direktiv.

Den frist, der er omhandlet i artikel 5, stk. 6, i afgørelse 1999/468/EF, er tre måneder.

3. Efter udløbet af en firårig periode fra direktivets ikrafttrædelse og uden at dette berører de gennemførelsesbestemmelser, der allerede er vedtaget, suspenderes anvendelsen af dette direktivs bestemmelser, som i henhold til stk. 2 kræver, at der vedtages tekniske regler og afgørelser. Efter forslag fra Kommissionen kan Europa-Parlamentet og Rådet forny de pågældende bestemmelser efter fremgangsmåden i traktatens artikel 251, og de skal med henblik herpå gennemgå bestemmelserne inden udløbet af denne frist.

Artikel 60
Rapporter og revision

1. Senest [den 31. december 2008, fire år efter dette direktivs ikrafttrædelse], aflægger Kommissionen efter en offentlig høring og på baggrund af drøftelser med de kompetente myndigheder rapport til Europa-Parlamentet og Rådet om:

²³ EFT L 191, 13.7.2001, s. 45.

Den eventuelle udvidelse af anvendelsesområdet for dette direktivs bestemmelser om gennemsigtighedskravene før og efter handelen til også at omfatte transaktioner med andre typer finansielle instrumenter end aktier.

På grundlag af denne rapport kan Kommissionen fremlægge forslag til relaterede ændringer af dette direktiv.

2. Senest [den 31. december 2006, to år efter dette direktivs ikrafttrædelse], aflægges Kommissionen efter en offentlig høring og på baggrund af drøftelser med de kompetente myndigheder rapport til Europa-Parlamentet og Rådet om:

- (a) den fortsatte hensigtsmæssighed af undtagelsen i henhold til artikel 2, stk. 1, litra i), for virksomheder, hvis hovederhverv består i handel for egen regning med råvarederivater
- (b) form og indhold af rimelige krav til meddelelsen af tilladelse til og tilsynet med virksomheder som f.eks. investeringsselskaber i dette direktivs forstand.

På grundlag af denne rapport kan Kommissionen fremlægge forslag til relaterede ændringer af dette direktiv.

Artikel 61

Ændring af direktiv 85/611/EØF

I artikel 5 i direktiv 85/611/EØF affattes stk. 4 således:

“4. Artikel 2, stk. 2, og artikel 11, 12, 17 og 18 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 200./.../EF* finder anvendelse på administrationsselskabers præstelse af de tjenesteydelser, der er omhandlet i stk. 3 i denne artikel.

* EFT L [henvisning til nærværende direktiv indsættes af OPOCE].”

Artikel 62

Ændring af direktiv 93/6/EØF

I direktiv 93/6/EØF affattes artikel 2, nr. 2, således:

“2) “investeringsselskab”, alle institutter, der yder investeringsservice i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 200./.../EF*, bortset fra:

- (a) kreditinstitutter
- (b) lokale firmaer
- (c) firmaer, der kun modtager og videregiver ordre fra investorer uden at ligge inde med penge og/eller værdipapirer, der tilhører deres kunder, og som derfor ikke på noget tidspunkt risikerer at komme i debet hos deres kunder
- (d) investeringsselskaber, der har tilladelse til alene at yde investeringsrådgivning

* EFT L [henvisning til nærværende direktiv indsættes af OPOCE].”

Artikel 63
Ændring af direktiv 2000/12/EF

Bilag 1 til direktiv 2000/12/EF ændres således:

(a) I nummer 7 tilføjes følgende litra:

“f) råvarederivater”

(b) Følgende nummer tilføjes:

“15. Drift af en multilateral handelsfacilitet”.

Artikel 64
Ophævelse af direktiv 93/22/EØF

Direktiv 93/22/EØF ophæves med virkning fra den i artikel 65 fastsatte ikrafttrædelsesdato.

Henvisninger til direktiv 93/22/EØF skal fortolkes som henvisninger til dette direktiv.

Artikel 65
Gennemførelse

Medlemsstaterne vedtager de love og administrative bestemmelser, der er nødvendige for at efterkomme dette direktiv, senest den 30. juni 2006 [18 måneder efter direktivets ikrafttrædelse]. Medlemsstaterne underretter straks Kommissionen herom.

Medlemsstaterne anvender disse bestemmelser fra den 1. juli 2006.

Når medlemsstaterne vedtager disse love og administrative bestemmelser, skal de indeholde en henvisning til dette direktiv, eller de skal ved offentliggørelsen ledsages af en sådan henvisning. De nærmere regler for denne henvisning fastsættes af medlemsstaterne.

Artikel 66
Ikrafttrædelse

Dette direktiv træder i kraft på [...]dagen, efter offentliggørelsen i *De Europæiske Fællesskabers Tidende*.

Artikel 67
Adressater

Dette direktiv er rettet til medlemsstaterne.

Udfærdiget i Bruxelles, den

På Europa-Parlamentets vegne
Formand

På Rådets vegne
Formand

BILAG I – LISTE OVER TJENESTEYDELSER OG FINANSIELLE INSTRUMENTER

Afsnit A: Investeringservice

- 1) Modtagelse og videregivelse af ordrer vedrørende et eller flere finansielle instrumenter
- 2) Udførelse af ordrer for kunders regning
- 3) Handel for egen regning
- 4) Skønsmæssig porteføljepleje af de enkelte kunders værdipapirbeholdninger efter instruks fra kunderne, såfremt beholdningerne omfatter et eller flere finansielle instrumenter
- 5) Investeringsrådgivning
- 6)
 - a) Afsætningsgaranti og placering af finansielle instrumenter på grundlag af en fast forpligtelse
 - b) placering uden en fast forpligtelse eller andre aktiviteter efter aftale med udstederen af instrumentet for at bistå med formidlingen af offentlige eller private udbud af finansielle instrumenter eller tegning af således udbudte instrumenter
- 7) Drift af multilaterale handelsfaciliteter.

Afsnit B: Accessoriske tjenesteydelser

- 1) Opbevaring og forvaltning af finansielle instrumenter for kunders regning, herunder depotvirksomhed og tilknyttede tjenesteydelser som f.eks. portefølje/likviditetspleje
- 2) Kredit- eller långivning til en investor, således at denne kan udføre en transaktion med et eller flere finansielle instrumenter, såfremt den virksomhed, der yder kreditten eller lånet, deltager i transaktionen
- 3) Rådgivning til virksomheder vedrørende kapitalstrukturer, industristrategi og dermed beslægtede spørgsmål samt rådgivning og tjenesteydelser vedrørende fusioner og opkøb af virksomheder
- 4) Valutatransaktioner, når de pågældende transaktioner og forretninger er et led i ydelsen af investeringservice
- 5) Investeringsanalyser og finansielle analyser eller andre former for generelle anbefalinger vedrørende transaktioner med finansielle instrumenter.

Afsnit C: Finansielle instrumenter

- 1) Værdipapirer
- 2) Pengemarkedsinstrumenter
- 3) Andele udstedt af institutter for kollektiv investering

- 4) Optioner og futures vedrørende værdipapirer, valutaer, renter eller afkast, indeks for råvarer eller andre derivater eller andre indeks og mål
- 5) Rente- og valutaswaps samt swaps på aktier og aktieindeks
- 6) Fremtidige rentesikringsaftaler og enhver anden derivataftale, der afregnes kontant, med værdipapirkurser, renter eller afkast, valutakurser, råvareindeks eller andre indeks og mål som reference
- 7) Marginkontrakter eller andre risikooverførselsderivater.

BILAG II – PROFESSIONELLE KUNDER I DETTE DIREKTIVS FORSTAND

I. Kundekategorier, der anses for professionelle

Følgende bør alle anses for professionelle i direktivets forstand i forbindelse med alle aktiviteter, hvori indgår investeringsservice og finansielle instrumenter.

- 1) Foretagender, der skal have tilladelse eller underkastes regulering for at virke på finansmarkederne. Nedenstående liste bør forstås som omfattende alle foretagender, der har fået tilladelse, og som udøver de for de nævnte foretagender kendetegnende aktiviteter: foretagender, der har fået tilladelse af en medlemsstat i henhold til et fællesskabsdirektiv, foretagender, der har fået tilladelse af eller er underkastet regulering i en medlemsstat uden hjemmel i et fællesskabsdirektiv, samt foretagender, der har fået tilladelse af eller er underkastet regulering i et tredjeland:
 - a) Kreditinstitutter
 - b) Investeringselskaber
 - c) Andre finansieringsinstitutter, der har fået tilladelse eller er underkastet regulering
 - d) Forsikringsselskaber
 - e) Kollektive investeringsordninger og selskaber, der administrer sådanne ordninger
 - f) Pensionsfonde og selskaber, der administrer sådanne fonde
 - g) Råvarehandlere.
- 2) Store selskaber og andre institutionelle investorer:
 - a) store selskaber og partnerskaber, der på virksomhedsplan opfylder to af følgende krav til størrelse
 - balancesum: 20 000 000 EUR
 - nettoomsætning: 40 000 000 EUR
 - egenkapital: 2 000 000 EUR.
 - b) Andre institutionelle investorer, hvis vedtægtsmæssige formål er at investere i finansielle instrumenter.
- 3) Nationale og regionale regeringer, centralbanker, internationale og overnationale institutioner som f.eks. Verdensbanken, IMF, ECB, EIB og andre lignende internationale organisationer.

Ovennævnte foretagender anses for professionelle kunder. De skal dog have mulighed for at anmode om behandling som ikke-professionelle, og investeringsselskaber kan indvillige i at yde en højere grad af beskyttelse. Når et investeringsselskabs kunde er en af ovennævnte selskaber eller partnerskaber, skal investeringsselskabet, før det præsterer tjenesteydelser,

underrette selskabet eller partnerskabet om, at kunden ud fra de foreliggende oplysninger anses for at være en professionel kunde og vil blive behandlet som sådan, medmindre investeringsselskabet og kunden træffer anden aftale. Investeringsselskabet skal tillige underrette kunden om, at han kan anmode om en ændring af aftalebetingelserne med henblik på at opnå en højere grad af beskyttelse.

Det påhviler den kunde, der anses for professionel, at anmode om en højere grad af beskyttelse, når vedkommende mener sig ude af stand til at foretage en korrekt risikovurdering eller -styring.

Denne højere grad af beskyttelse vil blive ydet, når en kunde, der anses for at være professionel, indgår en skriftlig aftale med investeringsselskabet om ikke at blive behandlet som professionel ved anvendelsen af reglerne for god forretningsskik. Det skal fremgå af en sådan aftale, om denne gælder for en eller flere særlige tjenesteydelser eller transaktioner eller for en eller flere typer produkter eller transaktioner.

II. Kunder, der efter anmodning kan behandles som professionelle kunder

II.1. Identifikationskriterier

Kunder, der ikke er nævnt i afsnit I, herunder offentlige institutioner og private individuelle investorer, kan også give afkald på en del af den beskyttelse, der ydes i henhold til reglerne om god forretningsskik.

Investeringsselskaber bør derfor have mulighed for at behandle alle ovennævnte kunder som professionelle kunder, forudsat at de relevante kriterier nedenfor er opfyldt og nedenstående procedure er fulgt. Disse kunder må dog ikke antages at besidde viden om markederne og erfaring, der kan sammenlignes med de i afsnit I omhandlede kategoriers viden og erfaring.

Ethvert afkald på den beskyttelse, der ydes af standardreglerne for god forretningsskik, anses kun for gyldigt, såfremt investeringsselskabet efter en fyldestgørende vurdering af kundens ekspertise, erfaringer og viden og på baggrund af de påtænkte transaktioners eller tjenesteydelsers art har opnået en rimelig sikkerhed for, at kunden er i stand til at træffe sine egne investeringsbeslutninger og forstå de involverede risici.

Den egnethedsprøve, der anvendes over for ledere og direktører af foretagender, der har fået tilladelse efter et Fællesskabets finansielle direktiver, er et eksempel på, hvorledes ekspertise og viden kan vurderes.

I tilfælde af mindre foretagender bør den person, der gøres til genstand for ovenstående vurdering, være den person, der har fået tilladelse til at gennemføre transaktioner for foretagendets regning.

Ved ovennævnte vurdering bør mindst to af følgende kriterier være opfyldt:

- Kunden har gennemført omfattende transaktioner på det relevante marked gennemsnitlig ti gange pr. kvartal i de foregående fire kvartaler
- Størrelsen af kundens portefølje, der defineres som omfattende kontantbeholdning og finansielle instrumenter, overstiger 0,5 mio. EUR
- Kunden arbejder eller har arbejdet i den finansielle sektor i mindst ét år i en stilling, der kræver viden om de påtænkte transaktioner eller tjenesteydelser.

II.2. Procedure

De ovenfor definerede kunder kan kun give afkald på beskyttelsen i henhold til de detaljerede regler om god forretningsskik efter følgende procedure:

- de skal skriftligt meddele investeringsselskabet, at de ønsker at blive behandlet som professionelle kunder, enten generelt eller i forbindelse med en bestemt investeringsservice eller transaktion eller en bestemt transaktions- eller produkttype
- investeringsselskabet skal give dem en klar skriftlig orientering om den beskyttelse og de investorgarantirettigheder, de risikerer at miste
- de skal skriftligt i et andet dokument end kontrakten erklære, at de kender følgerne af at miste denne beskyttelse.

Investeringsselskaber skal, før de beslutter at imødekomme eventuelle ønsker om at give afkald på beskyttelse, træffe alle rimelige foranstaltninger til at sikre, at den kunde, der anmoder om at blive behandlet som en professionel kunde, opfylder kravene i afsnit II.1 ovenfor.

Hvis kunder allerede er blevet klassificeret som professionelle kunder efter kriterier og procedurer svarende til ovenstående, er det imidlertid ikke hensigten, at deres relationer til investeringsselskaber skal berøres af eventuelle nye regler, der vedtages i henhold til dette dokument.

Investeringsselskaber skal ved klassificeringen af kunder følge hensigtsmæssige skriftlige interne politikker og procedurer.

Professionelle kunder er ansvarlige for, at investeringsselskabet holdes løbende underrettet om enhver ændring, der vil kunne påvirke deres klassificering. Hvis investeringsselskabet imidlertid bliver klar over, at kunden ikke længere opfylder de oprindelige betingelser, som berettigede ham til en behandling som professionel kunde, skal investeringsselskabet træffe passende forholdsregler.

FINANSIERINGSOVERSIGT				[...]	
				DATO:	
1. BUDGETPOST: [-]				BEVILLINGER: [...]	
2. FORANSTALTNINGENS BETEGNELSE: [-]					
3. RETSGRUNDLAG: [-]					
4. FORMÅL: [-]					
5. FINANSIELLE VIRKNINGER	12-MÅNEDERS- PERIODE (mio. EUR)	INDE- VÆRENDE REGN- SKABSÅR [n] (mio. EUR)	FØLGENDE REGNSKABSÅR [n+1] (mio. EUR)		
5.0 UDGIFTER, SOM AFHOLDES	[-]	[-]	[-]		
- OVER EU-BUDGETTET (RESTITUTION/INTERVENTION)					
- OVER DE NATIONALE BUDGETTER					
- AF ANDRE					
5.1 INDTÆGTER	[-]	[-]	[-]		
- EU'S EGNE INDTÆGTER (AFGIFTER/TOLD)					
- NATIONALE KILDER					
	[n+2]	[n+3]	[n+4]	[n+5]	
5.0.1 OVERSLAG - UDGIFTER	[-]	[-]	[-]	[-]	
5.1.1 OVERSLAG - INDTÆGTER	[-]	[-]	[-]	[-]	
5.2 BEREGNING: [-]					
6.0 ER FINANSIERING MULIG Gennem BEVILLINGER OPFØRT UNDER DET PÅGÆLDENDE KAPITEL I DET LØBENDE BUDGET?					JA/NEJ
6.1 ER FINANSIERING MULIG VED OVERFØRSEL MELLEM KAPITLER I DET LØBENDE BUDGET?					JA/NEJ
6.2 ER ET TILLÆGSBUDGET NØDVENDIGT?					JA/NEJ
6.3 SKAL DER OPFØRES BEVILLINGER PÅ FREMTIDIGE BUDGETTER?					JA/NEJ
BEMÆRKNINGER: [-]					

KONSEKVENSANALYSE

FORSLAGETS KONSEKVENSER FOR VIRKSOMHEDERNE, HERUNDER ISÆR SMÅ OG MELLEMLISTORE VIRKSOMHEDER (SMV)

FORSLAGETS TITEL

Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv (93/22/EØF) om investeringsservice

DOKUMENTETS REFERENCENUMMER

FORSLAGET

1. Hvorfor er der i betragtning af nærhedsprincippet behov for en EF-lovgivning på området, og hvad er hovedformålet?

Et indre finansielt marked bør fremme den europæiske økonomis konkurrenceevne og derved sænke prisen på kapital til fordel for såvel investorer som virksomheder. Det nuværende direktiv udgør ikke et fyldestgørende reguleringsmæssigt grundlag for et integreret finansielt marked.

Et integreret finansielt marked bør bygge på et harmoniseret sæt principper og regler. Disse regler skal have til formål at sikre en høj grad af investorbeskyttelse og fremme markedets effektive og ordnede funktion.

En naturlig følge af disse harmoniserede regler vil være samtlige medlemsstaters anerkendelse af hjemlandsreglen, hvilket vil sætte markederne og investeringsselskaberne i stand til at præstere tjenesteydelser på det indre marked på grundlag af hjemlandstilladelse og -tilsyn.

Ved denne foranstaltning imødekommes Det Europæiske Råds anmodning, fremsat på møderne i Lissabon, Stockholm og Barcelona, om en indsats for at skabe et integreret finansielt marked, idet der især skal gives høj prioritet til lovgivningen om værdipapirmarkedet i overensstemmelse med handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser og rapporten fra Vismandsudvalget for Regulering af Europæiske Værdipapirmarkeder.

Dette direktiv begrænser sig til det minimum, der kræves for at opnå disse mål, og går ikke videre end nødvendigt for at opnå målene.

KONSEKVENSER FOR VIRKSOMHEDERNE

2. Hvem vil blive berørt af forslaget?
 - Hvilke erhvervssektorer berøres? De sektorer, der yder investeringsservice som defineret i direktivet, og de sektorer, der driver regulerede markeder
 - Hvilken størrelse virksomheder? Alle investeringsselskaber og regulerede markeder uanset størrelse berøres af forslaget. I direktivet tages der hensyn til, at nogle tjenesteydelser, f.eks. investeringsrådgivning, især præsteres af mindre selskaber, når et selskab yder en sådan rådgivning som eneste aktivitet

- Er de berørte virksomheder koncentreret i bestemte regioner? Nej. Men handel med visse specifikke produkter kan være koncentreret om specifikke geografiske områder.

3. Hvilke foranstaltninger skal virksomhederne træffe i henhold til forslaget?

Investeringsselskaber vil skulle overholde en række forbedrede regler om god forretningsskik. Dette vil eventuelt indebære en tilpasning af selskabernes ledelses- og kontrolsystemer og en forbedring af deres evne til at overholde bestemmelserne for at sikre en fyldestgørende beskyttelse af investorinteresser.

Især vil de selskaber, der præsterer tjenesteydelser på en måde, der kan give anledning til potentielle interessekonflikter, skulle indføre de nødvendige ordninger for at identificere og minimere disse risici.

Hvad angår aktiehandel for kunders regning kræves det ifølge forslaget, at selskaberne anvender fyldestgørende og effektive procedurer for at sikre den bedste udførelse af disse ordrer. Forslaget fastsætter endvidere regler for behandling af disse kundeordrer, især limiterede kundeordrer.

Hvis investeringsselskaber udfører ordrer om køb og salg af aktier internt, eller hvis de handler med godkendte modparter uden om de regulerede markeders eller de multilaterale handelsfaciliteters regler og systemer, vil de også være forpligtet til at indføre systemer, der kan sikre efterfølgende offentliggørelse af oplysninger om de således gennemførte handler.

Investeringsselskaber, der driver multilaterale handelsfaciliteter, vil være underlagt specifikke regler for driften af sådanne faciliteter. Reglerne omfatter aspekter af handelsprocessen, krav om gennemsigtighed før og efter handelen, adgang mv.

Selskaber, der yder investeringsservice i forslagets forstand, vil også være underkastet kapitalkrav som defineret i kapitalkravsdirektivet. Dette kan have konsekvenser for de selskaber, der har specialiseret sig i tjenesteydelser, der ikke var medtaget i det forrige direktiv (dvs. investeringsrådgivning), eller for ydelsen af investeringsservice i forbindelse med finansielle instrumenter, der heller ikke var omfattet af det forrige direktiv (dvs. råvaderivater).

Hvad angår regulerede markeder indeholder direktivet konkrete elementer, der skal forbedre gennemsigtigheden og skærpe de forpligtelser, der er fastsat i det nuværende ISD (artikel 21). Endvidere kodificeres en række generelle principper, der er udviklet på nationalt, europæisk (Værdipapirtilsynsudvalget) og internationalt plan (IOSCO).

Disse principper indebærer, at regulerede markeder skal indføre et sæt klare regler for selve handelsprocessen, adgangen til markedet, hvilke instrumenter der kan optages til handel osv., ligesom de regulerede markeder skal overvåge overholdelsen af disse regler og sikre en fair handel på markedet, sørge for, at deres systemer fungerer korrekt, og forhindre, at eventuelle interessekonflikter får skadelige følger.

Regulerede markeder er tillige underlagt gennemsigtighedskrav²⁴. De vil endvidere være forpligtet til i en vis udstrækning at offentliggøre deres ordrebog (før handelen), ligesom de skal offentliggøre nærmere oplysninger om de transaktioner, der gennemføres efter deres regler og systemer.

Ifølge forslaget skal markedsoperatøren tillige tildele det regulerede marked tilstrækkelig kapital til at sikre markedets gnidningsløse og ordnede funktion.

4. Hvilke økonomiske virkninger forventes forslaget at få?

Generelle økonomiske følger. En konkurrencedygtig og fleksibel markedsbaseret finansiering kan bidrage væsentligt til væksten og beskæftigelsen i Den Europæiske Union. Integreringen af Europas finansielle markeder vil medføre væsentlige reduktioner af handelsomkostningerne og omkostningerne ved finansiering gennem aktier/erhvervsobligationer. En samling af den europæiske likviditet vil give handelsinteresserne størst mulig dybde, reducere den aktiespecifikke volatilitet og begrænse ugunstige prislejres ved større handler.

Det forventes, at den lavere pris på kapital og det stigende investeringsafkast vil øge Den Europæiske Unions generelle velstand med en heraf følgende højere investeringsgrad og større beskæftigelse.

Resultaterne af en undersøgelse bestilt af Europa-Kommissionen: "Quantification of the Macro-economic impact of Integration of EU Financial Markets"²⁵ viser, at integreringen af de europæiske finansielle markeder vil kunne medføre²⁶ en stigning i EU's BNP på 1,1% og en stigning i beskæftigelsen på 0,5%.

Følgerne for den finansielle sektor. Forslaget vil øge investorernes tillid til, at handelen på markedet vil være "fair", idet der indføres regler om markedets effektivitet og investorbeskyttelse. Dette kan meget vel medføre en kraftig stigning i den europæiske opsparing.

Hertil kommer, at hele den finansielle sektors konkurrenceevne forbedres, ligesom der skabes rammevilkår, der kan tilpasses den fremtidige udvikling på de finansielle markeder. Innovationen vil blive fremmet under behørig hensyntagen til de interesser, der skal beskyttes.

Denne åbenhed vil styrke den europæiske finansielle sektor, gøre den stærkere og sikre, at sektoren er tilpasset kundernes behov.

Konkurrenceevne, innovation og udvikling vil ikke alene medføre større beskæftigelse i den finansielle sektor, men også mere hensigtsmæssige investororienterede strategier. Investorerne vil kunne opnå bedre risikotilpassede finansielle produkter, hvilket forventes at øge afkastet af deres opsparing på mellemlangt og langt sigt.

²⁴ Samme krav som for MHF'er.

²⁵ Undersøgelse foretaget af London Economics i samarbejde med PriceWaterhouseCoopers og Oxford Economic Forecasting.

²⁶ Statistiske virkninger.

5. Indeholder forslaget foranstaltninger, der tager højde for SMV'ernes særlige situation?

I de tilfælde, hvor Kommissionen efter den nedenfor beskrevne høringsproces er blevet vidende om potentielle negative følger, dens forslag kan have for nogle af de investeringsserviceydelser og aktiviteter, der er omfattet af forslaget, har den taget disse foranstaltninger op til fornyet overvejelse for at tage hensyn til betænkelighederne.

Et af de områder, der er blevet identificeret, er "investeringsrådgivning". Faktum er, at rådgivning i en række europæiske lande i det væsentlige ydes erhvervsmæssigt af små foretagender. Anvendelse af udifferentierede kundebeskyttelsesregler kan lægge en for stor byrde på disse foretagender.

Derfor indeholder forslaget en række specifikke foranstaltninger, der tager sigte på rådgivere, som kun opererer på nationalt plan. Især fritages sådanne rådgivere fra forpligtelsen til at overholde kapitalkravsdirektivets regler, men de skal stadig følge reglerne om god forretningsskik.

HØRING

Forslaget er kraftigt inspireret af anbefalingerne fra Lamfalussy-udvalget (Vismandsudvalget), som blev godkendt af Det Europæiske Råd på mødet i Stockholm i marts 2001.

Kommissionen offentliggjorde i november 2000 en grønbog, som behandlede en række emner i forbindelse med anvendelsen af ISD²⁷. På baggrund af de 68 svar på grønbogen konkluderede Kommissionen, at en gennemgribende revision af direktivet var nødvendig.

Siden offentliggørelsen af den oprindelige grønbog har Kommissionens tjenestegrene i to omgange opfordret interesserede parter til åbent og udførligt at reagere på Kommissionens uformelle og foreløbige tanker om omfanget og formen af ISD-revisionen. Et første høringsdokument indeholdende en grundig redegørelse for de eventuelle ændringer til direktivet blev offentliggjort i juli 2001. Disse foreløbige hovedlinjer blev drøftet på et åbent høringsmøde med deltagelse af 150 interesserede parter i Bruxelles den 18.-19. september 2001. Denne høring resulterede i 77 indlæg.

På baggrund af reaktionerne på den første høring offentliggjorde Kommissionen i marts 2002 en række væsentligt ændrede hovedlinjer for ISD-revisionen. Disse reviderede hovedlinjer blev igen grundigt behandlet på et åbent forum (den 22. april 2002) med over 200 deltagere.

Det foreliggende forslag er udarbejdet på grundlag af en omhyggelig gennemgang af de 110 svar på de reviderede hovedlinjer.

²⁷ KOM (2000) 729 - Ajourføring af ISD.

-
- i Bl.a. om offentliggørelse af oplysninger om transaktioner gennemført på børsen.
- ii Såvel tidsserieanalyser som internationale sammenligninger bekræfter den store betydning, effektive finansielle markeder kan have for velstandsskabelsen. Levine & Ross m.fl.
- iii Schleiffer, Vishny m.fl. (2000), Black (2000).
- iv London Economics: 2002. Quantification of the macro-economic impact of integration of EU financial markets.
- v F.eks. har medlemsstater, som tillader udførelse af kundeordrer uden om børsen, været nødt til at udvikle mere forfinede ”best execution”-politikker, mens dette stort set har været unødvendigt i medlemsstater, som kræver, at private investorers ordrer koncentrerer om et reguleret marked.
- vi KOM(2000)729 – Ajourføring af ISD.
- vii Større handlede, som udførte denne funktion, repræsenterede en alternativ likviditetskilde for markedsdeltagere. At udtrykket ”market making” anvendes om denne aktivitet viser, at handlede til en vis grad har kunnet erstatte børsene. Grænsen mellem markedsplads og formidler var således flydende.
- viii Udtrykket ”alternativt handelssystem” (alternative trading system - ATS) er i daglig tale blevet et samlebegreb for en lang række nye handelsstøttefaciliteter, der har det til fælles, at de ikke har autorisation som børs. Under høringen har en række svarpersoner bemærket, at denne terminologi ikke hører hjemme i en juridisk tekst og ikke indfanger den særlige funktion, der varetages af foretagenderne, og som foreslås godkendt som en ny kernetjenesteydelse. Derfor er udtrykket ”alternativ” blevet erstattet af ”multilateral”. Ordet ”system” er erstattet af ”facilitet” – for at undgå forveksling med et veletableret foretagende, der handler med obligationer.
- ix J.P. Morgan (2002).
- x Det effektive kursspænd er forskellen mellem den gennemsnitlige købs- og salgskurs, som en investor faktisk har betalt. Det effektive kursspænd kan defineres som $EKS = 2 * |P - M| / P$, hvor P er den faktiske transaktionspris og M er middeltkursen eller $(købskurs + salgskurs) / 2$. Det effektive kursspænd er en mere repræsentativ indikator for de faktiske kursspænd på et marked, idet det opererer med forskellen mellem de gennemsnitlige købs- og salgskurser for en aktie på et givet tidspunkt i modsætning til det nominelle kursspænd mellem ordrebogens bedste bud og udbud, som kun vil være tilgængelige for de handlede, der deltager i disse handlede. Det effektive kursspænd i diagrammet er gennemsnittet af det daglige kursspænd opgjort på grundlag af en 24 måneders tidsserie omfattende godt 13 000 aktier.
- xi Kilde: International Federation of Stock Exchanges og FESE (2002).
- xii Der er en negativ korrelation mellem omsætning (-0,11) og markedskapitalisering (-0,543) og handelsomkostninger. Domowitz, Glen og Madhavan – Liquidity, Volatility and Equity Trading Costs across countries and over time – januar 2000.
- xiii OTC-handel, parallelhandel og blokhandel enten på eller uden om børsene.
- xiv Operere på børsenes blokhandelsfaciliteter eller udnævne specialiserede likviditetsudbydere.
- xv Likvide markeder muliggør transaktioner uden at udløse store prisbevægelser til ugunst for handlede. På markeder med en effektiv kursdannelse vil kurserne afspejle alle relevante og opdaterede oplysninger om et instruments reelle værdi.
- xvi London Economics 2002: London Economics’ undersøgelse fremhæver offeromkostningerne ved fragmenteringen af den eksisterende likviditet mellem de førende EU-børs.
- xvii IOSCO (2001): rapport fra TC om ”gennemsigtighed og markedsfragmentering” (s. 3).

xix Bilateral handel og intern ordredførelse involverer ikke de samme handelsprocesser som handel på børserne eller MHF-baseret handel. Handleres transaktioner bygger på kursoplysninger på et bilateralt/selektivt grundlag. Diskretion fra handlerens side er nødvendig for at beskytte egenbeholdningen mod positionsrisici. Handleres og mægler/handleres positionstagning over egenbeholdningen fremmer markedets likviditet og kan derved hjælpe med at udjævne kursudsving og sikre, at investorer har en permanent modpart. Sådanne overvejelser er ikke aktuelle i forbindelse med børser eller MHF'er, idet markeds- eller systemoperatørens kapital ikke er på spil, ligesom markedsdeltagerne/systembrugerne frivilligt og bevidst udnytter systemet til at offentliggøre de betingelser, de er villige til at handle på.

xx Erfaringerne fra de EU-markeder, som tillader udførelse af private kunders ordrer uden om børssystemet, viser, at frygten for en mindre effektiv kursdannelse er overdreven. Kursspændet i London-børsens elektroniske ordrebog (SETS) er blevet indsnævret i de senere år trods mange handler for investorer uden om børsen (omfattet af en forpligtelse til efterfølgende indberetning). Der er ikke nogen tydelig forskel mellem kursspændet (både effektiv og noteret kurs) i de medlemsstater, der søger at begrænse handelen uden om børserne, og dem, der er mere liberale i denne henseende. I en række medlemsstater med koncentrationsregler er kursspændet lige så stort eller større end i medlemsstater uden sådanne regler.

xxi Euronext (2002): Internalisation. "Store finansielle konglomerater, der allerede optræder i forskellige egenskaber, har udset sig en ny rolle, som vil gøre det muligt for dem at udvide deres aktiviteter. Efter at have optrådt som børsrådgivere, prisstiller, analytiker og porteføljeplejer ønsker de nu at indtage rollen som børser" (s.12). Jf. også A. Murray (2002): Key issues facing European securities exchanges. ("bankernes voksende evne til at optræde som kvasi-børser..." (s.17).

xxii [I London Economics' undersøgelse peges der på den væsentlige indsnævring af kursspændet og den betydelige begrænsning af ugunstige prispåvirkninger, der kan forventes, hvis EU's marked for aktier og erhvervsobligationer lægges sammen, og på, at dette vil medføre et ikke ubetydeligt fald i omkostningerne ved finansiering gennem aktier og erhvervsobligationer].

xxiii Formålet med de foreslåede gennemsigtighedsregler er at skabe betingelserne for, at handle og formidlere kan finde frem til de handelssystemer, der tilbyder de bedste vilkår for at gennemføre en handel med en given aktie og flytte likviditeten som reaktion på kursforskelle. Dette vil gøre det muligt dels at udføre ordrer dér, hvor slutinvestoren opnår de bedste kurser eller det bedst mulige resultat, dels at skabe betingelserne for, at det overordnede markedssystem kan finde frem til en kurs, der afspejler alle kursrelevante oplysninger på hele markedet.

xxiv Konkurrencen fra SEAQ tvang mange europæiske børser uden for Det Forenede Kongerige til at indføre helt nye handelsmetoder og -systemer i begyndelsen af 1990'erne. Frygt for konkurrencen fra TradePoint førte til, at LSE i 1996 indførte handel via SETS-ordrebogen.

xxv For så vidt MHF ikke har nogen regulerings-/selvreguleringsforpligtelse til at kontrollere "kvaliteten" af instrumenter, der handles på faciliteten, er det ikke nødvendigt at pålægge ATS forpligtelser som dem, der hviler på regulerede markeder, ved optagelsen af instrumenter til handel.

xxvi ECB-undersøgelse af europæiske aktiemarkeder, august 2001.

xxvii Noget af det, der især adskiller regulerede markeder fra en ren handelsfacilitet er bl.a., at regulerede markeder spiller en vigtig rolle ved kvalitetskontrollen af de instrumenter, der optages til handel eller udbydes til offentligheden. De regulerede markeds fortsatte kontrol af værdipapirernes/instrumenternes overensstemmelse med reglerne for disses udfærdigelse og udstedelse giver de instrumenter, der handles offentligt, et "kvalitetsstempel". Kun markedspladser, der er villige til at påtage sig disse forpligtelser, bør kunne meddeles tilladelse som et reguleret marked. Regulerede markeder har deres helt særlige organisationsform, idet de har påtaget sig en meget selvstændig og selvregulerende rolle, der indebærer kontrol af medlemmerne og overvågning af markedet. Regulerede markeder er også kendetegnet ved, at de hvad angår selve handlerne garanterer en effektiv gennemførelse/afvikling af transaktioner på markederne. Det skal dog tilføjes, at rene handelssystemer undertiden også tilbyder denne funktion.

xxviii Der har allerede været episoder, som fremhæver den store indbyrdes sammenhæng mellem EU's aktiemarkeder. Tidligere i år førte en fejl i DBAG stoxx-indekset til store og øjeblikkelige forstyrrelser for handelen på andre EU-markeder – ikke blot for handelen med DBAG stoxx-aktier, men også for handelen med aktier fra andre indekser.

xxix Det skønnes, at der i UK findes ca. 29 foretagender, der falder ind under MHF-definitionen. DE er ligeledes hjemsted for mange af disse systemer, mens også IT, BE, IRL og FR har givet tilladelse til MHF'er. Systemerne arbejder med flere forskellige typer aktiver – især obligationer og valutaswaps, men også aktier. Erfaringerne fra USA viser, at det (i hvert fald hvis der er tale om obligationer) kan være en fordel med en konsolideringsperiode efter den første fase af markedsudviklingen.

xxx En række svarpersoner har hævdet, at det ikke er nødvendigt at indføre en ny godkendelsesordning for MHF'er. De gør gældende, at MHF-aktiviteterne er godt dækket ind ved den nuværende ordning, hvorefter de skal have tilladelse til at "modtage og videregive" samt "udføre" kundeordrer. Kommissionen er ikke enig heri, idet den finder, at den største nyskabelse i forbindelse med ATS'er er, at de tilbyder et system uden for børssystemet, som brugerne/kunderne kan anvende til at udføre handler efter eget valg og for egen regning. Dette betyder, at MHF'er har mange af de samme kendetegn som børser/markedspladser og rejser de samme reguleringsspørgsmål.

xxxi Ifølge de reviderede hovedlinjer, der blev offentliggjort som oplæg til den offentlige høring i marts 2002, skal der sondres mellem foretagender, som systematisk internaliserer kundeordrer, og foretagender, der kun gør dette lejlighedsvis. En kvantitativ tærskel (10% af kundeordrer internaliseret i de seneste fire kvartaler) blev foreslået som skillelinje. Denne sondring blev kritiseret fra mange sider af to årsager: For det første er begrundelsen for sondringen uklar. Internalisering indebærer en risiko for interessekonflikter mellem kundernes og mægler/handlernes interesser uanset internaliseringens omfang. For det andet blev den foreslåede tærskel erklæret for uhåndterlig, ligesom virkningerne for markedet ville være forskellige afhængig af, om der var tale om store eller små nationale markeder. Som følge af denne overbevisende kritik opererer Kommissionens forslag ikke længere med denne sondring, men søger at skabe en generel reguleringsmæssig ramme for styring af interessekonflikter uanset internaliseringens omfang.

xxxii Markedsstrukturer, hvor mæglerfunktionen og handelen under udførelse af kundeordrer er to særskilte funktioner eller funktioner, der varetages af forskellige foretagender, giver ikke grobund for den basale interessekonflikt, der er tale om her. Den Retail Service Provider-ordning, der findes i UK, og hvor en mægler på privatkundesegmentet videresender kundeordrer til et andet foretagende, der skal effektuere ordren over sin egenbeholdning, vil ikke blive anset for "internalisering" i dette forslags forstand.

xxxiii For at tage hensyn til de mange komplekse facetter i debatten er der i et arbejdsdokument om samme emne fra Kommissionens tjenestegrene gjort nærmere rede for de argumenter, der ligger til grund for dette afsnit.

xxxiv LSE forlanger 2p for registrering af hver handel uden om børserne, der indberettes af medlemmerne.

xxxv M. Auguy og D. Davydoff, European Market model, 24. juli 2002.

xxxvi NASD-regel 4710: praksis- og procedureregler, der skal overholdes af systemet for udførelse af mindre ordrer. Jf. NASD's manual, s. 2303-2308, og NASD's meddelelse 97-90 om ændringer i SOES' handelspoststørrelser, december 1997.

xxxvii Værtslandets myndigheder skal have meddelelse om, at et partnerlands selskab driver virksomhed på deres område, gennem de eksisterende underretningskanaler, ligesom de skal have mulighed for dels at anmode myndighederne i hjemlandet om at gribe ind, dels selv at gribe ind som en sikkerhedsforanstaltning, hvor omstændighederne kræver det.

xxxviii Foretagender, der anerkendes som "godkendte modparter" af den nationale kompetente myndighed efter denne regel, vil kunne handle som godkendte modparter med investeringsselskaber fra hele EU. Investeringsselskaber inden for samme land vil ikke nødvendigvis kunne regne med, at tilsvarende foretagender i andre lande også kan anses for "godkendte modparter".