

Erhvervs- og Vækstministeriet - Finanstilsynet  
Århusgade 110  
2100 København Ø

KRONPRINSESSEGADE 28  
1306 KØBENHAVN K  
TLF. 33 96 97 98

DATO: 18. december 2015  
SAGSNR.: 2015 - 4293  
ID NR.: 380782

[ministerbetjening@ftnet.dk](mailto:ministerbetjening@ftnet.dk) [bch@ftnet.dk](mailto:bch@ftnet.dk) [cht@ftnet.dk](mailto:cht@ftnet.dk)

### Høring - udkast til tre lovforslag fra Finanstilsynet

Ved e-mail af 16. november 2015 har Erhvervs- og Vækstministeriet - Finanstilsynet anmodet om Advokatrådets bemærkninger til ovennævnte forslag.

Advokatrådet har følgende bemærkninger:

Det følger forslaget til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. § 1, nr. 19 vedrørende ny § 84 m, at Finanstilsynets pligt til at offentliggøre påtaler, påbud og administrative bødeforlæg udvides i forhold til gældende ret, herunder således at der skal ske offentliggørelse også i sager, der vedrører fysiske personer.

Det fremgår af bemærkningerne til forslaget som konkret begrundelse for offentliggørelsespligten, dels at forslaget er nødvendigt til gennemførelse af direktivets art. 34, og dels at "Offentliggørelsen af afgørelser er et vigtigt redskab for de kompetente myndigheder til at informere markedsdeltagerne om, hvilken adfærd der betragtes som en overtrædelse af markedsmisbrugsforordningen."

Advokatrådet bemærker, at offentliggørelse af den fysiske persons navn synes helt unødvendig i forhold til formålet om generel information om ulovlig adfærd. Advokatrådet har noteret sig, at offentliggørelse efter forslaget skal ske anonymiseret, medmindre samfundsmæssige hensyn til offentliggørelse af navnet vurderes at veje tungere end hensynet til personen. Advokatrådet antager herefter, at anonymiseret offentliggørelse bliver den klare hovedregel.

Med venlig hilsen

  
Torben Jensen



Finanstilsynet  
Århusgade 110  
2100 København Ø

ATT:  
[ministerbetjening@ftnet.dk](mailto:ministerbetjening@ftnet.dk)  
[bch@ftnet.dk](mailto:bch@ftnet.dk)  
[cht@ftnet.dk](mailto:cht@ftnet.dk)

KAPITALMARKEDS-  
AFDELINGEN  
TELEFON: 3363 6101

Havnegade 5  
1093 København K  
Telefon: 3363 6363

[www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)  
[nationalbanken@nationalbanken.dk](mailto:nationalbanken@nationalbanken.dk)

Sagsnr.: 151189  
Dokumentnr.: 1496457

### **Svar på høring om forslag til lov om kapitalmarkeder og andre love**

Ved brev af 16. november 2015 har Finanstilsynet sendt forslag til lov om kapitalmarkeder, forslag til ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed og lov om finansielle rådgivere m.v. i høring.

Det er et betydeligt reguleringsinitiativ inden for kapitalmarkedsområdet, der implementerer og tilpasser dansk lovgivning til flere væsentlige EU-retsakter. Nationalbanken finder, at lovforslagene har en god systematik, der vil tilpasse dansk lovgivning til EU-reguleringen på en overskuelig måde.

I forslag til lov om kapitalmarkeder er der foreslået ændringer angående Nationalbankens adgang til at oprette konti i en værdipapircentral som kontoførende institut og angående klageadgang til Erhvervsankenævnet. Nationalbanken finder ikke grundlag for disse ændringer.

Nationalbanken overvåger specifikke registrerede betalingssystemer og offentliggør sine overordnede konklusioner herom. I forhold til indførelsen af tavshedspligt for Nationalbankens ansatte skal det sikres, at det fortsat er muligt.

Nationalbanken modtager sikkerhedsstillelse for bl.a. afviklingskreditter til VP og detailclearingerne i henhold til bestemmelsen om risikoafdækning. Beskrivelsen heraf i lovbemærkningerne skal tage højde for, at Nationalbankens intradag-kredit og dermed pant kan løbe over flere kalenderdage.

16. december 2015

Vedrørende bestemmelsen om tidspunktet for retsvirkningens indtræden ved registreringer af rettigheder i en værdipapircentral er det hensigtsmæssigt, at lovgivningen tager højde for, at dele af VP's afvikling vil migrere til den nye fælleseuropæiske afviklingsplatform Target2-Securities.

Med venlig hilsen

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'K. Biltøft', with a stylized, cursive script.

Karsten Biltøft



Danish  
Shipowners'  
Association



Rederiforeningen  
af 2010



Bilfærgernes  
Rederiforening

Finanstilsynet

Att.: Specialkonsulent Barbara Hoffmann Christiansen og specialkonsulent  
Christian Turley

Århusgade 110

2100 København Ø

Danmark

Pr. mail til: [ministerbetjening@ftnet.dk](mailto:ministerbetjening@ftnet.dk), [bch@ftnet.dk](mailto:bch@ftnet.dk) og [cht@ftnet.dk](mailto:cht@ftnet.dk)

15. december 2015

Sagsnr. 15-550

## **Høringssvar til lovforslag om ændring af lov om værdipapirhandel m.v., lovforslag om ændring af lov om finansiel virksomhed og forslag til lov om kapitalmarkeder**

Hermed bekræftes modtagelsen af Finanstilsynets høringsbrev af 16. november 2015 vedrørende de ovennævnte lovforslag, som har til formål at gennemføre en række EU-retsakter.

Rederiforeningerne støtter den generelle udmelding på dialogmødet den 9. december 2015 om, at der generelt tilsigtes en minimumsimplementering med lovforslagene. Dette er også i overensstemmelse med regeringsprincipperne om, at "den nationale regulering som udgangspunkt ikke bør gå videre end minimumskravene i EU-reguleringen" og at: "danske virksomheder ikke bør stilles dårligere i den internationale konkurrence, hvorfor implementeringen ikke bør være mere byrdefuld end den forventede implementering i sammenlignelige EU-lande".

Rederiforeningerne er betænkelige ved, at detaljerede krav forudsættes at fremgå af mange forskellige bekendtgørelser, da det bliver vanskeligt for virksomhederne at opnå et overblik over reglerne. Rederiforeningen henstiller derfor, at reglerne samles og forenkles.

Rederiforeningerne har derudover følgende detaljerede bemærkninger til to af lovforslagene.

### **Foreslåede ændringer i værdipapirhandelsloven**

Lovforslaget betyder, at reglerne om bl.a. insiderregler og markedsmisbrug flyttes ud af værdipapirhandelsloven, da reguleringen heraf fremadrettet følger af EU's

markedsmisbrugsforordning. Derudover gennemfører lovforslaget de dele af markedsmisbrugsforordningen, der kræves implementeret i national lovgivning (primært tilsyns- og sanktionsbestemmelser samt offentliggørelse af beslutninger). Flere medlemsstater havde implementeret det tidligere markedsmisbrugsdirektiv forskelligt, dvs. at der ikke er ens regler i alle landene. Markedsmisbrugsforordningen skal skabe ensartede og klarere rammer til imødegåelse af markedsmisbrug i det indre marked.

- Da reglerne i markedsmisbrugsforordningen skal anvendes direkte i såvel Danmark som i de øvrige EU-lande, henstiller Rederiforeningerne, at der udarbejdes vejledningsmateriale, der forklarer de nye regler over for udstedere mv.

I de eksisterende regler er der ikke et krav om, at udsteder automatisk skal underrette Finanstilsynet, når udsteder udsætter offentliggørelsen af intern viden. Markedsmisbrugsforordningen pålægger udstederne at udarbejde redegørelser om baggrunden for udsættelsen af offentliggørelse. DI, Rederiforeningen og Dansk Erhverv har i oktober 2014 sendt et fællesbrev til Finanstilsynet og argumenteret for, at redegørelserne alene skal indsendes til Finanstilsynet efter tilsynets anmodning, idet det vil være mindst byrdefuldt for danske børsnoterede virksomheder.

- Rederiforeningen påpeger derfor, at det fremgår af lovbemærkningerne, at redegørelserne kun skal indsendes til Finanstilsynet på konkret anmodning fra Finanstilsynet.

### **Forslag til ny lov om kapitalmarkeder**

Den nye kapitalmarkedslov vil pr. 1. januar 2017 erstatte værdipapirhandelsloven. Den nye hovedlov skal sikre, at reglerne fortsat er anvendelige, tidssvarende og sammenhængende samt fjerne overflødig regulering.

Finanstilsynet og Erhvervsstyrelsen for så vidt angår udstedere, der aflægger års- og delårsrapport efter årsregnskabsloven har adgang til at foretage en regnskabskontrol af de noterede selskaber.

I den gældende § 83 b i værdipapirhandelsloven fremgår, at kontrollen hvert år omfatter op til 20 procent af de omfattende udstedere, der udvælges ud fra en risikomæssig betragtning og ved tilfældig udvælgelse. I forslaget til § 264 fremgår ikke en tilsvarende begrænsning i antallet af virksomheder, der årligt kan udtages til regnskabskontrol.

- Rederiforeningerne gør opmærksom på, at der sikres en fornuftig balance mellem kontrolbehovet og de administrative byrder, som udstederne vil blive påført på grund af denne kontrol.

Det fremgår af Justitsministeriets vejledning om lov kvalitet fra 2005, at det i hvert enkelt tilfælde nøje bør overvejes, om det er overhovedet er nødvendigt – med eller uden retskendelse – at tillægge offentlige myndigheder adgang til privat ejendom, herunder om andre og mindre indgribende kontrolforanstaltninger kan anses for tilstrækkelige.

- Rederiforeningerne mener derfor, at der er behov for nærmere retningslinjer i forhold til den praktiske udførelse af Finanstilsynets tilsyns- og kontrolopgaver.

Danmarks Rederiforening står naturligvis til rådighed for en uddybning af høringssvaret eller spørgsmål til samme.

Med venlig hilsen

Henriette Ingvarsdén  
Mobil: 20330609  
E-mail: hei@shipowners.dk

Finanstilsynet  
Att.: Barbara Hoffmann Christiansen  
Århusgade 110  
København Ø

Sendt til [ministerbetjening@ftnet.dk](mailto:ministerbetjening@ftnet.dk), med kopi til  
[bch@ftnet.dk](mailto:bch@ftnet.dk) og [cht@ftnet.dk](mailto:cht@ftnet.dk)

21. december 2015

## **Høring over lov om kapitalmarkeder, lov om ændring af lov værdipapirhandel mv. og lov om ændring af lov om finansiel virksomhed og lov om finansielle rådgivere mv.**

Dansk Erhverv har den 16. november 2015 modtaget høring over lov om kapitalmarkeder, lov om ændring af lov værdipapirhandel mv., samt lov om ændring af lov om finansiel virksomhed og lov om finansielle rådgivere mv. fra Finanstilsynet, og har følgende bemærkninger til de tre lovforslag.

### **Generelle bemærkninger**

Dansk Erhverv kan tilslutte sig lovforslagenes overordnede formål om en øget handelsgennemsigtighed til fordel for investorerne, et styrket forbrugerbeskyttelsesniveau og en bedre konkurrence mellem de aktører, der er til stede på kapitalmarkederne. Dansk Erhverv bakker op om, at det sikres, at reglerne er anvendelige, tidsvarende og sammenhængende og at der fjernes overflødig regulering.

Dansk Erhverv er af den opfattelse, at danske virksomheder ikke skal pålægges yderligere byrder. Administrative byrder er en belastning for danske virksomheder og svækker bl.a. virksomhedernes internationale konkurrenceevne.

Det er derfor også Dansk Erhvervs opfattelse, at regeringen skal sikre, at EU-lovgivningen som udgangspunkt ikke overimplementeres i Danmark, hvilket Erhvervs- og Vækstminister Troels Lund Poulsen tidligere har meldt ud den 20. november 2015 med regeringens fem principper for implementering af erhvervsrettet EU-regulering i Danmark. Idet der i forhold til disse tre lovforslag ikke er oplyst om, hvorvidt der er lagt op til en overimplementering, lægger Dansk Erhverv til grund, at der ikke vil ske en overimplementering af retsakterne.

Dansk Erhverv har videre noteret sig, at hvor der er overført regler fra de tidligere love, og hvor bestemmelserne ordlyd er ændret, er der tale om præciseringerne, uden der er tilsigtet ændringer i retspraksis. Dette blev oplyst på dialogmødet hos Finanstilsynet den 9. december 2015.

## **Specifikke bemærkninger**

*Lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v.*

Lovforslagets §1, nr. 6, der vedrører ophævelsen af værdipapirhandelslovens § 27, stk. 1-6.

Det fremgår af den nugældende værdipapirhandelslovens §27, stk. 1-6, hvornår en virksomhed skal offentliggøre intern viden. Ved forslaget til ændringen af loven, fremgår det ikke klart, om ophævelsen af bestemmelsen betyder, at der kommer til at ske ændringer i den nugældende realitetsgrundsætning, samt præcist hvilke skridt i processen der i givet fald betragtes som intern viden. Det vil være ønskeligt, hvis det tydeligt i reglerne fremhæves og gøres klart, at der ikke er tilsigtet en ændring i realitetsgrundsætninger, idet Dansk Erhverv bemærker, at Finanstilsynet ved dialogmødet den 9. december 2015 oplyste, at der netop ikke tilsigtes en ændring i praksis. Realitetsgrundsætningen er ekstrem væsentlig for de berørte virksomheder, da bestemmelsen angiver retningen for, hvornår information skal tilgå markedet og da overtrædelse af reglerne medfører overordentligt store bøder.

*Lov om kapitalmarkeder*

Lovforslagets § 264 om regnskabskontrol.

Efter de nugældende regler om regnskabskontrol i værdipapirhandelslovens § 83b, stk. 1-6 fremgår det, at der årligt alene udtages op til 20 pct. af udstedere til kontrol. Ved ændringen er der ikke længere begrænsninger i antallet af udstedere, der udtages til kontrol. En kontrol er administrativt byrdefuld for virksomheden og bør derfor alene foretages, hvis ikke målet kan opnås ved anvendelse af mindre indgribende foranstaltninger. Dansk Erhverv bemærker, at der på dialogmødet i Finanstilsynet den 9. december 2015 blev oplyst, at tilsynet ikke forventer, at der i praksis vil blive udtaget mere end 20 pct. til kontrol.

Lovforslagets §267 om tilsyn- og kontrolundersøgelser uden retskendelse.

Der åbnes med lovforslaget op for foretagelse af kontrolbesøg uden retskendelse. Det er Dansk Erhvervs opfattelse, at et sådan instrument er en voldsom indgrebsbeføjelse og alene skal anvendes, som sidste mulighed. Dansk Erhverv bemærker i den forbindelse, at det fremgår klart af bemærkningerne, at det er en betingelse for anvendelse af bestemmelsen, at formålet ikke kan opnås ved brug af en mindre indgribende foranstaltning. Det fremgår endvidere af bemærkningerne, at Finanstilsynet er underlagt et proportionalitetsprincip, hvorfor den mindst indgribende beføjelse altid skal anvendes. Vi forventer, at Finanstilsynet er særdeles opmærksomme herpå.

Dansk Erhverv uddyber naturligvis gerne ovenstående.

Med venlig hilsen

Henrik Lundgaard Sedenmark  
Chefkonsulent



Finanstilsynet  
 Att.: Barbara Hoffmann Christiansen  
 Aarhusgade 110  
 2100 København Ø

**Dansk Industri**  
 Confederation of Danish Industry

E-mail: [ministerbetjening@ftnet.dk](mailto:ministerbetjening@ftnet.dk)  
 Kopi til [bch@ftnet.dk](mailto:bch@ftnet.dk) og [cht@ftnet.dk](mailto:cht@ftnet.dk).

## Høring over udkast til ændring af lov om værdipapirhandel mv., udkast til forslag om lov om kapitalmarkeder og udkast til forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed og lov om finansielle rådgivere mv.

Finanstilsynet har den 16. november 2015 sendt udkast til tre lovforslag i høring med høringsfrist den 21. december 2015.

1. Forslag til ændring af lov om værdipapirhandel m.v. som følge af EU's markedsmissbrugsforordning (MAR), der skal gælde fra 1. juli 2016 til 1. januar 2017,
2. Forslag til lov om kapitalmarkeder, der fra 1. januar 2017 skal erstatte lov om værdipapirhandel m.v., og
3. Forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed og lov om finansielle rådgivere m.v., skal gennemføre EU direktiv om markeder for finansielle instrumenter (MiFID II) og direktivlignende bestemmelser (MiFIR).

DI finder det indledningsvist vigtigt, at der generelt tilsigtes en minimumsimplementering af EU-reguleringen. Det er samtidig vigtigt, at reglerne bliver så klare og overskuelige som muligt for de virksomheder, der berøres af de nye regler.

Nedenfor følger DI's uddybende bemærkninger til de tre lovforslag.

### Ad. 1) Ændringer i værdipapirhandelsloven

Lovforslaget lægger op, at reglerne om bl.a. insiderregler og markedsmissbrug flyttes ud af værdipapirhandelsloven, da reguleringen heraf fremadrettet følger af EU's markedsmissbrugsforordning. Derudover gennemfører lovforslaget de dele af markedsmissbrugsforordningen, der kræves implementeret i national lovgivning (primært tilsyns- og sanktionsbestemmelser samt offentliggørelse af beslutninger).

Flere medlemsstater havde implementeret det tidligere markedsmissbrugsdirektiv forskelligt, dvs. at der ikke er ens regler i alle landene. Markedsmissbrugsforordningen skal således skabe ensartede og klarere rammer til imødegåelse af markedsmissbrug i det indre marked.

Da reglerne i markedsmisbrugsforordningen skal anvendes direkte i såvel Danmark som i de øvrige EU-lande, finder DI, at der behov for vejledningsmateriale, der forklarer de nye regler over for udstedere mv.

### **Tilsyns- og offentliggørelsesregler**

Der lægges op til en ny bestemmelse (§84 M) i Værdipapirhandelsloven, hvorefter Finanstilsynet på sin hjemmeside offentliggør påtaler, påbud, administrative bødeforlæg og politianmeldelser. Hvis en sag er overgivet til politimæssig efterforskning, og der er faldet helt eller delvis fældende dom eller vedtaget bøde, skal dommen, bødevedtagelsen eller et resume heraf offentliggøres på Finanstilsynets hjemmeside. Derimod vil det ikke fremgå af Finanstilsynets hjemmeside, hvis virksomheden eksempelvis frifindes, eller at politianmeldelsen efterfølgende trækkes tilbage.

I § 289, stk. 2 i lovforslaget om kapitalmarkeder fremgår imidlertid som noget nyt, at Finanstilsynet på sin hjemmeside kan offentliggøre frifindende domme, påtaleopgivelse og tiltalefrafald, hvis den berørte fysiske eller juridiske person ønsker dette. Kapitalmarksloven vil dog først træde i kraft 1. januar 2017, hvorimod ændringerne i værdipapirhandelsloven allerede vil træde i kraft den 1. juli 2016.

DI finder, at der bør tilføjes en bestemmelse omkring offentliggørelse af frifindende domme, påtaleopgivelse og tiltalefrafald i forslaget til Værdipapirhandelslovens § 84M, der gælder i perioden fra 1. juli 2016 til 1. januar 2017.

### **Offentliggørelse af intern viden**

Det fremgår af markedsmisbrugsforordningens artikel 17, at en udsteder hurtigst mulig skal offentliggøre intern, der direkte vedrører denne udsteder.

Det er uklart, hvorvidt markedsmisbrugsforordningen ændrer den hidtidige velfungerende og veletablerede danske tilgang og praksis, der baserer sig på den såkaldte ”realitetsgrundsætning”, dvs. at oplysning til markedet først skal ske, når et forhold er indtrådt.

Såfremt forslaget vil betyde en ændring i den hidtidige danske praksis, kan det blive vanskeligere for udstederne at afgøre, hvornår intern viden skal offentliggøres, og det kan lede til offentliggørelse af ny information, der efterfølgende vil skulle korrigeres. Dette kan skabe unødigt støj i markedet.

DI finder, at der er behov for en nærmere afklaring og tydeliggørelse af hvilke rammer, som fremadrettet vil gælde i forhold til tidspunktet for offentliggørelse af intern viden.

### **Udsættelse af offentliggørelse af intern viden**

I de eksisterende regler er der ikke et krav om, at udsteder automatisk skal underrette Finanstilsynet, når udsteder udsætter offentliggørelsen af intern viden. Markedsmisbrugsforordningen pålægger udstederne at udarbejde redegørelser om baggrunden for udsættelsen af offentliggørelse.

DI, Rederiforeningen og Dansk Erhverv har i oktober 2014 sendt et fællesbrev til Finanstilsynet og argumenteret for, at redegørelserne alene skal indsendes til Finanstilsynet efter tilsynets anmodning, idet det vil være mindst byrdefuldt for danske børsnoterede virksomheder.

Det er uklart af lovbemærkningerne, om redegørelserne kun skal indsende til Finanstilsynet på konkret anmodning fra tilsynet, eller om udstedere skal indsende redegørelserne til Finanstilsynet hver eneste gang udsættelsesadgangen anvendes. DI finder fortsat, at der bør vælges den tilgang, der er mindst byrdefuld for de børsnoterede danske virksomheder, dvs. at der kun skal indsende redegørelse til Finanstilsynet på dennes anmodning.

## **Ad. 2) Forslag til lov om kapitalmarkeder**

Den nye kapitalmarkedslov vil pr. 1. januar 2017 erstatte værdipapirhandelsloven. Den nye hovedlov skal sikre, at reglerne fortsat er anvendelige, tidssvarende og sammenhængende samt fjerne overflødig regulering.

### **Regnskabskontrol**

Finanstilsynet (og Erhvervsstyrelsen for så vidt angår udstedere, der aflægger års- og delårsrapport efter årsregnskabsloven) har adgang til at foretage en regnskabskontrol af de noterede selskaber. Formålet med regnskabskontrollen af årsrapporter og delårsrapporter er at bidrage til en konsekvent anvendelse af de relevante regnskabsregler.

I den gældende § 83 b i værdipapirhandelsloven fremgår, at kontrollen hvert år omfatter op til 20 pct. af de af omfattede udstedere, der udvælges ud fra en risikomæssig betragtning og ved tilfældig udvælgelse.

I forslaget til § 264 fremgår ikke en tilsvarende begrænsning i antallet af virksomheder, der årligt kan udtages til regnskabskontrol. Baggrunden for dette er uklar. Det, der kan tale for en udvidet kontroladgang, er muligheden for at kunne foretage en temabaseret kontrol af udvalgte punktnedslag i års- og delårsrapporter for en bredere kreds af udstedere. Omvendt kan en øget regnskabskontrol påføre udstedere ekstra byrder og omkostninger.

DI finder det vigtigt, at der sikres en fornuftig balance mellem kontrolbehovet og de administrative byrder, som udstederne vil blive påført på grund af denne kontrol.

### **Tilsyn og kontrol uden retskendelse**

Det fremgår af forslaget til § 267, at Finanstilsynet til enhver tid mod behørig legitimation og uden retskendelse kan foretage tilsyns- og kontrolundersøgelser hos de virksomheder, der har pligter i henhold til de regler, hvor Finanstilsynet er udpeget som kompetent myndighed, samt leverandører og underleverandører til disse virksomheder med henblik på at indhente oplysninger om den outsourcete aktivitet.

Der lægges som noget nyt op til at give Finanstilsynet hjemmel til at foretage kontrolundersøgelser af udstedere, der ikke er finansielle virksomheder, samt foretage kontrolundersøgelser af virksomheder, der ikke er under Finanstilsynets tilsyn. Udvidelsen begrundes i lovforslaget med henvisning til EU's gennemsigtighedsdirektiv og ESMA's retningslinjer.

DI finder, at det er uklart, i hvilket omfang disse EU-regler kræver en adgang for myndighederne til at foretage kontrolundersøgelser uden retskendelse. DI finder, at myndigheders adgang til den privat ejendom uden retskendelse rejser retssikkerhedsmæssige betænkeligheder.

DI skal henlede opmærksomheden på, at der i Justitsministeriets vejledning om lovqualität fra 2005 fremgår, at det i hvert enkelt tilfælde nøje bør overvejes, om det er overhovedet er nødvendigt – med eller uden retskendelse – at tillægge offentlige myndigheder adgang til privat ejendom, herunder om andre og mindre indgribende kontrolforanstaltninger kan anses for tilstrækkelige.

DI skal samtidig understrege vigtigheden af, at virksomhederne beskyttes mod selvinkriminering. Dette vigtige princip kan udledes af Den Europæiske Menneskerettighedskonventions artikel 6.

DI finder, at der er behov nærmere retningslinjer i forhold til den praktiske udførelse af Finanstilsynets tilsyns- og kontrolopgaver.

### **Oplysningsforpligtelser**

Kapitel 9 i udkastet til kapitalmarkedslov regulerer oplysningsforpligtelserne for udstedere. Det fremgår i de generelle lovbemærkninger punkt 2.2.8 "Oplysningsforpligtelser", at de gældende regler i værdipapirhandelsloven og udstederbekendtgørelsen fungerer fornuftigt og hensigtsmæssigt. DI er enig heri.

Det fremgår endvidere af lovbemærkningerne, at Erhvervs- og Vækstministeriet har overvejet, om der skal ske en overimplementering af reglerne fra gennemsigtighedsdirektivet til ligeledes at omfatte udstedere af omsættelige værdipapirer, der handles på en MHF (multilateral handelsfacilitet) eller en OHF (ny kategori af organiseret handelsplads). Ministeriet har dog valgt en tekstnær implementering af kravene i gennemsigtighedsdirektivet, således at disse krav alene vil finde anvendelse for udstedere, der har finansielle instrumenter optaget til handel på et reguleret marked. DI finder det positivt, at der ikke sker en overimplementering på dette område.

### **Ad. 3) Ændring af lov om finansiell virksomhed mv.**

Udkastet til lov om ændring af lov om finansielle virksomheder og lov om finansielle rådgivere m.v. (herefter samlelovforslaget) skal gennemføre de dele af MiFID II, der som følge af gennemførelsen af det gældende MiFID-direktiv i dag er reguleret i lov om finansiell virksomhed og andre love.

## **Tilladelse som CO2-kvotebyder**

Lov om finansiel virksomhed indeholder i dag et krav om, at CO2-kvotebydere skal have tilladelse af Finanstilsynet. I lyset af MiFID II lægges der op til en mindre justering af, hvilke virksomheder, der kan opnå tilladelse som CO2-kvotebyder og dermed opnå tilladelse til at byde på auktioner for drivhusgasemissioner (CO2-kvoter). Justeringen medfører ifølge lovbemærkningerne, at lidt færre personer fremover vil kunne blive CO2-kvotebydere. DI skal anmode om, at Finanstilsynet uddyber effekten af denne mindre justering.

\*\*\*

DI står naturligvis til rådighed, hvis dette høringssvar giver anledning til spørgsmål eller bemærkninger.

Med venlig hilsen

Morten Qvist Fog  
Chefkonsulent

Finanstilsynet  
Aarhusgade 110  
2100 København Ø

Att. Barbara Hoffmann Christiansen

Fremsendes via e-mail: [ministerbetjening@ftnet.dk](mailto:ministerbetjening@ftnet.dk)  
Kopi til: [bch@ftnet.dk](mailto:bch@ftnet.dk) og [cht@ftnet.dk](mailto:cht@ftnet.dk)

18. december 2015

**Høring over udkast til forslag til ændring af lov om værdipapirhandel m.v.,  
udkast til forslag til lov om kapitalmarkeder og udkast til forslag til lov om  
ændring af lov om finansiel virksomhed og lov om finansielle rådgivere m.v.**

Dansk Investor Relations Forening ("DIRF") har gennemgået de dele af ovenfor nævnte udkast til lovforslag, som vurderes at være relevante for Investor Relations-området, og har således alene kommentarer til ændringer, der relaterer sig til dette område.

Det skal bemærkes, at de dele, der er mest relevante for Investor Relations-området, primært er indeholdt i markedsmisbrugsforordningen (MAR), som har direkte retsvirkende effekt i Danmark og allerede er vedtaget i EU-regi. Således knytter DIRF's nedenstående kommentarer sig primært til områder, der kræver implementering i dansk lovgivning, og hvor DIRF finder, at de nye regler risikerer at føre til øget markedsuanset og uhensigtsmæssigheder i forhold til den fremtidige praktiske forvaltning af lovsættet.

DIRF takker for muligheden for at komme med bemærkninger.

DIRF har følgende bemærkninger:

- **Offentliggørelse af intern viden**

Det fremgår af MAR artikel 17, at en udsteder hurtigst mulig skal offentliggøre intern viden, der direkte vedrører denne udsteder. I MAR artikel 7 defineres intern viden som "specifik viden, som ikke er blevet offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere eller et eller flere finansielle instrumenter, og som, hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller på de heraf afledte finansielle instrumenter".

Den hidtidige danske tilgang og praksis vedrørende tidspunktet for oplysningsforpligtelses indtræden har baseret sig på den såkaldte "realitetsgrundsætning", dvs. at oplysning til markedet først skal ske, når et forhold er en realitet. Denne tidsmæssige rettesnor følger ikke direkte af MAR eller lovbemærkningerne hertil, og det er derfor uklart på nuværende tidspunkt, hvorvidt MAR ændrer "realitetsgrundsætningen", som vi kender

den i dag, og om denne fremover vil indgå som et led i fastlæggelsen af, hvornår oplysningspligten indtræder. Hvis dette ikke er tilfældet, kan det betragtes som en reel ændring, der kan betyde, at oplysningspligten fremover formelt vil indtræde tidligere, end det har været tilfældet hidtil. Uden "realitetsgrundsætningen" kan det blive vanskeligere for selskaberne at afgøre, hvornår intern viden skal offentliggøres, og det kan lede til offentliggørelse af ny information, der så efterfølgende må trækkes tilbage eller korrigeres. Det risikerer at foranledige unødige kursudsving og 'støj' i markedet, hvilket vi vurderer u hensigtsmæssigt, og det vil især kunne ramme investorer, som ikke har tilstrækkelig indsigt til at vurdere sandsynligheder og udfaldsscenarioer. For at undgå sådanne situationer, vil selskaberne skulle anvende udsættelsesadgangen. Sådant har praksis også været i andre EU-lande, herunder blandt andet Tyskland. Vi anmoder Finanstilsynet om nærmere vejledning og afklaring på dette område, da netop god praksis i relation til håndteringen af den løbende oplysningspligt er særdeles afgørende for en god udførelse af det løbende Investor Relations-arbejde.

Endvidere fremgår det af MAR artikel 7 stk. 3, at "et midlertidigt skridt i en langstrakt proces betragtes som at være intern viden, hvis det i sig selv opfylder kriterierne for intern viden som fastsat i denne artikel". Dette er en ny formulering, som alt andet lige vurderes at kunne betyde, at selskaberne i langt højere grad end tidligere får brug for at benytte udsættelsesadgangen, da bortfald af anvendelsen af "realitetsgrundsætningen" i implementeringen af MAR kan fremrykke oplysningsforpligtelsen i forbindelse med længerevarende processer, som for eksempel en større virksomhedshandel eller partneraftale. Vi anmoder Finanstilsynet om nærmere vejledning og afklaring på dette område.

- **Udsættelse af offentliggørelse af intern viden**

I de eksisterende regler er der ikke et krav om, at udsteder automatisk skal underrette Finanstilsynet, når udsættelsesadgangen benyttes. I MAR pålægges udsteder at udarbejde redegørelser for baggrunden for at udsætte offentliggørelse.

DIRF anmoder om, at Finanstilsynet i forbindelse med implementeringen af MAR i dansk lov fastholder de nuværende regler, hvorefter redegørelserne alene skal indsendes til Finanstilsynet efter tilsynets anmodning. Dette vil være mindst byrdefuldt for de danske børsnoterede virksomheder.

- **Offentliggørelse af påtaler, påbud, administrative bødeforlæg og politianmeldelser**

I forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. fremgår det af § 84 m, at Finanstilsynet på sin hjemmeside offentliggør påtaler, påbud, administrative bødeforlæg og politianmeldelser eller et resume heraf i sager om overtrædelse af bestemmelser i MAR, herunder navnet på virksomheden eller personen. Det fremgår endvidere, at offentliggørelse skal udskydes eller ske i anonymiseret form, hvis

- 1) offentliggørelsen vil medføre uforholdsmæssig stor skade for virksomheden eller personen,
- 2) efterforskningsmæssige hensyn taler imod offentliggørelse,

- 3) offentliggørelsen vil true den finansielle stabilitet, eller
- 4) samfundsmæssige hensyn til offentliggørelsen af en persons navn må vurderes ikke at være proportionale med hensynet til personen.

Offentliggørelse af tilsynsreaktioner vil i særdeleshed være indgribende for fysiske personers integritet. DIRF anmoder derfor Finanstilsynet at foretage grundige proportionalitetsovervejelser i hver enkelt sag, der involverer offentliggørelse af personers navne, og således overveje, om offentliggørelse med navns nævnelse har en tilstrækkelig præventiv effekt i forhold til det indgreb, som offentliggørelsen vil være i vedkommendes personlige integritet.

§ 289, stk. 2 i lovforslaget om kapitalmarkeder fremgår det som noget nyt, at Finanstilsynet på sin hjemmeside kan offentliggøre frifindende domme, påtaleopgivelse og tiltalefrafald, hvis den berørte fysiske eller juridiske person ønsker dette. Kapitalmarkedsloven vil dog først træde i kraft 1. januar 2017, hvorimod ændringerne i værdipapirhandelsloven allerede vil træde i kraft den 1. juli 2016. DIRF finder derfor, at der også bør tilføjes en bestemmelse omkring offentliggørelse af frifindende domme, påtaleopgivelse og tiltalefrafald i forslaget til Værdipapirhandelslovens § 84 m, der gælder i perioden fra 1. juli 2016 til 1. januar 2017.

Såfremt der ønskes en uddybning af vores synspunkter, kan undertegnede kontaktes.

Med venlig hilsen

Dorte Samuelsen  
Medlems af DIRFs bestyrelse  
Formand for Foreningens Reguleringsudvalg

Dansk Investor Relations Forening (DIRF) er et aktivt, professionelt forum for udvikling af virksomheders Investor Relations. Foreningens ca. 250 medlemmer fra omkring 110 virksomheder har ansvar for IR i børsnoterede og andre selskaber, er rådgivere inden for IR eller er leverandører til IR-aktiviteterne.

Foreningens formål er at fremme kvaliteten i kommunikationen mellem børsnoterede selskaber og investorer i Danmark og i udlandet. Foreningen er grundlagt i 1988. Yderligere oplysninger om DIRF findes på hjemmesiden [www.dirf.dk](http://www.dirf.dk). Vedrørende regulering arbejder DIRF for, at love og regler er fornuftige, enkle og lette at forstå, lette at finde, konsistente, stabile og i harmoni med internationale regler og god praksis.

DIRF-kontakter i denne sag:

Dorte Samuelsen, medlem af DIRFs bestyrelse og formand for Reguleringsudvalget  
Partner, Guidance, mobil 20 23 62 54.

Hanne Leth Hillman, formand for DIRFs bestyrelse  
Senior Vice President for Investor Relations and Communications I Zealand Pharma, mobil 50 60 36 89



Finanstilsynet  
Århusgade 110  
2100 København Ø  
[ministerbetjening@ftnet.dk](mailto:ministerbetjening@ftnet.dk); [bch@ftnet.dk](mailto:bch@ftnet.dk); [cht@ftnet.dk](mailto:cht@ftnet.dk)

29. december 2015

## Udkast til lovforslag om kapitalmarkeder m.fl.

Finanstilsynet har den 16. november 2015 sendt følgende udkast til lovforslag i høring:

- 1) Udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. (ændringer som følge af forordningen om markedsmisbrug)
- 2) Udkast til forslag til lov om kapitalmarkeder
- 3) Udkast til forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed og lov om finansielle rådgivere m.v. (gennemførelse af direktiv om markeder for finansielle instrumenter (MiFID II) og ændringer som følge af den tilhørende forordning om markeder for finansielle instrumenter (MiFIR) m.v.)

Udkastene har været behandlet i Danske Advokaters fagudvalg for henholdsvis bank- og finansieringsret og kapitalmarkedsret.

Danske Advokater har nedenstående bemærkninger.

### 1. Udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v.

Lovforslaget er i essensen udtryk for implementeringen af markedsmisbrugsforordningen i dansk ret, inden at lov om kapitalmarkeder træder i kraft. Der henvises derfor til de nedenfor i pkt. 2 anførte bemærkninger i relevant omfang.

### 2. Udkast til forslag til lov om kapitalmarkeder

#### *Kapitel 1 – Lovens anvendelsesområde*

##### Ad § 1)

Der er i udkast til lovforslag om kapitalmarkeder (herefter lovforslaget) anvendt en fremgangsmåde, hvor der i de enkelte underafsnit i lovforslaget anføres et anvendelsesområde for de dele af lovforslaget, der kun finder anvendelse på en afgrænset personkreds eller person. På baggrund af den løbende udvikling i regulering fra EU

Vesterbrogade 32  
1620 København V

Telefon 33 43 70 00  
[mail@danskeadvokater.dk](mailto:mail@danskeadvokater.dk)  
[www.danskeadvokater.dk](http://www.danskeadvokater.dk)

Dok.nr. D-2015-044376

er fremgangsmåde overordnet set fornuftig. Fremgangsmåden skaber dog en række uhensigtsmæssigheder, særligt fordi definitionen på "aktører" ikke fremgår samlet i indledningen til lovforslaget.

Som eksempel kan nævnes, at der i lovforslagets § 67 er et forbud mod dobbeltroller som bestyrelsesmedlem i dataindberetningstjenester. Der er ikke indsat et anvendelsesområde for kapitlet, og udbydere af dataindberetningstjenester defineres først i § 241. Tilsvarende henvises der i lovforslagets § 76 til et registreret betalingssystem. Et registreret betalingssystem defineres først i lovforslagets § 184.

Der er således flere eksempler, hvor et begreb eller en henvisning til en aktør anvendes uden, at der er en definition heraf. Det vil være hensigtsmæssigt, hvis der i lovforslagets § 1 er en ikke-udtømmende liste over, hvilke aktører der er tiltænkt omfattet af lovforslaget. Desuden bør alle aktørerne defineres indledningsvist i lovforslaget.

Det er samtidig uklart, hvorfor § 2 om fondsmæglere fremgår af kapitel 1 om anvendelsesområdet. Investeringsforvaltningsselskaber og forvaltere af alternative investeringsfonde i §§ 5-6 fremgår af lovforslagets kapitel 2. Ved at lade lovforslagets § 2 om fondsmæglerbegrebet fremgå af kapitlet om anvendelsesområdet kan det forstås som en indsnævring af anvendelsesområdet til disse selskaber alene. Da der reelt er tale om en definition af fondsmæglerbegrebet, bør det fremgå af lovforslagets kapitel 2 om definitioner.

Det fremgår af bemærkningerne til lovforslaget, at der med adfærd også henvises til undladelser, som en person (fysisk og juridisk) foretager sig på kapitalmarkederne. Der kan med fordel nævnes eksempler på, hvornår en undladelse vil være omfattet af lovforslaget.

#### Ad § 2)

Lovforslagets § 2 skal læses i sammenhæng med lov om finansiel virksomhed, hvor definitionen af finansielle virksomheder agtes ændret ved forslag om lov om ændring af lov om finansiel virksomhed og lov om rådgivere m.v., der tillige er sendt i høring den 16. november 2015.

Det fremgår af bemærkningerne til lovforslaget § 2, at anvendelsesområdet for lovforslagets bestemmelser om fondsmæglerselskaber udvides. Det fremgår således, at:

"Med bestemmelsen udvides anvendelsesområdet for lovforslagets bestemmelser om fondsmæglerselskaber til at omfatte hjemmehørende pengeinstitutter og realkreditinstitutter, kreditinstitutter og investeringsselskaber, der har opnået tilladelse i et andet EU/EØS-land m.v., og kreditinstitutter og investeringsselskaber hjemmehørende i et land uden for EU/EØS m.v., der har oprettet filial eller har opnået tilladelse til at udbyde tjenesteydelser her i landet."

Fondsmæglerbegrebet erstatter værdipapirhandlerbegrebet. Forskellen i anvendelsesområdet synes alene at være, at kreditinstitutter og realkreditsinstitutter tidligere skulle have særskilt tilladelse efter § 9 i lov om finansiel virksomhed til at udøve investeringsservice. Med lovforslaget vil institutterne være omfattet, i det omfang de udøver investeringsservice. Det er Danske Advokaters anbefaling, at det i bemærk-

ningerne til lovforslaget præciseres, i hvilket omfang ændringen af fondsmæglerbegrebet udvider anvendelsesområdet.

Værdipapirhandlerbegrebet fastholdes i lovforslaget om ændring af lov om finansiel virksomhed. Det er uklart, hvilken forskel der fremover er på værdipapirhandlerbegrebet og fondsmæglerbegrebet.

Det fremgår af bemærkningen til lovforslagets § 2, at

”persongruppen omfattet af dansk rets værdipapirhandlerbegreb er ikke direkte sammenfaldende med den persongruppe, der efter MiFID II skal være omfattet af direktivets bestemmelser vedrørende investeringsselskaber. I lovforslaget erstatter fondsmæglerselskaber værdipapirhandlerbegrebet.”

En del af bestemmelserne i MiFID II implementeres i lov om finansiel virksomhed, herunder investorbeskyttelsesbestemmelserne. Sammenhængen og eventuelle forskelle i fondsmæglerbegrebet og værdipapirhandlerbegrebet bør derfor præciseres, og det bør fremgå, om der er tiltænkt en forskel i forhold til, hvilke selskaber der vil være omfattet af investorbeskyttelsesbestemmelserne i lov om finansiel virksomhed og kravene til fondsmæglere i lovforslaget.

Fondsmæglere omfattes af lovforslaget med henvisning til § 5, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed. Det følger af udkastet til forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed og lov om finansielle rådgivere, at

”virksomheder, der som fast erhverv eller på professionelt grundlag yder investeringsservice eller udfører investeringsaktiviteter som nævnt i bilag 4, afsnit A, er værdipapirhandlere og skal have tilladelse som værdipapirhandlere, jf. dog § 7, stk. 2 og § 8, stk. 2.”

I forslaget til ændring af lov om finansiel virksomhed er ”for *tredjemand*” udgået af bestemmelsen, der definerer værdipapirhandlere/fondsmæglere. Dette vurderes ikke at være hensigtsmæssigt.

Det følger af MiFID II artikel 4, stk.1, nr. 1, at investeringsselskabet defineres som *”en juridisk person, hvis sædvanlige erhverv eller virksomhed består i at yde én eller flere former for investeringsservice til tredjemand og/eller at udøve én eller flere investeringsaktiviteter på erhvervsmæssigt grundlag ”*. Forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed har derved en bredere definition af investeringsselskabsbegrebet end MiFID II. Det bemærkes i den forbindelse, at der i forslaget til lov om ændring af lov finansiel virksomhed henvises til artikel 5, stk. 1, i MiFID II på s. 66 i lovforslaget. Det bør rettelig være artikel 4, stk. 1.

Det bør alene være de virksomheder, der yder investeringsservice og investeringsaktiviteter på vegne af tredjemand, der omfattes af fondsmæglerbegrebet og dermed reguleringen for fondsmæglere i lovforslaget.

Det fremgår af bemærkningerne til lovforslagets § 2, at ”et fondsmæglersselskab betegner et investeringsselskab hjemmehørende i Danmark”. Det følger imidlertid af lovforslagets § 2, at udenlandske kreditinstitutter og investeringsselskaber, der udøver grænseoverskridende aktiviteter her i landet, i lovforslaget betegnes som fonds-

mæglersselskaber. Det er derfor uklart, hvordan bemærkningerne til lovforslaget skal forstås.

## *Kapitel 2 – Definitioner*

### Ad § 3)

Definitionen af et reguleret marked i § 3, nr. 2, i lovforslaget er meget kortfattet. I MiFID II, og i gældende lov om værdipapirhandel, er det en betingelse for at være et reguleret marked, at tredjeparters købs- og salgsinteresser sættes i forbindelse "inden for systemet og under iagttagelse af faste regler" og på en sådan måde, at det "medfører indgåelse af en aftale". Disse to betingelser er ikke nævnt i lovforslaget, og det fremgår ikke af bemærkningerne til lovforslaget, om det er hensigten at udvide anvendelsesområdet for regulerede markeder.

Med den nuværende formulering i lovforslaget vil ethvert system, hvor forskellige tredjeparters købs- og salgsinteresser i finansielle instrumenter kan agere, være omfattet af begrebet et reguleret marked. Der er derfor ikke et krav om, at interaktionen sker med henblik på at indgå en aftale, ligesom det ikke er en betingelse, at det sker i henhold til faste regler. Det bør præciseres, at det fortsat er en betingelse, at det sker "inden for systemet og under iagttagelse af faste regler" og på en sådan måde, at det "medfører indgåelse af en aftale".

Det fremgår desuden, at et reguleret marked "er et multilateralt system, der opereres af en operatør meddelt tilladelse efter lovforslagets § 110". Udenlandske operatører vil imidlertid blive meddelt tilladelse efter lovforslagets § 81. Det er uklart, om det er hensigten, at disse ikke også medtages under definitionen af regulerede markeder i lovforslagets § 2.

I lovforslagets § 3, nr. 3, defineres en multilateral handelsfacilitet som et

"multilateralt system, der opereres af en operatør af en multilateral handelsfacilitet, der er meddelt tilladelse efter § 128 i denne lov eller § 9, stk. 1, i lov om finansiell virksomhed".

Det kan med fordel beskrives i bemærkningerne til lovforslaget, hvilke virksomheder det drejer sig om.

Operatører af regulerede markeder kan søge om tilladelse efter lovforslagets § 128. Fondsmæglerselskaber og pengeinstitutter har mulighed for at drive multilaterale handelsfaciliteter og organiserede handelsfaciliteter efter § 9, stk. 1, i lov om finansiell virksomhed. Det er imidlertid uklart, i hvilket omfang kreditinstitutter og pengeinstitutter, der er meddelt tilladelse efter §§ 30, 31 og 33 i lov om finansiell virksomhed, vil være omfattet af reglerne.

Se herudover bemærkningerne til lovforslagets § 2, nr. 2, vedrørende definitionen af regulerede markeder, i forhold til, at "inden for systemet og under iagttagelse af faste regler" og "medfører indgåelse af en aftale" ikke er medtaget i lovforslaget. Dette gælder også i forhold til definitionen af multilaterale handelsfaciliteter.

I lovforslagets § 3, nr. 4, defineres en organiseret handelsfacilitet som et multilateralt system, der ikke er et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet.

En organiseret handelsfacilitet defineres i MiFID II, som ethvert multilateralt system, der ikke er et reguleret marked eller en MHF, og hvor forskellige tredjeparters købs- og salgsinteresser i obligationer, strukturerede finansielle produkter, emissionskvoter eller derivater kan interagere i systemet på en sådan måde, at det medfører indgåelse af en aftale.

Definitionen i MiFID II er dermed begrænset til købs- og salgsinteresser i obligationer, strukturelle produkter, emissionskvoter eller derivater, hvorimod definitionen i lovforslaget efter ordlyden omfatter alle finansielle instrumenter.

Der er ikke i bemærkningerne til lovforslaget en begrundelse for, hvorfor definitionen af organiserede handelsfaciliteter udvides. Der er ikke grundlag for, at anvendelsesområdet for organiserede handelsfaciliteter udvides, og det bør præciseres i lovteksten, at en organiseret handelsfacilitet er et multilateralt system, der ikke er et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, hvor forskellige tredjeparters købs- og salgsinteresser i obligationer, strukturerede finansielle produkter, emissionskvoter eller derivater kan interagere i systemet på en sådan måde, at det medfører indgåelse af en aftale.

I lovforslagets § 3, nr. 7-8, henvises der til markedsoperatører og fondsmæglerselskaber. Det kan med fordel præciseres i bemærkningerne til lovforslaget, hvilke aktører der omfattes af begrebet, herunder pengeinstitutter, der driver en multilateral handelsfacilitet eller en organiseret handelsfacilitet, og udenlandske kreditinstitutter og investeringsselskaber, der driver en multilateral handelsfacilitet eller en organiseret handelsfacilitet.

Outsourcingvirksomhed defineres i lovforslagets § 3, nr. 12, som "en markedsoperatør eller udbyder af indberetningstjenester eller en operatør af en multilateral handelsfacilitet (MHF) eller en organiseret handelsfacilitet (OHF), der outsourcer aktiviteter til en leverandør."

I § 2 c i den gældende lov om værdipapirhandel er outsourcingvirksomhed defineret som en virksomhed omfattet af § 7, stk. 1, der outsourcer aktiviteter til en leverandør, dvs.:

- 1) en operatør af et reguleret marked et aktieselskab, hvis virksomhed består i at drive et reguleret markeds forretninger,
- 2) en clearingcentral et aktieselskab, der driver værdipapirclearingvirksomhed med tilladelse efter § 8, og
- 3) en værdipapircentral et aktieselskab, der driver registreringsvirksomhed.

I lovforslaget er clearingcentraler og værdipapircentraler ikke nævnt. Der er ikke udarbejdet bemærkninger til lovforslaget § 3, stk. 1, nr. 12-14, og det er derfor uklart, om det er hensigten, at clearingcentraler og værdipapircentraler ikke medtages i forslag til lov om kapitalmarkeder.

## *Kapitel 6 – Store prospekter*

### Ad § 10)

Afsnit 8 i lovforslagets bemærkninger til § 10 anfører, at hvis oplysninger om et udbud offentliggøres på en hjemmeside, vil det som udgangspunkt altid være et udbud til offentligheden. I praksis vil udstedere ofte placere udbudsmateriale på deres hjemmeside bag såkaldte "click-ins", der angiver, hvem udbuddet/materialet er rettet til, og som alene tillader adgang for personer, som erklærer at være bosiddende i et land, hvor udbud og/eller distribution af materiale er tilladt. Hvis der er anvendt sådanne "click-ins", bør der ikke foreligge et udbud, blot fordi udbudsmaterialet kan tilgås via en hjemmeside. Henset til, at brugen af click-ins er meget udbredt, bør anvendelsen heraf omtales i lovforslagets bemærkninger. Alternativt bør omtalen af brugen af hjemmesider gøres mere nuanceret.

I definitionen af offentligt udbud i § 10, nr. 3, er ordet "fyldestgørende" slettet i forhold til den nuværende definition i værdipapirhandelslovens § 2 b. Det er uklart, om der herved er tilsigtet en ændring. I givet fald bør det præciseres i lovforslagets bemærkninger.

Det bør fortsat gælde – og det kan med fordel nævnes i bemærkningerne – at opfyldelse af selskabslovens krav om meddelelse og fremlæggelse af information til aktionærer i forbindelse med kapitalforhøjelser, jf. selskabslovens §§ 156 - 158, ikke automatisk udgør et udbud, jf. Finanstilsynets beslutning af 12. maj 2012.

### Ad § 11)

Af afsnit 7 i bemærkninger fremgår følgende:

"Der gælder dog en undtagelse til prospektpligten ved videresalg."

Danske Advokater antager, at der her tænkes på den særlige undtagelse, der beskrives i afsnittet umiddelbart derefter, og som er indeholdt i den nugældende prospektbekendtgørelse § 13, stk. 3. Dette bør i givet fald præciseres for at undgå den mulige misforståelse, at der generelt gælder en undtagelse fra prospektpligten ved videresalg.

### Ad § 13, stk. 1)

I § 13, stk. 1, nr. 5, litra a, og § 13, stk. 1, nr. 6, litra a, bør "underordnede" ændres til "efterstillede."

I § 13, stk. 1, mangler undtagelsen i den nuværende værdipapirhandelslovs § 23, stk. 4, nr. 1, om pengemarkedsinstrumenter med en løbetid på mindre end 12 måneder.

### Ad § 13, stk. 1, nr. 6)

For at lette den sproglige forståelse bør "ikke" slettes i sætningen "forudsat at disse omsættelige værdipapirer ikke" og i stedet indsættes i starten af hvert af de efterfølgende punkter (a)-(c). Denne ordstilling er anvendt i § 13, stk. 1, nr. 5.

### Ad § 14)

Af afsnit 5 til lovforslagets bemærkninger til § 14 fremgår følgende:

"Er udbyder eller den person, der anmoder om optagelse, en juridisk person, er det ledelsen i selskabet, der som udgangspunkt er ansvarlig for prospektets indhold."

Det fremgår endvidere, at

”Ansvaret for [prospektet bortset revisions-erklæringen] påhviler ledelsen”.

Disse bemærkninger er meget generelle, og det er uklart, hvilket ”ansvar” der henvises til. Tilsvarende bestemmelser ses endvidere ikke at fremgå af prospektdirektivet. Prospektpligten påhviler udsteder (eller den person, der anmoder om optagelse), og det er selskabet (eller vedkommende person, der anmoder om optagelse), der foranlediger udarbejdelse og offentliggørelse af prospektet. Ledelsen afgiver i den forbindelse en erklæring i prospektet, og denne erklæring kan danne grundlag for ansvar for enkelte medlemmer i overensstemmelse med almindeligt gældende ansvarsregler. De nævnte afsnit i lovforslagets bemærkninger bør således omformuleres, således at det fremgår, at udstederselskabets, ledelsens og evt. andre personers ansvar for fejl og mangler ved prospektet fastlægges efter danske rets almindelige regler. Alternativt bør ovenstående bemærkninger om ansvar udgå.

Det bemærkes endvidere, at det ikke er altid, at en ensidig henførelse af prospektansvaret til ”udstederselskabet” og dette selskabs ledelse forekommer rimelig eller hensigtsmæssig. Ganske ofte forekommer der således børsnoteringer (IPO’er), hvor ”udstederselskabet” ikke udbyder aktier, idet hele udbuddet består af allerede eksisterende aktier, som sælges af en eller flere eksisterende kapitalejere. I sådanne tilfælde burde det overvejes, om det skal være muligt at lade de(n) sælgende aktionær(er) påtage sig ansvaret for hele eller dele af prospektet.

Generelt set ser Danske Advokater en klar tendens til, at det mulige prospektansvar er en bremse i forhold til at få sammensat bestyrelser optimalt forud for en børsnotering. Mange egnede medlemmer fravælger bevidst at indtræde i bestyrelser forud for en IPO, da de ikke ønsker at risikere at blive mødt med erstatningskrav. Det ovenfor anførte taler for, at man ikke udvider grænserne for prospektansvaret.

#### Ad § 23)

Det bør præciseres, at bemyndigelsen vedrører ”prospekter efter dette kapitel 7”.

### *Kapitel 8 – Repræsentanter i forbindelse med obligationsudstedelser*

#### Ad § 26)

Danske Advokater vurderer at kravet om, at repræsentanten skal være udpeget i henhold til dansk ret under § 26, stk. 1, nr. 3, forekommer irrelevant. Det er ikke oplagt, hvilket beskyttelseshensyn dette krav søger at varetage, navnlig ikke henset til, at den primære virkning af registreringen er, at parternes aftale tillægges virkning i overensstemmelse med dens indhold. Det afgørende bør snarere være, om der i henhold til obligationsvilkår eller lignende er etableret en ordning, hvor en repræsentant kan repræsentere obligationsejere i relation til udstedelsen.

Baseret på erfaringer med gældende bestemmelse i værdipapirhandelsloven § 4 b, fungerer dette krav ikke i praksis.

## *Kapitel 9 – Oplysningsforpligtelser for udstedere med omsættelige værdipapirer optaget til handel på regulerede markeder*

### Ad § 33)

Lovforslagets § 33 definerer "gældsbeviser" indskrænkende i forhold til lovforslagets § 4 (generelle definitioner). Dette skyldes, at dette kapitel skal forstås i kontekst af gennemsigtighedsdirektivet, hvis anvendelsesområde kun er for en delmængde af disse gældsbeviser. Konsekvensen heraf er, at lovforslaget opererer med to enslydende begreber (Gældsbeviser), som er defineret forskelligt alt efter, hvor i loven det står.

Terminologisk er det problematisk at anvende samme begreb med forskellig defineret betydning. Det bør derfor overvejes, om gennemsigtighedsdirektivets delmængde af "Gældsbeviser" i lovforslagets kapitel 9 bør gives en anden terminologi end den i § 4 angivne definition.

Danske Advokater opfordrer til, at selvstændige definitioner som f.eks. i lovforslagets § 33 samles i § 3.

### Ad § 42)

Bestemmelsens overskrift – *Løbende oplysningsforpligtelser* – er misvisende, idet den løbende oplysningspligt nu findes i markedsmisbrugsforordningen. Overskriften bør tilrettes, eksempelvis til *"Oplysningspligt om ændringer i storaktionærers besiddelser"*.

Det bemærkes, at tidsfristen "hurtigst muligt" er en videreførelse af gældende ret. Dette er til trods for, at direktivet hjemler fastsættelse af en frist på op til 3 handelsdage efter transaktionens gennemførelse.

### Ad § 43)

Efter reglerne, der implementerer gennemsigtighedsdirektivet i værdipapirhandelsloven, skal flagning af udsteders egen beholdning af aktier på 5 % eller derover ikke ske efter en selvstændig bestemmelse i værdipapirhandelsloven, men efter reglerne for flagning for storaktionærer.

Det er hverken i lovforslagets bemærkninger til § 42 eller § 43 angivet, om det er hensigten, at et noteret selskab skal flagge efter § 42 og § 43, eller om selskabet kan nøjes med en enkelt indberetning. Følgende passus fremgår af bemærkninger til lovforslaget s § 43:

"Udsteder opfylder således kravene i nærværende bestemmelse ved at offentliggøre oplysninger i overensstemmelse med de foreslåede regler om flagning af større aktiebesiddelser".

Antallet af krævede indberetninger bør efter Danske Advokaters opfattelse præciseres.

Det bemærkes, at der afsnit 3 i forarbejderne under § 43 bør ske en ændring fra "to markedet" til "til markedet".



#### Ad § 44)

Bestemmelsen viderefører med sproglige præciseringer § 10 i udstederbekendtgørelsen. Ændringen i forhold til tidligere er, at udtrykket "senest ved udgangen af hver kalendermåned [...]" udgår. Forarbejderne til lovforslaget nævner ikke, hvorfor "senest" skal udgå. Det er derfor uklart, om hensigten er at ændre retstilstanden. Ændringen skyldes formentlig en tekstnær implementering af artikel 15 i gennemsigthedsdirektivet. Dette kan eventuelt præciseres i lovforslagets bemærkninger.

#### Ad § 45)

Bestemmelsen viderefører § 5 i udstederbekendtgørelsen. Udtrykket "straks" udgår og erstattes af "hurtigst muligt". Det fremgår ikke af lovforslagets bemærkninger, om der tilsigtes en ændring af praksis efter udstederbekendtgørelsen. Dette bør præciseres.

#### Ad §§ 46-47)

Bestemmelserne angår hhv. udstedere af aktier og udstedere af gældsbeviser. Bestemmelserne viderefører hhv. §§ 9 og 10 i udstederbekendtgørelsen.

For så vidt angår § 46 omfatter reglen nu alle udstedere og ikke som tidligere blot udstedere, der ikke er omfattet af selskabsloven. Dette medfører, at udstedere, der er omfattet af selskabsloven, vil blive omfattet af både § 46 i lovforslaget og af § 45 i selskabsloven. Konsekvensen heraf kan blive, at der er to myndigheder, der skal påse overholdelsen af to enslydende bestemmelser (for så vidt angår kravet om at behandle aktionærerne lige). Dette kan være uhensigtsmæssigt. Bestemmelsens anvendelsesområde bør overvejes, og hvis det fastholdes, at danske selskaber omfattes, bør det præciseres i bemærkninger, hvorfor udstedere, der i forvejen er omfattet af selskabsloven, skal omfattes af en enslydende bestemmelse i lovforslaget. Yderligere bør det præciseres, om domstolenes og Erhvervsstyrelsens praksis i forhold til indholdet af selskabsloven § 45 skal gælde for § 46 i lovforslaget.

Lovforslagets § 47 medfører ikke en tilsvarende dobbeltregulering.

#### *Afsnit V - generelle kommentarer*

Finanstilsynet kan overveje, om overskriften "Investorer og tilbudsgivere" kan gøres mere præcis i forhold til det egentlige indhold af reglerne i forslagets afsnit V. Et forslag kunne være "Storaktionærmeddelelser og overtagelsestilbud".

Lovforslagets § 43 indeholder en bestemmelse, hvor der blot står:

"En udsteder af aktier skal straks offentliggøre og give Finanstilsynet meddelelse om udstederens direkte og indirekte besiddelse af egne aktier, rettigheder til at udøve stemmerettigheder og finansielle instrumenter, jf. kapitel 11."

Lovforslagets § 43 tiltænkes at skulle udfylde den rolle, som værdipapirhandelslovens § 27 a i dag udfylder. Derfor er det også naturligt at henvise til, at reglerne for, hvornår oplysningspligten indtræder for besiddelse af egne aktier, fremgår af kapitel 11.

Der står dog intet om flagning af egne aktier og finansielle instrumenter i kapitel 11. Det er uhensigtsmæssigt, at reglerne om flagning af besiddelser af egne aktier og

finansielle instrumenter, der afleder værdien af egne aktier, ikke er behandlet i kapitel 11.

Finanstilsynet opfordres til at overveje, om der skal indsættes en bestemmelse svarende til værdipapirhandelslovens § 29, stk. 6, i lovforslagets kapitel 11.

Danske Advokater noterer sig, at Finanstilsynet har valgt at benytte termen "flagning" i selve lovteksten og lovforslagets bemærkninger. Finanstilsynet opfordres til at genoverveje, om ikke denne terminologi med fordel kunne holdes ude af lovteksten.

For det første kan det virke forvirrende, da termen også ses brugt om de meddelelser, som ledende medarbejdere skal afgive efter værdipapirhandelsloven § 28 a (som vil blive erstattet af markedsmisbrugsforordningens artikel 19).

For det andet bruges begrebet ikke i gennemsigtighedsdirektivet, så det vil være en fravigelse af Finanstilsynets princip om tekstnærimplementering af EU-direktiver.

For det tredje bruges termen i en storaktionærmeddelelser kontekst primært i de nordiske lande. Begrebet fungerer ikke lige så godt, hvis det f.eks. oversættes til engelsk.

Flere steder i lovforslagets bemærkninger, f.eks. bemærkningerne til §§ 50 og 51, bruges betegnelser som "børsnoterede selskaber", "børsnoteret selskab" og "børsnoterede virksomheder". Som det fremgår af lovforslagets § 50, stk. 1, vil reglerne ikke kun gælde selskaber, som er "børsnoterede", men også selskaber, der alene er optaget til handel på et reguleret marked, f.eks. på et udenlandsk marked, uden at de dermed også er optaget til officiel notering, da dette et selvstændigt begreb. Desuden vil reglerne evt. kunne komme til at gælde for MHF'er, jf. lovforslagets § 144.

### *Kapitel 11 – Oplysninger om ejeran dele*

#### Ad kapitlets overskrift)

Finanstilsynet bedes overveje, om begrebet "ejerandele" skal benyttes i overskriften, eftersom begrebet generelt ikke bruges i selve lovteksten. I lovteksten henvises der imod f.eks. til "aktier" i §§ 50, 51 og 56 samt "aktiekapitalen" i §§ 51, 52 og 53.

Danske Advokater vil foreslå i stedet at benytte overskriften "Storaktionærmeddelelser".

#### Ad § 50)

Stk. 2 og stk. 3 kunne med fordel indarbejdes i de enkelte lovbestemmelser.

#### Ad § 51)

Finanstilsynet bedes overveje, om det ikke ville være mere korrekt at regulere forholdene på sidste afsnit på side 213 og øverste afsnit på side 214 i selve lovteksten.

Finanstilsynet bedes så vidt muligt præcisere, hvad der skal forstås ved begrebet "besidder", jf. bemærkningerne herom på side 214 i lovforslaget.

#### Ad § 52)

Det synes noget uhensigtsmæssigt, at indholdet af lovforslagets bemærkninger til

§ 52 langt hen ad vejen blot er en gentagelse af det, der også nævnes under lovforslagets bemærkninger til § 51. Finanstilsynet bedes overveje at fjerne de dele, der er gentagelse, og blot beholde de dele, der er særligt ved flagning af finansielle instrumenter.

Desuden bemærkes følgende:

Første afsnit på side 218 er anderledes end det tilsvarende afsnit på side 213.

I første linje af tredje afsnit på side 218 står der "aktierne". Bør der stå "de finansielle instrumenter"?

Henvisningerne i bemærkningerne til § 50 skal muligvis være til § 51?

Fjerde, femte, sjette og syvende afsnit på side 218 er svære at forstå. Finanstilsynet bedes overveje at omformulere disse afsnit.

#### Ad §§ 54 og 55)

Finanstilsynet fastholder reglerne med korte tidsfrister for rettidig indberetning af storaktionærmeddelelser. De foreslåede regler, der er en videreførelse af gældende ret, er en (tilladt) overimplementering af artikel 12(2) i gennemsigtighedsdirektivet.

En stor del af de personer, som afgiver storaktionærmeddelelser, er bosiddende uden for Danmark. Det kommer derfor tit som overraskelse, at fristerne for indberetning i dansk ret er så korte. Dette betyder, at storaktionærer i praksis ofte overtræder lovgivningen – også uvidende.

De korte frister er navnlig byrdefulde for aktionærer, der er bosiddende i jurisdiktioner, hvor der er stor tidsforskel til Danmark. Dette gør, at investorer ofte ikke når at reagere, inden tidsfristen for afgivelse af storaktionærmeddelelse er udløbet. Dette bliver forværret af lovforslaget, idet fristernes beregning ændres fra "handelsdage" til "hverdage". Udenlandske investorer vil dermed få sværere ved at beregne tidsfristerne.

Efter artikel 12(2) i gennemsigtighedsdirektivet skal meddelelse ske "omgående", hvilket dog efter direktivet skal forstås som senest fire handelsdage efter den dato, hvor den anmeldelsespligtige person (a) bliver bekendt med den begivenhed, der udløser flagningspligt (eller burde have været bekendt med den), eller (b) får underretning om begivenheden.

Til sammenligning er tidsfristerne i Storbritannien senest to handelsdage efter den dato, hvor den anmeldelsespligtige person (a) bliver bekendt med den begivenhed, der udløser flagningspligt (eller burde have været bekendt med den), eller (b) får underretning om begivenheden.

Danske Advokater vil derfor opfordre til, at Finanstilsynet genovervejer tidsfristerne.

I øvrigt opfordres Finanstilsynet til ikke at ændre, at angivelse af fristen for afgivelse af meddelelse i handelsdage til at være i hverdage. Denne ændring vil være en ulempe for udenlandske investorer. Det er enklere for udenlandske investorer at forholde sig til, hvornår regulerede markeder i Danmark har åbent for handel ved at kunne

rådføre sig med en offentlig tilgængelig handelskalender, end at skulle forholde sig til hvornår særlige danske helligdage falder.

#### Ad § 56)

Henvisningen til § 50 på side 223 skal muligvis være til § 51.

#### Ad § 57)

Bestemmelsen indeholder den fulde henvisning til direktiv 2004/109/EF, selv om direktivet er defineret i forslaget note 1. Desuden bør det overvejes, om henvisning alene til direktiv 2004/109/EF er tilstrækkelig, eller om der ligeledes bør henvises til senere direktiver, der har ændret på det oprindelige direktiv.

### *Kapitel 12 – Overtagelsestilbud*

#### Generel kommentar

Som en generel kommentar anbefales Finanstilsynet at overveje konsekvent anvendelse af begreberne "pligtmæssigt overtagelsestilbud" og "frivilligt overtagelsestilbud" eller "pligtmæssigt tilbud" og "frivilligt tilbud".

I lovforslaget anvendes begge begreber. F.eks. anvendes "pligtmæssigt tilbud" som overskrift til § 59 og i overskriften til § 62, mens det benævnes "pligtmæssigt overtagelsestilbud" i selve lovteksten i § 65, stk. 1. Omvendt anvendes betegnelsen "frivilligt overtagelsestilbud" som overskrift til § 63, samt i lovteksten til § 63, stk. 1, og § 65, mens begrebet "frivilligt tilbud" anvendes i § 62, stk. 1, nr. 1.

Danske Advokater er klar over, at definitionen i take-over direktivets artikel 2(1)(a) forudsætter, at begge begreber kan anvendes, men eftersom lovforslaget alene indeholder få bestemmelser vedrørende overtagelsestilbud, ville det skabe mere klarhed at benytte samme begreber.

Danske Advokater foreslår, at betegnelserne "pligtmæssigt overtagelsestilbud" og "frivilligt overtagelsestilbud" anvendes.

#### Ad § 58)

Til Finanstilsynets overvejelse kunne lovforslagets § 58 formuleres som følger:

"Dette kapitel finder anvendelse i situationer, hvor en person har erhvervet kontrol i et selskab, som har en eller flere aktieklasser optaget til handel på et reguleret marked, samt i situationer, hvor en person fremsætter et frivilligt overtagelsestilbud med henblik på opnåelse af kontrol i et sådant selskab."

I bemærkningerne til bestemmelsen (s. 225) henvises til "noterede eller unoterede aktier". Eftersom reglerne principielt også gælder aktier optaget til handel på et reguleret marked, uden at disse samtidig er optaget til officiel notering, foreslår Danske Advokater, at Finanstilsynet tilpasser teksten i bemærkningerne som følger:

"Det er ikke afgørende i forhold til tilbudspligt, om de aktier, erhververen kommer i besiddelse af, er optaget til handel på et reguleret marked eller ej, så længe mindst én aktieklasser er optaget til handel."

Ad § 59)

Den del af sætningen i lovteksten, hvor der står "aktier som nævnt i § 58", foreslår Danske Advokater omformuleret således, at bestemmelsen lyder:

"Erhverves aktier, der medfører kontrol, direkte [...]"

Det kan overvejes at definere begrebet "målselskabet" i lovforslagets § 3 som "et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til handel på et reguleret marked og som bliver genstand for et pligtmæssigt- eller frivilligt overtagelsestilbud". Det ville bistå med at afklare andre spørgsmål, som anføres nedenfor. I definitionen af et "målselskab" kunne man henvise til, at selskaber optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet efter omstændighederne også kan falde ind under definitionen, jf. lovforslagets § 144.

Under bemærkningerne (det næstsidste afsnit på s. 226), kunne ordene "det pågældende selskab" ændres til "målselskabet" (som defineret).

Et mere væsentligt og principielt spørgsmål i relation til lovforslagets bemærkninger om fusion på side 226 angår, om alle eller relevante dele af reglerne om overtagelsestilbud skal finde anvendelse, hvor målselskabet er ophørende i en fusion i henhold til de selskabsretlige regelsæt (nationale eller grænseoverskridende), som det eksempelvis er tilfældet i Sverige. Dette bør overvejes og klargøres.

Finanstilsynet bedes overveje, om der kan gives flere eksempler på side 227 på, hvad der vil, og hvad der ikke vil, falde ind under begrebet "personer der handler i forståelse med hinanden". Samtidig bedes Finanstilsynet overveje at implementere artikel 2(2) i take-over direktivet, der anfører, at selskaber, der falder ind under definitionen "kontrolleret virksomhed" i artikel 2, stk. 1, litra f, i direktiv 2004/109/EF, per definition skal anses for at handle i forståelse med hinanden. Finanstilsynet bør overveje, om det solidariske ansvar for personer, der handler i forståelse med hinanden, bør reguleres i selve lovteksten og ikke kun i lovforslagets bemærkninger.

Danske Advokater opfordrer Finanstilsynet til at nævne i lovforslagets bemærkninger, at der også kan dispenseres fra reglerne om overtagelsestilbud udover i relation til nødlidende selskaber, f.eks. ved generationsskifter (således som det fremgår af vejledningen i dag).

Danske Advokater opfordrer endvidere Finanstilsynet til at give mulighed for, at dispensation fra tilbudspligten kan gives forud for erhvervelse af kontrol. Dispensationen vil i så fald være gældende efter kontrolskifte, forudsat der ikke sker væsentlige ændringer i de faktiske forhold beskrevet i dispensationen. Finanstilsynets nuværende praksis, hvorefter der typisk søges om en vejledende udtalelse før kontrolskifte og en endelig godkendelse efter kontrolskifte, forekommer administrativt tung og medfører unødigt usikkerhed for de involverede parter.

Desuden kunne det i lovforslagets bemærkninger gøres klart, at passiv opnåelse af kontrol ikke udløser et pligtmæssigt overtagelsestilbud.

Ad § 60)

Finanstilsynet bør overveje, om definitionen af "kontrol" med fordel kan flyttes til lovforslagets definitionsafsnit under § 3.

I lovforslagets § 60 (og andre bestemmelser) anvendes udtrykket "selskabet" flere gange uden angivelse af, at selskabet skal være optaget til handel på et reguleret marked, før reglerne finder anvendelse. Her kunne definitionen af "målselskab" anvendes.

Det er i øvrigt uklart, om det er tilsigtet, at den nuværende værdipapirhandelslovs § 31, stk. 3, nr. 2, er udgået af definitionen af, hvad der udgør "kontrol".

I øvrigt foreslår Danske Advokater tilføjelsen af "i kraft af en aftale eller vedtægt" i forslagens § 60, stk. 2, nr. 2, for at imødekomme den usikkerhed, der kan være ved institutionelle investorers samarbejde om bestyrelsessammensætningen i selskaber optaget til handel på et reguleret marked.

#### Ad § 61)

Danske Advokater opfordrer til, at Finanstilsynets overvejer at anvende begrebet "målselskab" i stedet for "selskab".

#### Ad § 62)

Finanstilsynet bedes overveje, om ikke undtagelsen, der i dag findes i § 47 i lov nr. 333 af 31/03/2015 om restrukturering og afvikling af visse finansielle virksomheder, hvorefter reglerne om overtagelsestilbud ikke finder anvendelse ved Finansiell Stabilitets iværksættelse og gennemførelse af afviklingsforanstaltninger på en virksomhed eller enhed under afvikling, naturligt hører hjemme i undtagelsesbestemmelsen i lovforslaget.

Lovforslagets § 62, nr. 3, henviser til definitionen af begrebet "fondsmæglerselskaber" i forslagens § 2. Der henvises til Danske Advokaters bemærkninger til denne bestemmelse i forhold til dette begreb.

Finanstilsynet bedes overveje at ændre ordlyden af lovforslagets § 62, nr. 3, således at det klargøres, at det alene er kontrollen, der skal afgives inden for tidsfristen (altså det nødvendige antal aktier til ikke at have kontrol), men ikke alle aktier. Desuden er tidsfristen på 5 dage kort. Finanstilsynet bedes derfor overveje, om det er muligt at forlænge denne.

#### Ad § 63)

Af lovforslaget fremgår det, at alle aktionærer skal have mulighed for at afhænde deres aktier på "identiske vilkår". Det fremgår dog også af bemærkningerne til lovforslaget, at der ikke er tilsigtet materielle ændringer.

Som reflekteret af den nugældende overtagelsesbekendtgørelses § 14 indeholder de i dag gældende regler dog kun pligt til at tilbyde "identiske vilkår" til aktionærer inden for samme aktieklasse, men ikke til alle aktionærer som sådan. Bemærkningerne til § 65 tyder på, at dette også skal være tilfældet fremadrettet. Finanstilsynet opfordres til at tilpasse teksten, så den afspejler den nuværende retsstilling.

Af forarbejderne til den såkaldte ligeretsgrundsætning i selskabslovens § 45 (lovforslag nr. L 170 2008-2009) fremgår følgende:

"Forskellig behandling af kapitalejere kan også være konkret begrundet i præceptive danske eller udenlandske retsregler, på baggrund af fyldestgørende dokumentation for straf- eller erstatningsansvar".

Finanstilsynet bedes overveje at tilføje en tilsvarende bemærkning i forarbejderne.

#### *Kapitel 14 – Kvalificerede ejerandele*

##### Ad § 72)

Danske Advokater foreslår, at Finanstilsynet lader lovforslagets § 72, stk. 3, udgå.

Det er ganske vidtgående at lade dels kvalificerede andele, dels ikke-kvalificerende andele indgå i offentliggørelseskravet. Formodningen taler for, at ejere af en ikke-kvalificeret andel ikke har mulighed for at yde en "betydelig indflydelse på ledelsen af det pågældende regulerede marked" (jf. begrundelsen i lovforslagets bemærkninger for selve offentliggørelsespligten).

Fra december 2014 har samtlige danske aktie-, partner- og anpartsselskaber, herunder iværksætterselskaber, samt SE-selskaber været underlagt forpligtelse om at registrere oplysninger om ejere, som ejer 5 % eller mere af selskabets samlede kapital eller stemmerettigheder i Det Offentlige Ejerregister (Ejerregistret). Hensynet til offentliggørelse af ejere af kvalificerede andele, jf. § 5, stk. 3, bliver således allerede varetaget ved bekendtgørelse nr. 1325 af 10. december 2014 om registrering og offentliggørelse af oplysninger om ejere i kapitalselskaber i Erhvervsstyrelsen.

#### *Kapitel 21 – Drift af et multilateralt system*

##### Ad § 87)

Lovforslagets § 87, stk. 1, bør præciseres, således at det fremgår, at regulerede markeder skal drives i overensstemmelse med Afsnit VIII, og MHF'er/OHF'er drives i overensstemmelse med afsnit IX. Under henvisning til kommentarerne nedenfor vedrørende lovforslagets §§ 101 og 128 vurderer Danske Advokater ikke, at § 87, stk. 1, har selvstændig betydning. Finanstilsynet kan således overveje at lade denne bestemmelse udgå af det endelige lovforslag.

#### *Kapitel 23 – Tilladelse*

##### Ad § 101)

Danske Advokater vurderer, at henvisningen til kapitel 21 i lovforslagets § 101, stk. 2, nr. 5, ikke er hensigtsmæssig, idet henvisningen i lovforslagets nuværende form indebærer, at tilladelse til drift af et reguleret marked blandt andet er betinget af, at ansøgeren overholder kravene i afsnit IX (jf. § 87, stk. 1, i lovforslaget), hvilke relaterer sig til "Andre markeder og CO2-auktionsplatforme".

I stedet anbefaler Danske Advokater, at man lader henvisningen til kapitel 21 erstatte med en henvisning til afsnit VIII i lovforslaget.

## *Kapitel 26 – Regler for finansielle instrumenters optagelse til handel*

### Ad § 119)

Bestemmelsen indeholder en pligt for markedsoperatøren til at sikre sig, at der foreligger et godkendt, offentliggjort og gyldigt prospekt. En sådan pligt synes ikke at fremgå af direktivets artikel 51, og det bør overvejes, om markedsoperatøren bør/kan pålægges en sådan pligt. De nærmere regler om markedsoperatørens pligt til at sikre kontrol med udsteders overholdelse af oplysningsforpligtelser reguleres i øvrigt mest hensigtsmæssigt ved bekendtgørelse, som bl.a. kan tage de kommende tekniske standarder fra ESMA i betragtning.

Af lovforslagets bemærkninger fremgår endvidere, at markedsoperatøren – i tilfælde hvor der gælder undtagelse fra prospektkravene – har pligt at sikre, at udstederselskabet har sikret sig, at undtagelserne til prospektpligten er opfyldt (side 310). Det bør, som angivet ovenfor, overvejes, om markedsoperatøren bør/kan pålægges en sådan pligt, ligesom det i bekræftende fald bør overvejes at omtale forholdet i lovteksten og ikke alene i lovforslagets bemærkninger.

### Ad § 120)

Bestemmelsen har en snæver sammenhæng med bestemmelserne i lovforslagets §§ 125 og 126, og det bør overvejes at indsætte denne under afsnittet om ”overvågning” i stedet for som en separat bestemmelse før.

### Ad § 123)

I sidste punktum bør tilføjes ”eller sletning” efter ”hvis suspension”.

### Ad § 124)

I bemærkningerne til lovforslagets § 124 nævnes, at bestemmelsen viderefører eksisterende regler om afnotering på anmodning fra udsteder i værdipapirhandelslovens § 25. Disse regler har i praksis givet anledning til usikkerhed, og der forekommer generelt at være tvivl/uenighed blandt markedsdeltagerne om reglernes fortolkning. Danske Advokater finder generelt, at det vil være hensigtsmæssigt, hvis reglerne blev præciseret, herunder for så vidt angår eventuelle krav til aktionærtilslutning/ejerkoncentration.

Kriteriet ”væsentlig skade for investorernes interesser, låntagernes interesse eller markedets ordentlige funktion” minder i høj grad om det kriterium om ”investorerne interesser og markedets ordentlige funktion”, der anvendes ved markedsoperatørens beslutning om suspension/sletning, jf. lovforslagets § 122, stk. 1, og MIFID II artikel 52. I det omfang, det tilsigtes, at kriteriet efter § 124 skal fortolkes i overensstemmelse med kriteriet i § 122, bør dette angives i lovforslagets bemærkninger, således at det bl.a. vil stå klart, om ESMA's tekniske standarder og andre fortolkningsbidrag til MIFID II artikel 52 er relevant for fortolkningen af § 124. Det bemærkes i den forbindelse, at der er væsensforskkel på den situation, hvor udsteder selv anmoder om afnotering, og den situation, hvor markedsoperatøren træffer beslutning. Det er derfor ikke er oplagt, at kriterierne – uanset deres sproglige sammenfald – skal/bør fortolkes ens. Særligt gælder det ved udsteders egen anmodning om sletning, at udsteder – som følge selskabslovens regler – selv er forpligtet til at iagttage kapitalejernes interesser.



I formuleringen af ovennævnte kriterium bør det i øvrigt overvejes at slette "låntagernes interesse", som næppe har selvstændigt indhold i forhold til "investorernes interesser".

I lovforslagets bemærkninger til § 124 nævnes, at bestemmelsen fastsætter, "hvilke betingelser, der skal være opfyldt, før en udsteder af et finansielt instrument har krav på at få det pågældende instrument slettet fra handlen på et reguleret marked". Formuleringen er uheldig, da det er hovedreglen, at udsteder har krav på at få de finansielle instrumenter slettet. Det bør overvejes at ændre formuleringen til følgende: "hvilke betingelser, der skal være opfyldt, før en markedsoperatør kan undlade at efterkomme en udsteders anmodning om sletning."

I bemærkningernes afsnit 2 nævnes desuden, at sletning kan afvises, hvis markedsoperatøren "finder at sletningen ikke vil være i investorernes, låntagernes eller det pågældende markeds interesse", eller hvis "markedsoperatørens bestyrelse har en formodning om, at det vil være til skade for aktionærerne eller er egnet til at skaffe visse aktionærer eller andre en utilbørlig fordel på andre aktionærer eller selskabets bekostning". Formuleringerne er uheldige, idet de antyder, at markedsoperatøren kan basere sin beslutning på antagelser eller udøve et skøn vedrørende faktuelle forhold. Henset til, at udsteder som hovedregel har ret til at kræve sletning, og til at en markedsoperatør kan have en økonomisk interesse i fortsat notering, bør bemærkningerne afspejle, at det er markedsoperatøren, som skal påvise, at sletningen vil være til væsentlig skade for investorernes interesser m.v.

I bemærkningernes afsnit 3 fremgår det, at "i vurderingen af, om en afnotering kan være til skade for investorerne kan indgå, om afnoteringen vil betyde en konkret forringet mulighed for aktionærerne for at kunne afhænde deres aktier". En afnotering kan siges altid at medføre en konkret forringelse af investorernes mulighed for at afhænde deres værdipapirer, idet der ikke længere vil være et offentligt marked for handel med værdipapirerne. Denne forringelse bør derfor ikke indgå i vurderingen. Der bør i stedet kunne lægges vægt på, i hvilket omfang investorerne i forbindelse med afnoteringen har haft lejlighed til at afstå deres værdipapirer til en pris, der afspejler reel markedsværdi.

Bemærkningernes afsnit 3 nævner endvidere, at der kan lægges vægt på, om afnoteringen er "egnet til at skaffe visse aktionærer eller andre en utilbørlig fordel på andre aktionærer eller selskabets bekostning". Hertil bemærkes, at selskabsloven indeholder tilsvarende kriterium og beskyttelse mod misbrug. Der ses derfor ikke et behov for – på et måske lidt usikkert sprogligt grundlag – at "indfortolke" et sådan kriterium i, hvad der udgør "investorernes (samlede) interesse".

## *Kapitel 27 – Tilladelse til drift af en multilateral handelsfacilitet (MHF) eller en organiseret handelsfacilitet (OHF)*

### Ad § 128)

Danske Advokater vurderer, at henvisningen til kapitel 21 i lovforslagets § 128, stk. 2, nr. 2, ikke er hensigtsmæssig, idet henvisningen i lovforslagets nuværende form indebærer, at tilladelse til drift af en MHF eller OHF blandt andet er betinget af, at ansøgeren overholder kravene i afsnit VIII (jf. § 87, stk. 1, i lovforslaget), hvilke relaterer sig til "Regulerede markeder".

I stedet anbefaler Danske Advokater, at man lader henvisningen til kapitel 21 erstatte med en henvisning til afsnit XI i lovforslaget.

### *Kapitel 29 – Drift af en multilateral handelsfacilitet (MHF)*

#### Ad § 144)

Det har i de senere år kunnet konstateres, at små og mellemstore danske virksomheder har fravalgt at blive optaget til handel i Danmark til fordel for at blive optaget til handel på MHF-handelspladser i Sverige og Norge. I dag er der også kun en håndfuld selskaber, der er optaget til handel på den eneste danske alternative markedsplads (First North Denmark). Dette forhold kan til dels tilskrives, at reguleringen af de udenlandske handelspladser er mindre end i Danmark, hvor gældende EU-regler i nogen grad er blevet overimplementeret. Danske Advokater kan tilslutte sig, at reglerne om overtagelsestilbud og reglerne i kapitel 11 om oplysninger om ejerandele og kapitel 12 om overtagelsestilbud ikke skal være obligatoriske for MHF'er.

Finanstilsynet kan overveje at ændre reglerne i lovforslaget således, at operatørerne skal have mulighed for at vælge, om dele af reguleringen skal finde anvendelse. En operatør kunne eventuelt have regler om storaktionærmeddelelser, men ønske andre flagningsgrænser.

Danske Advokater finder lovforslagets § 144, stk. 4, der fastslår, at når operatøren af den multilaterale handelsfacilitet først har valgt, at reglerne skal gælde, kan denne aldrig ombestemme sig igen, for uhensigtsmæssig. Finanstilsynet bedes genoverveje, om der ikke efter omstændighederne skal være mulighed for at vælge og gøre den multilaterale handelsfacilitet dynamisk i konkurrencen om selskaberne. Uden fleksibiliteten finder Danske Advokater det usandsynligt, at der skabes et sådant marked i Danmark i konkurrence med andre lande.

### *Kapitel 43 – Aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse og slutafregning*

#### Ad § 224)

Danske Advokater vurderer, at lovforslagets § 224, nr. 2, skal tilrettes, således at finansielle forpligtelser i overensstemmelse med gældende bestemmelse i værdipapirhandelsloven § 58 e defineres til at omfatte levering af værdipapirer og ikke blot omsættelige værdipapirer, hvilket der lægges op til i lovforslaget.

Danske Advokater kan forstå, at Finanstilsynet med de ændrede bestemmelser til aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse og slutafregning i lovforslaget ikke ønsker at ændre gældende ret og går således ud fra, at ovennævnte ændring ved lovforslaget ikke er tilsigtet.

#### Ad § 225)

Danske Advokater bemærker, at Finanstilsynet ikke har opdateret definitionen på parter i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse i konsekvens af implementeringen af EU Direktiv nr. 2011/61/EU om forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF).

Til sammenligning kan der henvises til EU retsakter på det finansielle område, hvor man på centralt niveau har valgt at medtage alternative investeringsfonde under

forvaltning af forvaltere med tilladelse i definitionen på finansielle modparter m.v. (jf. til eksempel artikel 2, nr. 8, i EU forordning nr. 648/2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre (EMIR)).

Danske Advokater anerkender, at oplistningen i lovforslagets § 225 ikke er formuleret som en udtømmende liste. Dog bør det efter Danske Advokaters vurdering præciseres i bemærkningerne til lovforslagets § 225, i hvilket omfang eksempelvis kapitalforeninger under lov om forvaltere af alternative investeringsfonde er omfattet af § 225, nr. 3, i lovforslaget.

Danske Advokater vil samtidig anbefale, at bemærkningerne til lovforslaget enten krydshenviser til kommentaren i lovforslagets § 6, stk. 2, vedrørende forvaltere af alternative investeringsfonde, eller at Finanstilsynet lader bemærkningerne under § 6, stk. 2, indgå direkte i bemærkningerne til § 225 i tilpasset form.

#### Ad § 231)

Det fremgår af den gældende bestemmelse i værdipapirhandelslovens § 58l, at

”En aftale om finansiell sikkerhedsstillelse kan indeholde bestemmelse om, at parterne er forpligtede til at stille sikkerhed eller supplerende sikkerhed for ændringer i værdien af sikkerheder eller finansielle forpligtelser omfattet af aftalen, hvis ændringerne er indtrådt efter aftalens indgåelse og skyldes markedsbetingede forhold.”

Danske Advokater bemærker, at lovforslagets § 231, stk. 2, ikke præciserer, at ændringerne skal være indtrådt efter aftalens indgåelse, men alene at de skal skyldes markedsbetingede forhold. Denne ændring i forhold til gældende ret er ikke præciseret i lovforslagets bemærkninger til bestemmelsen. Finanstilsynet bør således overveje, om bestemmelsen skal opdateres i overensstemmelse med gældende ret eller i modsat fald adressere forholdet i bemærkningerne til § 231.

### *Kapitel 50 – Tilsyn, kontrol m.v.*

#### Ad § 262)

§ 262, stk. 4, er i store træk en videreførelse af den nuværende værdipapirhandelslovs § 84, vedrørende Finanstilsynets kompetence i sager omfattet af Finanstilsynets tilsynsudøvelse.

Værdipapirhandelslovens § 84, stk. 4, indeholder en ret for en part til at foretræde for bestyrelsen. I lovforslagets § 262, stk. 4, er der alene en henvisning til at ”Finanstilsynets bestyrelse indgår i tilsynet efter stk. 1-3 og § 264, stk. 1-5 og 8, med den kompetence, som bestyrelsen er tillagt i medfør af § 345 i lov om finansiell virksomhed.” Det forudsættes, at det fortsat er meningen, at de rettigheder, som den nuværende værdipapirhandelslovs § 86, stk. 4, indeholder, fortsat skal finde anvendelse. For at undgå tvivl herom foreslås det, at formuleringen i den nuværende værdipapirhandelslovs § 84, stk. 4, medtages i lovforslagets bestemmelse, eller at det af bemærkningerne til lovforslaget fremgår, at denne henvisning er overflødig som følge af, at retten for en part til at foretræde for Finanstilsynets bestyrelse fremgår af forvaltningslovens regler.

Ad § 264)

Henvisningen på side 445, øverste afsnit, i lovforslagets bemærkninger skal være til stk. 8 og ikke stk. 9.

Ad § 265)

§ 265 indeholder en udvidelse af kredsen af personer, som er forpligtet til at udlevere oplysninger, data og dokumenter, til også at omfatte den tidligere ledelse i virksomheder omfattet af Finanstilsynets tilsyn.

Ændringen ses af have hjemmel i blandt andet markedsmisbrugsforordningen, hvor det anføres, at tilsynsmyndigheden skal have hjemmel til som minimum at anmode om eller kræve oplysninger fra enhver person (og dermed ikke begrænset til ledelsesmedlemmer). Formuleringen om, at oplysningsforpligtelsen er begrænset til den anførte personkreds, kan derfor tilsluttes.

Ad § 270)

Bestemmelsen viderefører Finanstilsynets adgang til at suspendere og slette finansielle instrumenter fra handlen på en markedsplads. Finanstilsynets nuværende adgang hertil fremgår af kapital 3 i bekendtgørelse nr. 1069 af 4. september 2007 om betingelser for officiel notering. I den pågældende bekendtgørelse er der i §§ 13 og 14 medtaget fortolkningsmæssige bidrag til om, at suspension af handel kan ske, "når markedets tilfredsstillende funktion midlertidigt ikke er eller vil være sikret, eller når beskyttelsen af investorerne kræver det", samt at sletning af handel kan ske, "hvis Finanstilsynet skønner, at det normale og regelmæssige marked for dette værdipapir ikke kan opretholdes på grund af særlige omstændigheder".

Der kunne efter Danske Advokaters opfattelse med fordel indsættes fortolkningsmæssige bidrag i bestemmelsen fremfor blot en angivelse af, at Finanstilsynet kan kræve "suspension af handlen med et finansielt instrument".

Ad § 271)

Bestemmelsen er ny. Der kunne med fordel laves en henvisning til de bestemmelser i lovforslaget, som de pågældende skridt kan iværksættes imod. I lovforslagets bemærkninger anføres det, at bestemmelsen skal anvendes til at håndhæve overtrædelser af de positionslofter, der er fastsat i medfør af §§ 174-176, hvilket ikke direkte kan læses ud af lovteksten.

Ad §273)

Det anføres i lovforslagets bemærkninger til stk. 7 (bemærkningernes side 462 øverst), at begrænsningen for at indbringe et afslag på at tilbagekalde et tidsbegrænset påbud for domstolene, før der er forløbet mindst 5 år fra datoen for udstedelsen af påbuddet mv., kun gælder for Finanstilsynets muligheder for at indbringe sagen for domstolene. Det anføres videre, at en person, der har modtaget et afslag på en ansøgning, altid kan indbringe afslaget for domstolene. Det er vanskeligt at forene lovforslagets bemærkninger på dette punkt med lovforslagets ordlyd (også selvom ordlyden er en videreførelse af værdipapirhandelslovens § 12 e). Det kunne derfor overvejes at foretage en præcisering heraf.

#### Ad § 275)

Bestemmelsen er ny og giver erhvervs- og vækstministeren hjemmel til at udstede regler, som er nødvendige for at gennemføre afgørelser eller retsakter fra EU-Kommissionen i medfør af nærmere anførte forordninger og direktiver.

### *Kapitel 52 – Tavshedspligt*

#### Ad § 277

Den absolutte afskæring af muligheden for, at der kan gives samtykke til videregivelse af fortrolige oplysninger, kan virke imod en udsteders eller andre personer eller selskabers interesser, f.eks. i tilfælde af, at der i medierne verserer rygter om, at en sag undersøges af Finanstilsynet. I disse og andre lignende tilfælde kan det være hensigtsmæssigt, at Finanstilsynet kan fremkomme med en berigtigelse eller tilsvarende.

### *Kapitel 54 – Offentliggørelse*

#### Ad § 287)

I lovforslagets § 287, stk. 1, nr. 3, er anført vedrørende offentliggørelse:

”Beslutninger om at overgive sager om virksomheder til politimæssig efterforskning truffet i henhold til denne lovs § 262, stk. 4, jf. § 345, stk. 7, nr. 6, i lov om finansiel virksomhed, eller af Finanstilsynet efter delegation fra Finanstilsynets bestyrelse.”

Reglen om offentliggørelse af beslutning om overgivelse til politimæssig efterforskning i sager vedrørende mistanke om overtrædelse af markedsmisbrugsforordningen ses ikke at være et krav i henhold til markedsmisbrugsforordnings artikel 34, jf. at det af forordningens 2. afsnit udtrykkeligt fremgår, at forpligtelsen i første afsnit ikke gælder for beslutninger af undersøgelsesmæssig karakter. Der er således tale om en dansk særregel, som går videre end krævet af markedsmisbrugsforordningen.

Det anbefales derfor, at overgivelse af sager til politimæssig efterforskning mod virksomheder som udgangspunkt ikke offentliggøres af Finanstilsynet, og at dette kun sker, såfremt væsentlige samfunds- eller markeds-mæssige hensyn taler herfor, f.eks. i tilfælde af at Finanstilsynet finder det nødvendigt at advare offentligheden om en virksomheds igangværende aktiviteter.

Sager om påstået overtrædelse af markedsmisbrugsreglerne tiltrækker sig næsten undtagelsesfrit meget betydelig interesse fra medierne, og de omfattede virksomheder – implicit også enkeltpersoner, f.eks. direktører og bestyrelsesmedlemmer – ”udstilles” ofte i et negativt lys (dvs. de anses af medierne/offentligheden for dømte indtil det modsatte er bevist). Offentliggørelsen af overgivelsen af sagen til politimæssig efterforskning skal også ses i sammenhæng med SØIK/politiets sagsbehandlingstid i denne type sager, som ofte strækker sig over 2-4 år. Offentliggørelsen har således næsten altid væsentlige økonomiske og/eller personlige konsekvenser for de involverede, og hidtil har undtagelsesreglerne, der nu placeret i lovforslagets § 292, efter Danske Advokaters opfattelse ikke været administreret på en tilstrækkeligt beskyttende måde.

Der henvises i øvrigt til Betænkning nr. 1516/2010 om offentlige myndigheders offentliggørelse af kontrolresultater, afgørelser m.v., der behandler dette spørgsmål. Følgende fremgår på side 113 i betænkning:

”Det bemærkes i den forbindelse, at en forvaltningsmyndighed, som vælger at offentliggøre oplysninger om mulige strafbare forhold og eventuelt sagernes oversendelse til politiet med henblik på førelse af en straffesag, under alle omstændigheder for at iagttage Den Europæiske Menneskerettighedskonventions artikel 6 skal være omhyggelig med at vælge formuleringer, som ikke indebærer en stillingtagen til skyldsspørgsmålet, før skyldsspørgsmålet er afgjort af en domstol, jf. kapitel 2, pkt. 4.2.3. Dette gælder antageligvis, uanset om der er tale om en fysisk eller en juridisk person, jf. kapitel 2, pkt. 5.”

#### Ad § 292

Der henvises overordnet til bemærkningerne ovenfor vedrørende lovforslagets § 287.

I bemærkningerne til lovforslagets § 292 anføres, at bestemmelsen bl.a. gennemfører artikel 34, stk. 1, 3. afsnit, litra a-c, i markedsmisbrugsforordningen. Der ses ikke at være belæg for, at disse regler, som er direkte gældende i Danmark, gennemføres via nationale lovregler. Sammenhængen til markedsmisbrugsforordningen bør forklares.

### *Kapitel 56 – Frister*

#### Ad § 300)

Finanstilsynet bedes overveje, om det er hensigtsmæssigt at indarbejde denne bestemmelse om fristberegning i definitionsafsnittet.

### *Kapitel 59 – Straffebestemmelser*

#### Generelle bemærkninger

Danske Advokater har tidligere været i dialog med Finanstilsynet om den strafferetlige regulering af overtrædelse af særligt markedsmisbrugsreglerne.

Det er Danske Advokaters opfattelse, at den danske strafferetlige regulering nøje bør overvejes som led i vedtagelsen af den nye lov, herunder som følge af, at det må forventes, at den grundlæggende videreførelse af de nugældende regler, der lægges op til, vil medføre at Danmark på væsentlige punkter afviger fra reguleringen i andre EU-lande. Som eksempler herpå kan nævnes følgende:

- Lovforslaget lægger op til, at uagtsomme overtrædelser skal kunne medføre strafferetlige sanktioner, mens EU-reglerne er baseret på et princip om strafferetlige sanktioner mod forsætlige overtrædelser.
- Efter lovforslaget er virksomhederne det primære ansvarssubjekt, mens EU-reglerne er baseret på, at personansvaret er det primære, og at selskaber alene straffes, såfremt de har opnået en vinding ved overtrædelsen.

Danske Advokater opfordrer således Finanstilsynet til at indkalde relevante parter til en grundig drøftelse af, hvordan den fremtidige strafferetlige regulering bør fastlægges. Grundlæggende er det relevant at vurdere, om Danmark skal søge en tilnærmelse til reglerne i direktivet om strafferetlige sanktioner. Danske Advokater deltager gerne i et sådant udredningsarbejde.

#### Ad § 303

Bemærkningen om manglende medtagelse af regler om strafbare forsøg efterlader efter Danske Advokaters opfattelse en uklar retstilstand. Det bør således klargøres, om forsøg er strafbare efter reglerne herom i straffeloven, eller om forsøg ikke strafbare.

#### Ad § 305)

Der henvises til det ovenfor anførte, herunder om uagtsomhed, ansvarssubjekt og strafbare forsøg.

Under lovforslagets bemærkninger til § 305, stk. 2, er anført:

"For så vidt angår de nugældende regler om kursmanipulation bemærkes det, at der i nogle nyere landsretsdomme er sket frifindelse i forskellige situationer, som følge af landsrettens fortolkning af lov om værdipapirhandel mv. Forordningens bestemmelser om strafbar markedsmissbrug ændrer retsstillingen for disse situationer, som efter forordningens ikrafttræden vil udgøre strafbar markedsmissbrug."

Det fremgår ikke nærmere af bemærkninger, hvilke domme der herved tænkes på, men under alle omstændigheder er det efter Danske Advokaters opfattelse uantageligt, at det i lovforslagets bemærkninger søges at påvirke den fremtidige fortolkning af markedsmissbrugsforordningen og markedsmissbrugsreglerne. Som bekendt vil fortolkningen af markedsmissbrugsforordningen henhøre under domstolene, og det må overlades til domstolene at afgøre, om markedsmissbrugsforordningen medfører en ændring af retstilstanden i forhold til de nugældende nationale danske regler. Det citerede afsnit og de efterfølgende bemærkninger bør derfor efter Danske Advokaters opfattelse udgå af lovforslaget.

#### Ad § 311

Der henvises til det ovenfor anførte.

Begrundelsen for en 5-årig forældelse forekommer ikke åbenbar, og det kan være forbundet med store omkostninger og stor usikkerhed, såfremt op til 5 år gamle sager strafforfølges. Den kompleksitet, der henvises til i bemærkningerne, medfører en tilsvarende usikkerhed om fastlæggelse af konkrete hændelsesforløb mv.

Bemærkningen om, at bødeniveauet generelt bør hæves, forekommer i nogen grad ubegrundet og unuanceret. Danske Advokater kan tiltræde, at forsætlige, grove overtrædelser bør medføre mærkbare sanktioner, men det bemærkes, at noterede selskaber (og dertil knyttede personer) typisk også "straffes" via medieomtale, tab af job/karrieremuligheder mv., ligesom overtrædelser i stigende grad også medfører (trusler om) erstatningskrav mv.

#### Ad § 313)

Der henvises til det ovenfor anførte.

### **3. Udkast til forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed og lov om finansielle rådgivere m.v.**

#### Ad § 1, nr. 9)

Efter Danske Advokaters vurdering implementerer lovforslaget ikke MiFID II's definition på "depotbeviser" korrekt.

Under artikel 1(45) i MiFID II defineres et depotbevis som:

"værdipapirer, der kan omsættes på kapitalmarkedet, og som repræsenterer en ejendomsret til værdipapirer udstedt af en ikke-hjemmehørende udsteder, samtidig med at de kan blive optaget til handel på et reguleret marked og handles uafhængigt af værdipapirerne udstedt af den ikke-hjemmehørende udsteder"

Efter lovforslaget skal den danske implementering af definitionen i § 5, stk. 1, nr. 47, imidlertid lyde:

"Et bevis for ejendomsretten til indholdet af et depot bestående af omsættelige værdipapirer udstedt af en ikke-hjemmehørende udsteder, som kan optages til handel på et reguleret marked, og som handles uafhængigt af de omsættelige værdipapirer, der indgår i depotet."

Finanstilsynets implementering efterlader en fortolkningstvivl i forhold til, hvilke værdipapirer der skal kunne omsættes på kapitalmarkedet. Under MiFID II artikel 1(45) relaterer omsættelighedskravet sig til selve depotbeviset (jf. også den engelske udgave: "depository receipts' means those securities which are negotiable on the capital market [...]"), mens det under Finanstilsynets implementering er knyttet til værdipapirer i depotet.

Ligeledes finder Danske Advokater det misvisende, at der henvises til et bevis for ejendomsretten til indholdet af depotet og ikke blot direkte ejendomsretten til de relevante værdipapirer.

På grundlag af ovenstående burde Finanstilsynet overveje at justere bestemmelsen, således at bestemmelsen i dens endelige form er mere direktivnær.

#### Ad § 1, nr. 20)

Danske Advokater bemærker, at der i forslaget til § 9 a, stk. 3, mangler et "i". Bestemmelsen skal således lyde:

"Den virksomhed, der tilknytter en agent, skal sikre, at en tilknyttet agent iagttager de regler, der er fastsat for udøvelsen af de i stk. 2 nævnte aktiviteter i denne lov [....]"

#### Ad § 1, nr. 35)

Det fremgår af lovforslaget, at ræsonnementet bag forslaget til § 33, stk. 3, er, at aktiviteter, der alene ydes på kundens eget initiativ, ikke anses som leveret i EU/EØS, såfremt den pågældende virksomhed ikke har opsøgt kunder eller markedsført investeringservice eller investeringsaktiviteter i EU/EØS.

Danske Advokater vurderer umiddelbart, at lovforslagets bemærkninger indebærer en indsnævring af anvendelsesområdet for § 33, stk. 3, der ikke har hjemmel i be-



stemmelsen. Eftersom lov om finansiel virksomhed i udgangspunktet alene finder anvendelse på aktiviteter i Danmark, må det ved læsning af bestemmelsen forudsættes, at den relaterer sig til kunder i Danmark, og til virksomhedens aktiviteter i Danmark. Hvorvidt en virksomhed har markedsført investeringservice- og/eller aktiviteter i et andet EU/EØS land end Danmark, burde ikke være afgørende i denne sammen-hæng.

Danske Advokater vurderer samtidig, at bestemmelsen bør udstrækkes til at omfatte § 33, stk. 1, idet samme hensyn bør gøre sig gældende i forhold til grænseoverskridende aktiviteter over for professionelle kunder.

Med venlig hilsen



Helle Hübertz Krogsøe

Vicedirektør

hhk@danskeadvokater.dk

Finanstilsynet  
Århusgade 110  
2100 København Ø

Sendt til: [ministerbetjening@ftnet.dk](mailto:ministerbetjening@ftnet.dk) med  
kopi til [bch@ftnet.dk](mailto:bch@ftnet.dk) og [cht@ftnet.dk](mailto:cht@ftnet.dk)

21. december 2015

Datatilsynet  
Borgergade 28, 5.  
1300 København K

CVR-nr. 11-88-37-29

Telefon 3319 3200  
Fax 3319 3218

E-mail  
[dt@datatilsynet.dk](mailto:dt@datatilsynet.dk)  
[www.datatilsynet.dk](http://www.datatilsynet.dk)

J.nr. 2015-112-0489  
Sagsbehandler  
Søren Klæbel  
Clemmensen  
Direkte 3319 3226

**Vedrørende høring over udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. (Ændringer som følge af forordningen om markedsmissbrug)**

Ved brev af 16. november 2015 har Finanstilsynet fremsendt ovennævnte udkast og anmodet om Datatilsynets eventuelle bemærkninger hertil.

**1. Af udkastets § 1, nr. 3, fremgår, at der i lov om værdipapirhandel mv. indsættes § 11 a, stk. 5:**

”Stk. 5. Arbejdsgivere, der udfører tilsynsbelagt virksomhed, skal indføre passende interne procedurer, således at deres ansatte kan indberette overtrædelser af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmissbrug (forordningen om markedsmissbrug) og regler udstedt i medfør heraf.”

Datatilsynet bemærker, at behandling af oplysninger om rent private forhold som udgangspunkt skal anmeldes til Datatilsynet, jf. persondatalovens § 48, stk. 1, og Datatilsynets tilladelse skal indhentes, forinden behandlingen iværksættes, jf. lovens § 50, stk. 1, nr. 1.

Anmeldelsespligten omfatter imidlertid ikke behandling af personoplysninger, som foretages i virksomheder omfattet af lov om finansiel virksomhed, og som vedrører virksomhedernes kunder eller personer, som virksomhederne har et retskrav på, eller som er nødvendige som følge af forpligtelser, der generelt påhviler finansielle virksomheder, bortset fra registreringer som følge af et ansættelsesforhold i en finansiel virksomhed, jf. herved § 2, stk. 3, nr. 2, i bekendtgørelse nr. 534 af 15. juni 2000 som ændret ved bekendtgørelse nr. 202 af 22. marts 2001 og bekendtgørelse nr. 410 af 9. maj 2012 (undtagelsesbekendtgørelsen).

**2. Det fremgår af udkastets § 1, nr. 19, at der i lov om værdipapirhandel mv. indsættes § 84 m:**

”§ 84 m. Finanstilsynet offentliggør på sin hjemmeside påtaler, påbud og administrative bødeforelæg eller et resume heraf i sager om overtrædelse af bestemmelser i Europa-Parlamentets og Rådets forordning nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmissbrug (forordningen om markedsmissbrug), jf. dog stk. 2. Finanstilsynet offentliggør på sin hjemmeside politianmeldelser eller et resume heraf, herunder navnet på virksom-

heden eller personen i sager efter 1. pkt. 1. og 2. pkt. gælder tilsvarende for påtaler, påbud, administrative bødeforelæg, tvangsbøder og politianmeldelser meddelt af Finans-tilsynets bestyrelse.

*Stk. 2.* Offentliggørelse efter stk. 1 skal udskydes eller ske i anonymiseret form, hvis

- 1) offentliggørelsen vil medføre uforholdsmæssig stor skade for virksomheden eller personen,
- 2) efterforskningsmæssige hensyn taler imod offentliggørelse,
- 3) offentliggørelsen vil true den finansielle stabilitet, eller
- 4) samfundsmæssige hensyn til offentliggørelsen af en persons navn må vurderes ikke at være proportionale med hensynet til personen.

*Stk. 3.* Indbringes påtalen eller påbuddet nævnt i stk. 1, jf. stk. 2, for Erhvervsankenævnet eller domstolene, skal dette fremgå af offentliggørelsen. Status og det efterfølgende resultat af Erhvervs-ankenævnets eller domstolens afgørelse skal ligeledes offentliggøres på Finanstilsynets hjemmeside hurtigst muligt. Er en sag som nævnt i stk. 1 overgivet til politimæssig efterforskning, og er der faldet helt eller delvis fældende dom eller vedtaget bøde, skal dommen, bødevedtagelsen eller et resumé heraf offentliggøres på Finanstilsynets hjemmeside.

*Stk. 4.* Offentliggørelse efter stk. 1 og 3 skal ske hurtigst muligt efter, at virksomheden eller personen er underrettet om påtalen, påbuddet, politianmeldelsen, det administrative bødeforelæg eller har modtaget dom og skal fremgå af Finanstilsynets hjemmeside i mindst 5 år fra offentliggørelsen. Offentliggørelse, som vedrører personer, skal dog kun fremgå af Finanstilsynets hjemmeside, så længe oplysningerne anses for nødvendige i forhold til de samfundsmæssige hensyn bag offentliggørelsen.”

Af de generelle bemærkninger i afsnit 3.4 fremgår bl.a.:

”[...]

I overensstemmelse med betænkning 1516/2010 bemærkes, at oplysninger om, at fysiske personer har overtrådt strafsanktioneret lovgivning og modtaget f.eks. påbud og påtaler, vil kunne være oplysninger om andre rent private forhold i henhold til § 8 i persondataloven, og offentliggørelse, som forudsat i artikel 34, findes ikke i alle tilfælde at kunne ske inden for persondatalovens rammer. Den foreslåede bestemmelse om offentliggørelse af sanktioner og foranstaltninger indebærer således i forhold til spørgsmålet om, hvorvidt offentliggørelse kan ske, en fravigelse af persondatalovens regler.

...

Det er muligt at fravige persondatalovens regler ved lov under forudsætning af, at det ikke strider mod databeskyttelsesdirektivet. Af artikel 8, stk. 5, i databeskyttelsesdirektivet følger, at behandling af oplysninger om lovovertrædelser, straffedomme eller sikkerhedsforanstaltninger kun må foretages under kontrol af en offentlig myndighed. Der er ikke i artikel 8, stk. 5, fastsat materielle behandlingskriterier for, hvornår der kan ske behandling af oplysninger om strafbare forhold. Dette spørgsmål må derfor skulle vurderes efter artikel 7 i databeskyttelsesdirektivet, hvorefter behandling af per-

sonoplysninger kan finde sted, hvis behandlingen er nødvendig af hensyn til udførelsen af en opgave i samfundets interesse eller henhørende under offentlig myndighedsudøvelse, som den registeransvarlige eller en tredjemand, til hvem oplysningerne videregives, har fået pålagt.

Det er vurderingen, at den foreslåede fravigelse af persondataloven er nødvendig for at gennemføre artikel 34 i markedsmisbrugsforordningen, og at den foreslåede § 84 m ligger indenfor rammerne af databeskyttelsesdirektivet. Der er herved lagt vægt på, at persondatalovens regler i øvrigt finder anvendelse, herunder eksempelvis reglerne om behandlingssikkerhed, indsigt m.v., hvorfor reglerne er omfattet af de specifikke garantier, som databeskyttelsesdirektivet giver. Endelig er der lagt vægt på, at den foreslåede bestemmelse foreskriver, at offentliggørelse under visse omstændigheder skal udskydes eller ske i anonymiseret form.

[...]”

Det fremgår endvidere af bemærkningerne til § 84 m bl.a.:

”[...]

§ 5 i persondataloven indeholder en række grundlæggende principper, der gælder for alle behandlinger af personoplysninger, herunder fastsætter bestemmelsen bl.a., at indsamlede oplysninger ikke må opbevares på en måde, der giver mulighed for at identificere den registrerede i et længere tidsrum end det, der er nødvendigt af hensyn til de formål, hvortil oplysningerne behandles.

For at iagttage § 5, stk. 5, i persondataloven, foreslås det i den foreslåede bestemmelses stk. 4, 2. pkt., at offentliggjorte oplysninger, som vedrører fysiske personer, kun skal fremgå af Finanstillsynets hjemmeside, så længe oplysningerne anses for nødvendige i forhold til de samfundsmæssige hensyn bag offentliggørelsen.

[...]”

Datatilsynet noterer sig, at der med den foreslåede bestemmelse i § 84 m sker en tilsigtet fravigelse af persondataloven, hvormed der med bestemmelsen gives den registrerede en dårlige retsstilling end efter persondataloven.

På baggrund af udkastets bemærkninger går Datatilsynet ud fra, at Finanstillsynet har vurderet, at den foreslåede bestemmelse ligger inden for rammerne af databeskyttelsesdirektivet, herunder direktivets artikel 8, stk. 4-6.

Kopi af dette brev er dags dato sendt til Justitsministeriets Lovafdeling til orientering.

Med venlig hilsen

Søren Klæbel Clemmensen



B Ø R S M Æ G L E R F O R E N I N G E N

## H Ø R I N G

Finanstilsynet  
Århusgade 110  
2100 København Ø

Sendt til [ministerbetjening@ftnet.dk](mailto:ministerbetjening@ftnet.dk)  
med kopi til [bch@ftnet.dk](mailto:bch@ftnet.dk) og [cht@ftnet.dk](mailto:cht@ftnet.dk)

### **Høringssvar vedrørende udkast til lovforslag om kapitalmarkeder og udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. (ændringer som følge af forordningen om markedsmisbrug)**

Finanstilsynet har den 16. november 2015 sendt ovennævnte udkast til lovforslag i høring.

Indledningsvis skal Finansrådet og Børsmæglerforeningen (herefter "Foreningerne") takke for muligheden for at afgive bemærkninger. Foreningerne har følgende bemærkninger til lovforslagene.

#### **Bemærkninger til udkast til forslag til lov om kapitalmarkeder**

##### **Generelle bemærkninger**

Erhvervs- og vækstministeriet har den 20. november 2015 offentliggjort fem principper, der skal sikre, at ny EU-regulering ikke overimplementeres. De fem principper er følgende:

- 1) Den nationale regulering bør som udgangspunkt ikke gå videre end minimumskraverne i EU-reguleringen.
- 2) Danske virksomheder bør ikke stilles dårligere i den internationale konkurrence, hvorfor implementeringen ikke bør være mere byrdefuld end den forventede implementering i sammenlignelige EU-lande.
- 3) Fleksibilitet og undtagelsesmuligheder i EU-reguleringen bør udnyttes.
- 4) I det omfang det er muligt og hensigtsmæssigt, bør EU-regulering implementeres gennem alternativer til regulering.
- 5) Byrdefuld EU-regulering bør træde i kraft senest muligt og under hensyntagen til de fælles ikrafttrædelsesdatoer.

Foreningerne ser positivt på disse principper. Med henblik på at vurdere, hvorvidt disse principper følges i forhold til dette lovforslag, finder Foreningerne det vigtigt, at der i bemærkningerne til de enkelte bestemmelser udtrykkeligt beskrives, hvorvidt der er tale om en EU-implementering, **og**

21. december 2015

##### **Finanssektorens Hus**

Amaliegade 7  
1256 København K

##### **Børsmæglerforeningen**

Telefon 3332 7411  
[mail@dbmf.dk](mailto:mail@dbmf.dk)  
[www.dbmf.dk](http://www.dbmf.dk)

##### **Finansrådet**

Telefon 3370 1000  
[mail@finansraadet.dk](mailto:mail@finansraadet.dk)  
[www.finansraadet.dk](http://www.finansraadet.dk)

Journalnr. 514/13

Dok. nr. 547459-v1

hvorvidt den enkelte bestemmelse går videre end direktivet. Det bør også angives, hvorvidt direktivets ordlyd er fraveget.

Side 2

Såfremt udgangspunktet - om ikke at gå videre end minimumskravene i EU-reguleringen - fraviges, bør baggrunden derfor beskrives. Det er Foreningernes vurdering, at særligt tungtvejende hensyn skal gøres sig gældende, såfremt udgangspunktet skal fraviges.

Journalnr. 514/13

Dok. nr. 547459-v1

Derudover bør det udtrykkeligt beskrives, hvorvidt forslaget medfører en ændring af gældende ret, og i givet fald, hvori denne består. Forskellige formuleringer i lovforslaget kan give anledning til fortolkningstvivl i forhold til at vurdere dette. Følgende er eksempler herpå:

(Bemærkninger til § 35)

*"Den foreslåede bestemmelse viderefører med enkelte sproglige tilpasninger § 27 a, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. og § 6 stk. 2, i udstederbekendtgørelsen."* [understregning foretaget]

(Bemærkninger til § 36)

*"Den foreslåede bestemmelse viderefører med visse sproglige præciseringer § 4 i udstederbekendtgørelsen, der fastslår, at udstederen skal offentliggøre valg af hjemland."* [understregning foretaget]

(Bemærkninger til § 51)

*"Den foreslåede bestemmelse viderefører delvist § 29, stk. 1-3, i lov om værdipapirhandel m.v. der fastsætter investors flagningspligt..."* [understregning foretaget]

*"Der er ikke tale om en ordret videreførelse af § 29, stk. 1-3, i lov om værdipapirhandel m.v. (...)"* [understregning foretaget]

Foreningerne finder, at Finanstilsynet bør udarbejde en oversigt over, hvor enkelte emner er reguleret. I tillæg bør der ved referencer til ESMA's hjemmeside være et "deeplink", som viser direkte hen til det sted på ESMA's hjemmeside, hvor oplysningerne findes. Alternativt bør der være mere konkrete henvisninger til, hvor på ESMA's hjemmeside oplysningerne findes. Se for eksempel bemærkningerne til § 52.

-0-

I det følgende fremgår alle Foreningernes specifikke bemærkninger. Bemærkningerne fremgår kronologisk efter paragrafnummer.

### **Specifikke bemærkninger**

#### **Ad § 3, stk. 1, nr. 4, i lov om kapitalmarkeder**

Lovforslagets definition af OHF lægger sig **ikke** op ad direktivets definition (artikel 4 (1) (23) i MiFID). Foreningerne ser gerne, at det i bemærkningerne forklares, hvorfor man har valgt en ikke-direktivnær implementering af lovtæksten, da det kan give anledning til fortolkningstvivl, herunder i forhold til MiFIR, der henviser til direktivets definition.

Side 3

#### **Ad § 4, stk. 1, nr. 3, i lov om kapitalmarkeder**

I bemærkningerne til § 4, stk. 1, nr. 3, i lov om kapitalmarkeder henvises der til UCITS IV (side 154). Bør der ikke henvises til UCITS V i stedet?

Journalnr. 514/13

Dok. nr. 547459-v1

#### **Ad §§ 51 og 52 – behandling af aktielån**

Det anføres i bemærkningerne til § 51, stk. 2, nr. 2, at aftaler om midlertidig overdragelse af stemmerettigheder f.eks. omfatter aftaler om aktielån.

I ESMA Final Report 2014/1187 Annex VI, punkt 3 (e) fremgår, at "right to recall lent shares" er et finansielt instrument omfattet af artikel 13 (1). Som følge heraf vil aktielån være omfattet af § 52. Foreningerne opfordrer Finanstilsynet til i bemærkningerne at beskrive, i hvilke situationer aktielån vil være at betragte som et finansielt instrument, samt i hvilke situationer aktielån er omfattet af artikel 10 (b) i gennemsigtighedsdirektivet og dermed § 51.

#### **Ad § 54 i lov om kapitalmarkeder**

Som det fremgår af de generelle bemærkninger finder Foreningerne, at der bør være særligt tungtvejende hensyn, der skal gøres sig gældende, såfremt udgangspunktet om, at national regulering ikke må gå videre end minimumskravene i EU-reguleringen, skal fraviges.

Flagningsreglerne er et område, hvor der er sket overimplementering. Om baggrunden for overimplementeringen fremgår bl.a. i de specielle bemærkninger til bestemmelsen:

*"Betydningen af at kende ejerforholdene i selskaber og tidsfaktoren for flagningsmeddelelser vurderes, især i forbindelse med overtagelsestilbud og forud for generalforsamlinger, at være væsentlig. Af hensyn til behovet for en hurtig og effektiv kursdannelse og gennemsigtighed er muligheden for en absolut tidsfrist på 4 handelsdage derfor ikke udnyttet i loven."*

Det er Foreningernes opfattelse, at de fleste andre lande, herunder de nordiske lande, har implementeret gennemsigtighedsdirektivets bestemmelser om flagningsregler således, at flagning anses for rettidig, hvis den har fundet sted senest 4 handelsdage efter transaktionen. Landene har således vurderet, at tidsfristen for at flage besiddelser i direktivet er passende i forhold til landenes respektive markeder.

Der er ikke særlige danske forhold, der gør sig gældende, således at der er behov for at kræve en hurtigere offentliggørelse end, hvad direktivet foreskriver, set i forhold til de administrative byrder, der er forbundet hermed.

Side 4

På den baggrund finder Foreningerne, at flagningsbestemmelserne bør udformes i overensstemmelse med gennemsigtighedsdirektivets ordlyd. Subsidiært bør definitionen af "burde være bekendt med" implementeres i overensstemmelse med implementeringsdirektivets artikel 9, således at der som en hovedregel frem for som en undtagelse gives en 2-dages frist i denne situation.

Journalnr. 514/13

Dok. nr. 547459-v1

Herunder mener Foreningerne ikke, at det foreslåede nye 2. pkt. i bestemmelsen er nødvendigt. Sætningen ses ikke at komme fra direktivet, og formålet med indsættelsen er uklar. Tilfældet, hvor eksterne forvaltere er involveret i en transaktion, bør snarere beskrives i bemærkningerne som eksempel på omstændigheder, der har betydning for, hvornår en investor burde være bekendt med, at en flagningsgrænse er krydset.

Foreningerne finder således, at bemærkningerne bør beskrive situationer, hvor investor burde være bekendt med, at en flagningsgrænse er krydset og eksempler på, hvornår en investor omvendt kan siges at være i en undskyldelig uvidenhed om, at en flagningsgrænse er krydset. Som eksempel på, hvor en investor kan være i en undskyldelig uvidenhed kan nævnes, at det f.eks. – alt efter omstændighederne – kan forekomme i de tilfælde, hvor en ekstern forvalter er involveret i en transaktion.

Tilsvarende vil det for større virksomheder/koncerner være nødvendigt at indsamle, aggregere og verificere informationer om transaktioner, besiddelser mv. på baggrund af en såkaldt batchkørsel foretaget efter handelsdagens afslutning, hvilket efter Foreningernes opfattelse også er et eksempel på, at virksomheden/koncernen først "burde være bekendt med" en krydsning af en flagningsgrænse efter handelsdagens afslutning.

I det tilfælde, at bestemmelsens ordlyd fastholdes, uanset at der er tale om en overimplementering, ser Foreningerne det gerne tilkendegivet i bemærkningerne, at der ikke er tilsigtet en ændring af gældende praksis, herunder at de tilkendegivelser, som Finanstilsynet er kommet med i den dialog, der har været i forbindelse med implementering af det reviderede transparensdirektiv forud for dets ikrafttrædelse den 26. november 2015, stadig er retvisende. Virksomhederne har indrettet sig i overensstemmelse med de ændringer af værdipapirhandelslovens § 29 samt storaktionærbekendtgørelsen, der trådte i kraft den 26. november 2015.

I lovforslagets almindelige bemærkninger pkt. 2.2.9.2 defineres "straks" i flagningsreglerne som værende "hurtigere end hurtigst muligt". Denne beskrivelse er i modstrid med, hvad Finanstilsynet tidligere har givet udtryk



for i forbindelse med implementering af det reviderede transparensdirektiv i foråret 2015. Her anførte Finanstilsynet i høringsnotat til L154 følgende:

Side 5

*"Ved brug af ordet "omgående" er det hensigten at signalere, at meddelelse som udgangspunkt skal ske med det samme eller straks og ikke skal afventes, at den flagningspligtige har bedre tid. Ordet stammer fra den danske oversættelse af direktiv 2013/50/EU, og da det ikke er tiltænkt at have en anden betydning end "straks", vil forslaget om at erstatte "omgående" med "straks" blive imødekommet. Uanset, at tidsfristen for storaktionærers flagningsmeddelelser til udstedere og Finanstilsynet ændres fra "hurtigst muligt" til "straks" i lovteksten, er det ikke hensigten, at fortolkningen, som er fastsat i § 2, stk. 4, i storaktionærbekendtgørelsen, skal skærpes."*

Journalnr. 514/13

Dok. nr. 547459-v1

Finanstilsynet har således selv for mindre end et år siden givet udtryk for, at der i forbindelse med flagningsreglerne menes det samme med "straks", som der gjorde med det tidligere anvendte udtryk "hurtigst muligt", og at der ikke er tiltænkt en skærpelse. Det afgørende må derfor være, at man – som det også fremgår af citatet – ikke kan vente, til man "har bedre tid".

Ved hurtigst muligt forstås ifølge bemærkningerne, at der kan bruges tid på nødvendig verifikation, udarbejdelse af dokumenter mv. Fortolkes formuleringen modsætningsvis, vil det indebære, at en forpligtelse til at give meddelelse "straks" **ikke** give mulighed for, at storaktionærer kan bruge tid på udarbejdelse af dokumenter. Dette giver umiddelbart ikke mening, da storaktionærer er forpligtet til at udfylde en standardformular og sikre, at det udstedende selskab får korrekte oplysninger om besiddelsesforhold mv., hvilket må forudsætte en form for skriftlig kommunikation.

Endvidere og mere generelt bør anvendelse af ordet "straks" være konsistent i forhold til øvrige tidsfrister i lovforslaget, hvor "straks" benyttes, da det kan være problematisk lovteknisk at fortolke det samme ord forskelligt.

Et eksempel herpå ses i § 172 om registrering af systematisk internalisering, hvor begrebet "straks" også anvendes. Her forstås straks således, at der er tid til at få alle relevante oplysninger med i underretningen, hvorimod "straks" i flagningsreglerne, som nævnt ovenfor, skal forstås således, at der ikke er mulighed for at bruge tid på den nødvendige verifikation, udarbejdelse af dokumenter mv.

Et andet eksempel herpå ses i § 69, stk. 6. Afslår Finanstilsynet en ansøgning om godkendelse af en påtænkt erhvervelse, skal det skriftligt begrundes og meddeles den påtænkte erhverver **straks** efter beslutningen herom. Meddelelsen skal ske inden for vurderingsperioden. Anvendelsen af "straks" synes således heller ikke at være konsistent anvendt i denne bestemmelse.

Et tredje eksempel ses i § 154, hvoraf fremgår:

*"En operatør af en multilateral handelsfacilitet (MHF) eller en organiseret handelsfacilitet (OHF) skal straks underrette Finanstilsynet, hvis operatøren bliver bekendt med eller har formodning om væsentlige brud på handelsfacilitetens regler, handelsforhold i strid med handelsfacilitetens regler, en adfærd, der kan indebære overtrædelse af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug eller systemfejl i forbindelse med et finansielt instrument."*

Journalnr. 514/13

Dok. nr. 547459-v1

I bemærkningerne til bestemmelsen fremgår imidlertid, at underretningen til Finanstilsynet skal ske "hurtigst muligt".

Foreningerne er således uenige i, at begrebet "straks" skal forstås som "hurtigere end hurtigst muligt". Både de almindelige og specielle bemærkninger bør rettes til, så fortolkning af "straks" stemmer overens med, hvad Finanstilsynet tidligere har meldt ud i forbindelse med implementeringen af det reviderede transparensdirektiv i foråret 2015, jf. ovenstående citat. Det foreslås, at citatet skrives ind i de specielle bemærkninger. Virksomhederne har indrettet sig i overensstemmelse med denne udmelding, og der ses ikke at være nye forhold siden da, der begrunder en praksisændring. Foreningerne mener endvidere, at der bør være konsistens i fortolkningen af samme ord i loven.

#### **Ad §§69 -73 i lov om kapitalmarkeder**

Foreningerne beder Finanstilsynet bekræfte, at kapitel 14 ikke omfatter datacentraler, der er etableret som foreninger (som f.eks. Bankdata), der måtte ansøge om at være en dataindberetningstjeneste.

#### **Ad §§ 88-100 i lov om kapitalmarkeder**

Kapitel 22 bør have en anden overskrift, eftersom § 92, § 96 og § 100 vedrører andet end algoritmisk handel.

#### **Ad § 88 i lov om kapitalmarkeder**

Kontrolforanstaltningerne med algoritmisk handel er betydelige, og derfor bør forarbejderne forholde sig mere konkret til, hvad der er algoritmisk handel og eventuelle usikkerheder forbundet med at fastslå dette. I ESMA's guidelines fra 2012 (2012/122) er "Trading Algorithm" defineret som:

*"Computer software operating on the basis of key parameters set by an investment firm or a client of an investment firm that generates orders to be submitted to trading platforms automatically in response to market information."*

I lovbemærkningerne fremgår under punkt 2.2.14.1 (side 125):

*"I en algoritmisk handel foretager en computer en lang række handler ud fra forprogrammerede instrukser (såkaldte algoritmer)".*

I ESMA's *Technical Advice* fra december 2014 anføres på side 323, punkt 20 bl.a. følgende om algoritmisk handel:

*"ii. There is limited or no human intervention (and therefore algorithmic trading) when the system at least makes independent decisions at any stage of order-execution processes, either on initiating, routing or executing orders. It is noted that the reference to "orders" encompasses "quotes" as well."*

Journalnr. 514/13

Dok. nr. 547459-v1

Technical Advice, side 338, kan læses således, at også "quotes" skal betragtes som ordrer, når man læser definitionen af algoritmisk handel, uden at det dog bliver angivet, hvorfra ESMA har denne udvidede fortolkning.

Danske investeringsselskaber tilbyder kunder handel med finansielle instrumenter, hvor handlerne kommer i stand ved, at kunderne *online* accepterer "quotes" som genereres automatisk af investeringsselskaberne. Dette kan også være "quotes", som investeringsselskaber lægger ud på markedspladser i deres egenskab af marked maker. Der er her ikke tale om, at en computer foretager "en lang række handler", og de "forprogrammerede instrukser" kan meget vel begrænse sig til, at de anførte "quotes" dannes ved at "reflektere" et spread på en konkret markedsplads eller priser/kurser, som leveres af en ekstern leverandør, evt. sådan at computeren lægger et beløb (margin) oveni. Foreningerne mener ikke, at sådanne "quotes" skal betragtes som algoritmisk handel. Forarbejderne bør om muligt forholde sig hertil.

#### **Ad § 101, stk. 2, nr. 3, i lov om kapitalmarkeder**

Der synes, at mangle nogle ord i bestemmelsen, for at den giver mening. Kapitel 35 bør have en anden overskrift, eftersom § 169 også dækker brede-  
re end algoritmisk handel.

#### **Ad § 165 i lov om kapitalmarkeder**

Det bør uddybes i bemærkningerne, hvornår der er tale om, at et investeringsselskab "benytter sig" af algoritmisk handel.

Er det f.eks. tilfældet, hvor investeringsselskaber ved en investering benytter sig af en broker, som gennemfører ordren via brokerens algoritmer?

Er det tilfældet, hvor broderen gennemfører handlen i investeringsselskabets navn (med investeringsselskabets handelskode), men via algoritmer/algoritmisk hardware/smart order routing (SOR), som broderen råder over?

Det er Foreningernes opfattelse, at kun den broker, som gennemfører handelen for investeringsselskabet, "benytter sig af" algoritmisk handel og altså

ikke investeringsselskabet, som har sendt ordren til broderen. Dette gælder både i de situationer, hvor broderen gennemfører handlen i eget navn, og hvor broderen gennemfører handlen i investeringsselskabets navn. I begge situationer er det en forudsætning, at broderen er underlagt MiFIR og MiFID II.

Side 8

#### **Ad § 166 i lov om kapitalmarkeder**

Det anføres i de specielle bemærkninger til § 166, stk. 3 (side 351), at Finanstilsynet kan bede om kodning/kildekoden til algoritmer. Det bør her præciseres, hvad Finanstilsynet kan bede om vedrørende "procured" eller "outsourced" algoritmer, hvor leverandøren næppe vil være villig til at give kodning/kildekoden.

Journalnr. 514/13

Dok. nr. 547459-v1

#### **Ad § 170 i lov om kapitalmarkeder**

Det er uklart, hvilke konsekvenser denne bestemmelse vil have på kunders direkte handel på markedspladser, eksempelvis via Direct Market Access (DMA) og andre strakshandelssystemer. Det bør beskrives i bemærkningerne.

#### **Ad § 171, stk. 1, i lov om kapitalmarkeder**

Indledningsvist bemærkes, at der mangler et kolon i § 171, stk. 1, nr. 3, hvilket giver anledning til fortolkningstvivl i forhold til, hvad der bliver defineret.

Det bør i bemærkningerne i øvrigt uddybes, hvornår der er tale om handel "for egen regning". Navnlig bør det præciseres, om der er eller kan være tale om handel "for egen regning" i tilfælde, hvor investeringsselskabet be-  
rigtiger kundehandler med værdipapirer, som investeringsselskabet **ikke** har i sin "egenbeholdning", før handlen indgås. En sådan præcisering bør inkludere følgende situationer:

- 1) Hvor investeringsselskabet "matcher" to af sine kunder, altså en kundes købsordre og en kundes salgsordre – evt. som matched principal trading. Det er Foreningernes vurdering, at man kan matche modgående kundeordrer, hvis det ikke sker på systematisk vis. Altså at der slutes modsætningsvis i.f.t. MiFIR artikel 23 (2).
- 2) Hvor investeringsselskabet agerer som market maker (herunder strakshandel) og efter en kundehandel selv skal afdække sit køb/salg i markedet.
- 3) Hvor investeringsselskabet formidler kundens ordre til en markedsplads eller en broker (herunder hvornår eller om dette skal anses for matched principal trading).

Se også sidste afsnit i de specielle bemærkninger til § 171 (side 359), hvor det om artikel 23, stk. 1, i MiFIR anføres, at en systematisk internalisator kan udføre en handel i en aktie mod sin egenbeholdning. Også i forbindelse

med disse bemærkninger bør det præciseres, hvad der forstås ved handel mod "egenbeholdning".

Side 9

#### **Ad § 171, stk. 2, i lov om kapitalmarkeder**

I bemærkningerne til § 171, stk. 1, findes et afsnit med bemærkninger til § 171, stk. 1, nr. 4 (side 358, 2. afsnit). I lovteksten findes ikke en sådan bestemmelse i stk. 1, men derimod ses bestemmelsen i det foreslåede stk. 2. I det foreslåede stk. 2 mangler dog noget tekst for at bestemmelsen giver mening som et selvstændigt stykke; dvs. tekst i stil med den indledende sætning til det foreslåede stk. 1 ("I dette kapitel forstås ved").

Journalnr. 514/13

Dok. nr. 547459-v1

#### **Ad § 171, stk. 3, i lov om kapitalmarkeder**

Bemærkningerne til det foreslåede § 171, stk. 3, er fejlagtigt anført som værende bemærkninger til det foreslåede stk. 2 (se nederst side 358).

På side 358, 4. afsnit, i lovbemærkningerne, refereres til produkter, herunder derivater, "der handles på en markedsplads", og som derfor er omfattet af reglerne om førhandels offentliggørelse.

Om muligt bør det anføres, hvad der menes med produkter, "der handles på en markedsplads", eller de vanskeligheder, der er med at kvalificere dette. Navnlig for derivater er det yderst usikkert, hvad begrebet dækker over, da et givent derivat (baseret på ISIN-kode) i reglen ikke, som f.eks. en aktie, kan handles både på og uden for en markedsplads (OTC).

#### **Ad § 172 i lov om kapitalmarkeder**

Det fremgår ikke klart af lovteksten, at en systematisk internalisator skal registreres for hvert enkelt instrument. Tillige udestår en afklaring af processen ved "afregistrering".

#### **Ad § 177 i lov om kapitalmarkeder**

Det bør i 4. afsnit til lovbemærkningerne til bestemmelsen (side 362) præciseres, hvad der menes med "positioner, der besiddes på vegne af personen samlet på koncernniveau".

#### **Ad § 178 i lov om kapitalmarkeder**

Det bør i lovbemærkningerne præciseres, hvad der forstås ved "åbne positioner".

#### **Ad §§ 181 og 182 i lov om kapitalmarkeder**

Det bør uddybes i lovbemærkningerne, hvad der forstås ved "positioner" i §§ 181 og 182.

Der bør uddybes i lovbemærkningerne, om de omtalte derivater opgøres på ISIN-kode-niveau. Det bør herunder uddybes, om positionsgrænserne er pr.

kontrakttype (ISIN-kode), eller på tværs af alle kontrakter på nær spotkontrakter.

Side 10

Det bør herunder uddybes, hvad det er for en OTC-handel, der beskrives i § 181. Der tales om derivater, "der handles på markedspladsen", og derfor må den umiddelbare forståelse være, at bestemmelsen drejer sig om OTC **videresalg** af kontrakter, som oprindeligt er handlet på en markedsplads **samt** handel med derivater, som ikke har været handlet på en markedsplads, men som i alt væsentligt er identisk med derivater, som handles på en markedsplads (pr. ISIN-kode-niveau).

Journalnr. 514/13

Dok. nr. 547459-v1

Det bør præciseres i bemærkningerne til § 181, at fondsmæglerselskabet selv kan vælge, om det vil rapportere positionerne til Finanstilsynet eller til "den centrale kompetente myndighed for den markedsplads, hvorpå råvarederivaterne eller emissionskvoterne eller derivaterne heraf i det mest væsentlige omfang handles".

Det er uklart, hvad der i bemærkningerne side 366, 4. afsnit, menes med, at: *"Forpligtelsen omfatter både handler i de pågældende instrumenter, derivater heraf eller økonomisk tilsvarende OTC-derivater."*

#### **Ad § 192 i lov om kapitalmarkeder**

Det bør præciseres i § 192, at IM (initial margin) ikke behøver at stilles inden for dagen, beregnet fra det tidspunkt, hvor den clearede transaktion indgås, for ikke at være omstødeligt, men at IM bør kunne stilles uden unødigt ophold efter, at kravet på sikkerhed kunne gøres gældende i henhold til aftalen. Dette vil stemme overens med, hvad der gælder i andre EU-lande, og det være i overensstemmelse med, hvad der synes at virke hensigtsmæssigt for clearingkunderne.

Mindre danske clearingkunder rammes således i dag hårdt af, at det formentligt er sådan, at IM skal stilles inden for dagen fra den clearede transaktion indgås. Det er administrativt byrdefuldt for kunderne, idet det betyder, at kunderne skal stille sikkerhed flere gange i løbet af en dag, i stedet for eksempelvis hver morgen inden kl. 10:00.

#### **Ad § 197 i lov om kapitalmarkeder**

Foreningerne mener, at bestemmelsen bør tilpasses, så den også omfatter indirekte clearing.

Danske finansielle virksomheder kan i dag ikke tilbyde indirekte clearing, fordi dansk lovgivning ikke yder de indirekte clearingkunder den konkursbeskyttelse, som er påkrævet under EMIR i forbindelse med indirekte clearing af OTC-derivater. Tilsvarende krav til konkursbeskyttelse vil forventeligt blive indført under MiFIR/MiFID II i forbindelse med indirekte clearing af børshandlede derivater (exchange traded derivatives). For at danske finansielle

virksomheder kan tilbyde indirekte clearing af OTC-derivater – og fortsætte med at tilbyde indirekte clearing af børshandlede derivater – er det nødvendigt, at konkursbeskyttelsen udvides til at omfatte både direkte og indirekte clearing. Foreningerne bemærker i den forbindelse, at det vil have alvorlige konsekvenser for markedet for børshandlede derivater, hvis muligheden for at tilbyde indirekte clearing ophører.

Side 11

Journalnr. 514/13

Dok. nr. 547459-v1

#### **Ad § 224**

Beskrivelsen af finansiel sikkerhedsstillelse er korrekt, dog er beskrivelsen af finansiel sikkerhedsstillelse, som det der foregår på repo-markedet ikke det bedst egnede eksempel at give.

#### **Ad § 225, stk. 2**

Det bør præciseres, at bestemmelsen gælder fremadrettet og ikke for eksisterende aftaler med detailkunder særligt henset til, at detailkunde-begrebet udvides.

Det bør endvidere præciseres, at pantsætning med evt. brugsret fortsat er en mulighed.

#### **Ad § 245 i lov om kapitalmarkeder**

I tilfælde af inddragelse af tilladelse beder Foreningerne Finanstilsynet tage hensyn til, at berørte markedsdeltagere har brug for tid til omstilling/opkobling til ny dataindberetningstjeneste.

#### **Ad § 252 i lov om kapitalmarkeder**

Det bør i lovbemærkningerne uddybes, hvad der nærmere skal forstås ved nr. 1-8, navnlig nr. 6 om prisnotering og nr. 8 om særlige betingelser.

#### **Ad § 260 i lov om kapitalmarkeder**

I næstsidste afsnit i de specielle bemærkninger (side 436) anføres følgende:

*”Fondsmæglerselskaber og operatører, som skal indrapportere transaktionsdata til en ARM, kan vælge at uddelegere indrapporteringen til tredjeparter. Det kan skabe sikkerhedsmæssige udfordringer, som en ARM må tage højde for. Ved at uddelegere indrapporteringen kan tredjeparter eksempelvis opnå adgang til fortrolige oplysninger.”*

Det bør i lovbemærkningerne præciseres, i hvilket omfang et fondsmægler-selskab kan uddelegere indrapporteringen til tredjeparter. Kan et fondsmægler-selskab overlade til et andet selskab (f.eks. moderselskab eller datterselskab) at rapportere på sine vegne til myndighederne?

#### **Ad § 289 i lov om kapitalmarkeder**

Det er meget positivt, at der lægges op til, at Finanstilsynet efter anmodning fra den fysiske eller juridiske person, en sag vedrører, skal offentliggø-

re, hvis en sag, der er overgivet til politimæssig efterforskning, er afsluttet ved påtaleopgivelse, tiltalefrafald eller frifindende dom.

Side 12

Det fremgår af bemærkningerne til bestemmelsen, at forslaget er begrundet i hensynet til den, som sagen vedrører, og i at sikre offentligheden et mere retvisende billede af praksis. Foreningerne er helt enige og skal opfordre til, at dette princip også indskrives i øvrig lovgivning, som Finanstilsynet fører tilsyn med.

Journalnr. 514/13

Dok. nr. 547459-v1

-0-

**Bemærkninger til udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. (ændringer som følge af forordningen om markedsmisbrug)**

**Ad § 1, nr. 6 (§ 27, stk. 1-6, i lov om værdipapirhandel m.v.)**

Det fremgår ikke af bemærkningerne til forslaget om ophævelse af § 27, stk. 1-6, om realitetsgrundsætningen forventes opretholdt, og om den eksisterende praksis dermed fortsat gælder efter MAR's ikrafttræden.

Foreningerne har forståelse for, at dette af lovtekniske grunde ikke er muligt, da man derved indirekte ville implementere MAR, hvilket ikke er tilladt.

Foreningerne har forstået, at Finanstilsynet påtænker at fortolke de tilsvarende regler i MAR (artikel 17) således, at realitetsgrundsætningen videreføres, men at denne fortolkning naturligvis kun kan og vil blive opretholdt inden for rammerne af den EU-konforme fortolkning, hvilket betyder, at f.eks. udmeldinger fra ESMA eller afgørelser fra andre EU/EØS-lande kan betyde, at fortolkningen må ændres. Foreningerne ser positivt på denne udmelding om, at Finanstilsynet vil indfortolke realitetsgrundsætningen, indtil nye retskilder kræver andet.

Med venlig hilsen

Stefan Munch Gotfredsen

Direkte +45 3370 1074

smg@finansraadet.dk



Finanstilsynet  
Sendt til [ministerbetjening@ftnet.dk](mailto:ministerbetjening@ftnet.dk)  
Kopi til [bch@ftnet.dk](mailto:bch@ftnet.dk) og [cht@ftnet.dk](mailto:cht@ftnet.dk)



## Høringssvar vedrørende lovforslag om kapitalmarkeder og ændringer af FIL og VPHL

Forsikring & Pension takker for muligheden for at kommentere på udkast til de tre lovforslag, som Finanstilsynet har sendt i høring den 16. november 2015.

1. Forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed og lov om finansielle rådgivere m.v., der træder i kraft 1. januar 2017,
2. Forslag til ændring af lov om værdipapirhandel m.v., der skal gælde fra 1. juli 2016 til 1. januar 2017, og
3. Forslag til lov om kapitalmarkeder, der fra 1. januar 2017 skal erstatte lov om værdipapirhandel m.v.

Lovforslagene er meget omfangsrige, og Forsikring & Pension vil henstille at lovforslag fremadrettet deles op, så det bliver nemmere at forholde sig til, hvilken regulering der er relevant for den enkelte virksomhedstype. Det kan f.eks. undre, at forslag til ændring af FIL medtager en bestemmelse om produkttilsyn, som ingen sammenhæng har med ændringerne i de andre lovforslag.

Erhvervs- og vækstministeriet har den 20. november offentliggjort fem principper der skal sikre, at ny EU-regulering ikke overimplementeres. Det bifalder Forsikring & Pension, og vi ser frem til at bidrage til arbejdet i Implementeringsrådet. Dog er det vanskeligt at vurdere, hvorvidt principperne er overholdt i lovforslagene. Det skyldes, at det ikke af bemærkningerne til bestemmelserne fremgår, hvorvidt der er tale om en direktivnær implementering, om direktivets ordlyd ændres, eller om der indføres en national særregel. Hertil kommer, at et af forslagene direkte er i strid med principperne jf. nærmere nedenfor.

Vi har herudover følgende bemærkninger til de tre udkast til lovforslag:

### Forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed og lov om finansielle rådgivere m.v.

Med lovforslaget indsættes der blandt andet et nyt stk. 4 i § 71, hvorefter "*Pengeinstitutter, realkreditinstitutter, fondsmæglerselskaber og forsikringsselskaber, skal have effektive procedurer for godkendelse af nye produkter og tjenesteydelser, væsentlige ændringer i eksisterende produkter og tjenesteydelser samt*

19.12.2015

Forsikring & Pension  
Philip Heymans Allé 1  
2900 Hellerup  
Tlf. 41 91 91 91  
Fax 41 91 91 92  
[fp@forsikringogpension.dk](mailto:fp@forsikringogpension.dk)  
[www.forsikringogpension.dk](http://www.forsikringogpension.dk)

Ann-Sofie Leth  
Konsulent, cand.jur  
Dir. 41 91 90 48  
[ale@forsikringogpension.dk](mailto:ale@forsikringogpension.dk)

Vores ref. ALE/KTH/JVH  
Sagsnr. GES-2015-00379  
DokID 363745

Brancheorganisation  
for forsikringsselskaber  
og pensionskasser

*distribution af disse...*". Bestemmelsen skal ifølge forslaget træde i kraft den 1. januar 2017.

Forsikring & Pension

Vores ref. ALE  
Sagsnr. GES-2015-00379  
DokID 363745

Af bemærkningerne til lovforslaget fremgår det, at der for så vidt angår forsikringsselskaber og tværgående pensionsselskaber vil blive fastsat nærmere regler om godkendelsesprocedurerne i bekendtgørelse om ledelse og styring af forsikringsselskaber og tværgående pensionskasser. Disse regler vil blive udformet i overensstemmelse med produkttilsynsreglerne i direktivet om forsikringsdistribution (IDD) og de delegerede retsakter på niveau 2, der forventes udstedt med hjemmel i direktivet.

På trods af ovenstående tilkendegivelse indeholder bemærkningerne imidlertid en længere beskrivelse af en række fælles krav til produkttilsyn, som vil blive indsat i bl.a. en bekendtgørelse for forsikringsselskaber.

Direktivet om forsikringsdistribution blev vedtaget af Rådet den 14. december 2015 og skal være implementeret i medlemslandene primo 2018. Eventuelle delegerede retsakter for så vidt angår produkttilsyn på forsikringsområdet vil derfor allertidligst kunne træde i kraft på dette tidspunkt. Forsikring & Pension finder det derfor meget overraskende, at forslaget lægger op til at implementere reglerne 1 år inden, at direktivet skal være implementeret i Danmark. Dette er i strid med regeringens principper mod overimplementering af EU-regler.

Samtidig undrer det Forsikring & Pension, at bemærkningerne til lovforslaget indeholder en detaljeret beskrivelse af de regler for produkttilsyn, der vil blive fastsat i bekendtgørelsesform på forsikringsområdet. For det første er disse regler mere omfattende end de bestemmelser om produkttilsyn, som findes i artikel 25 i IDD. Således er der med den nuværende viden også på det punkt tale om overimplementering, idet den nationale regulering vil gå videre end minimumskravene i EU-reguleringen. For det andet foregriber forslaget indholdet af de delegerede retsakter, der formentlig vil blive vedtaget på området. Dette kan resultere i, at forsikringsselskaberne inden for en kort periode vil skulle tilpasse sig forskellige regelsæt om produkttilsyn.

Hvad angår de regler for produkttilsyn, der jf. ovenfor vil blive fastsat i bekendtgørelsesform, bemærkes det i øvrigt, at de stort set er identiske med det oplæg til krav til finansielle virksomheders produktudviklings- og produkttilsynsprocesser, som Finanstilsynet sendte i høring i efteråret 2014 og med det udkast til foreløbige guidelines for produkttilsyn, som den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger (EIOPA) netop har sendt i høring for anden gang inden for et år. Det første oplæg blev senere trukket tilbage, og EIOPAs guidelines viste sig at være uden hjemmel i EU-reglerne.

Forsikring & Pension har i relation til disse høringer gjort opmærksom på, at der ikke er behov for de foreslåede regler i Danmark. Baggrunden er, at reglerne om henholdsvis god skik og markedsføring giver en række indgrebsmuligheder for Finanstilsynet og Forbrugerombudsmanden, og at de foreslåede godkendelsesprocedurer er ufleksible og fordyrende, uden at det er klart, hvad merværdien er for forbrugerne. Dette er godt illustreret af, at der aldrig har været et ønske om sådanne regler i Danmark.

Hvad angår EIOPA's nyeste udkast til produkttilsynsregler finder Forsikring & Pension det i øvrigt yderst problematisk, at EIOPA reelt har foregrebet Kommis-

sionens udstedelse af niveau 2 regler og dermed reelt har tilsidesat de EU-retlige beslutningsprocesser og den demokratiske proces. Da det er Finanstilsynet, der repræsenterer ministeriet i EIOPA og dermed kan påvirke reglernes udformning, er det naturligvis af central betydning, at ovenstående problem afspejler sig i tilsynets forhandlingsmandat.

Forsikring & Pension

Vores ref. ALE  
Sagsnr. GES-2015-00379  
DokID 363745

I lyset af ovenstående finder Forsikring & Pension, at "forsikringsselskaber" bør tages ud af den foreslåede § 71 stk. 4.

Problemstillingen viser i øvrigt endnu en gang, hvorfor det er problematisk med en kolossal lov om alle finansielle virksomheder. Noget som er ukendt i bl.a. de andre nordiske lande.

### **Forslag til ændring af lov om værdipapirhandel m.v.:**

#### *Markedsmisbrugsforordningen*

Lovforslaget betyder, at reglerne om bl.a. insiderregler og markedsmisbrug flyttes ud af værdipapirhandelsloven, da reguleringen heraf fremadrettet følger af EU's markedsmisbrugsforordning. Derudover gennemfører lovforslaget de dele af markeds-misbrugsforordningen, der kræves implementeret i national lovgivning (primært tilsyns- og sanktionsbestemmelser samt offentliggørelse af beslutninger).

Da reglerne i markedsmisbrugsforordningen skal anvendes direkte i såvel Danmark som i de øvrige EU-lande, vil Forsikring & Pension henstille, at der udarbejdes vejledningsmateriale, der forklarer de nye regler over for udstedere mv.

#### *Offentliggørelse af intern viden*

Det fremgår af markedsmisbrugsforordningens artikel 17, at en udsteder hurtigst mulig skal offentliggøre intern viden, der direkte vedrører denne udsteder.

Det er uklart, hvorvidt markedsmisbrugsforordningen ændrer den hidtidige danske tilgang og praksis, der baserer sig på den såkaldte "realitetsgrundsætning", dvs. at oplysning til markedet først skal ske, når et forhold er indtrådt.

#### *Udsættelse af offentliggørelse af intern viden*

I de eksisterende regler er der ikke et krav om, at udsteder automatisk skal underrette Finanstilsynet, når udsteder udsætter offentliggørelsen af intern viden. Markedsmisbrugsforordningen pålægger udstederne at udarbejde redegørelser om baggrunden for udsættelsen af offentliggørelse.

Redegørelserne bør alene indsendes til Finanstilsynet efter tilsynets anmodning, idet det vil være mindst byrdefuldt for danske børsnoterede virksomheder. Lovforslaget indeholder ikke oplysninger om, hvorvidt redegørelserne kun skal indsende til Finanstilsynet på konkret anmodning fra tilsynet, eller om udstedere skal indsende redegørelserne til Finanstilsynet hver eneste gang udsættelsesadgangen anvendes.

### **Forslag til lov om kapitalmarkeder:**

#### *Flagningsregler, jf. § 54*

Det er Forsikring & Pensions vurdering, at flagningsreglerne er overimplementeret, idet muligheden for en absolut tidsfrist på 4 handelsdage i medfør af genemsigtighedsdirektivet ikke er udnyttet, jf. de generelle bemærkninger.

Der er ikke specielle danske forhold, der nødvendiggør hurtigere offentliggørelse end, hvad direktivet foreskriver. Hvis Finanstilsynet er af en anden opfattelse bør begrundelsen herfor fremgå mere klart af bemærkningerne. Forsikring & Pension vil henstille til, at flagningsreglerne implementeres direktivnært i Danmark.

Forsikring & Pension

Vores ref. ALE  
Sagsnr. GES-2015-00379  
DokID 363745

*Tavshedspligt, jf. § 277*

Af bemærkningerne til § 277, stk. 1 fremgår det bl.a., at tavshedspligten er afgørende for den tilsynsmæssige effektivitet, og at virksomhederne må kunne nære tillid til, at fortrolige oplysninger ikke videregives. Dette svarer fint til beskrivelsen af retstilstanden i udredningen om tavshedspligt og partsbegrebet i den finansielle lovgivning, som blev lavet til en tidligere regering af Jan Schans Christensen.

Af forslagets § 277, stk. 3 fremgår det imidlertid, at Finanstilsynets tavshedspligt ikke finder anvendelse på oplysninger i sager om god skik. Det vil sige, at fortrolige oplysninger, som Finanstilsynet får i hænde i disse sager undergives aktindsigt efter offentlighedsloven. Dermed fjernes den tavshedspligt, der fremgår af den øvrige finansielle lovgivning og EU-direktiverne.

Det er også i modstrid med den bestemmelse, der den 4. december 2015 blev vedtaget i Folketinget vedrørende § 352 i lov om finansiel virksomhed. Af bemærkningerne til bestemmelsen fremgår følgende: *"Finanstilsynet har ligeledes hjemmel til i § 352 at foretage undersøgelser, der er egnede til at fremme genemsigtigheden på det finansielle marked samt at offentliggøre resultaterne af disse. Finansielle virksomheder, der er omfattet af en sådan undersøgelse, skal i overensstemmelse med gældende praksis gøres bekendt med resultaterne før en eventuel offentliggørelse og kan kræve, at der ikke sker offentliggørelse af de tekniske beregninger og metoder m.v., der har karakter af forretningshemmeligheder."*

Forsikring & Pension finder, at ovenstående bemærkninger også bør gælde god skik. Alternativet vil ifølge J. Schans Christensen formentlig også være direktivstridigt.

*Offentliggørelse, jf. § 289*

I § 289, stk. 2 i lovforslaget om kapitalmarkeder fremgår som noget nyt, at Finanstilsynet på sin hjemmeside kan offentliggøre frifindende domme, påtaleopgivelse og tiltalefrafald, hvis den berørte fysiske eller juridiske person ønsker dette.

Forsikring & Pension finder det meget positivt, at bestemmelsen udvides med dette element. Vi vil dog samtidig henstille til, at ændring ligeledes foretages i lov om finansiel virksomhed. Forsikring & Pension uddyber gerne ovenstående bemærkninger.

Med venlig hilsen

Ann-Sofie Leth

København, den 21. december, 2015



Finanstilsynet  
Att. Ministerbetjening

## **Høringssvar vedrørende forslag til lov om kapitalmarkeder og lov om værdipapirhandel**

Nasdaq Copenhagen (Nasdaq) har modtaget forslag til lov om værdipapirhandel samt forslag til lov om kapitalmarkeder i høring. Nasdaq sætter stor pris på muligheden for at blive hørt i forbindelse med udarbejdelsen af dette nye lovkompleks.

Nasdaqs høringssvar er inddelt i tre afsnit:

- Første afsnit vedrører generelle bemærkninger til forslag til lov om kapitalmarkeder.
- Andet afsnit vedrører bestemmelsesspecifikke bemærkninger til forslag til lov om kapitalmarkeder.
- Tredje afsnit vedrører overordnede bemærkninger forslaget til ændring af lov om værdipapirhandel (implementering af markedsmisbrugsdirektivet).

### **1. Generelle bemærkninger til lovforslag om lov om kapitalmarkeder**

Overordnet set hilser Nasdaq skabelsen af en ny kapitalmarkedslov (KML) velkommen. Lov om værdipapirhandel har længe trængt til en gennemgribende revision, da den har båret præg af mange års lovgivningsmæssig knopskydning.

Den nye struktur i KML medfører en betydelig mere struktureret og læsevenlig lov. Nasdaq vil i den forbindelse gerne complimentere for det store arbejde, der er blevet lagt i udarbejdelsen af en KML. Vi har sat pris på at blive taget med på råd i den arbejdsgruppe, der har arbejdet med udvalgte dele af lovforslaget på et tidligt stadie, og er overordnet tilfredse med den struktur og form, lovforslaget har fået.

#### *Høringsfrist*

Som en helt overordnet bemærkning, mener Nasdaq, at den tid, der har været givet til høring af lovforslaget er alt for kort. Når der gennemføres en så grundlæggende reform af hele kapitalmarkedsreguleringen, er det af afgørende betydning, at der gives relevante parter en rimelig tid til at sætte sig ind i, analysere og kommentere på lovforslaget. Dette er med til at sikre kvalitet i lovgivningen og fange uhensigtsmæssigheder eller deciderede fejl, der senere hen kan skabe problemer i anvendelsen af loven og medføre behov for hurtige lovændringer. Dette gælder ikke mindst, når der

samtidig implementeres et så væsentligt rammedirektiv for kapitalmarkedsområdet, som MiFID II er. Det fremgår af de almindelige bemærkninger til lovforslaget, at lovforslaget er det mest betydningsfulde reguleringsinitiativ indenfor kapitalmarkedsområdet siden gennemførelsen af Børsreform II, der dannede baggrund for udarbejdelsen af lov om værdipapirhandel m.v. i 1995. På den baggrund skal Nasdaq beklage den meget korte høringsfrist, der ikke har givet tilstrækkelig mulighed for at forholde sig til lovforslaget og implementeringen af MiFID II i de nødvendige detaljer. Nasdaq skal derfor opfordre til, at de muligheder der er - eller måtte komme – eventuelt i forbindelse med den forventede udskydelse af ikrafttræden af MiFID II, afspejles i den videre proces med behandlingen af lovforslaget, således at der gives yderligere tid til at diskutere og kommentere på det foreslåede, såfremt det overhovedet er muligt. Behovet herfor understreges yderligere af, at niveau 2-reglerne endnu ikke er på plads, og det derfor ikke er tilstrækkeligt klart, hvordan de foreslåede regler i lovforslaget skal fortolkes og anvendes i praksis.

#### *Henvisning til videreførelse af gældende lov*

Nasdaq finder, at hvor lovforslaget henviser til en videreførelse af det gældende udgangspunkt eventuelt med sproglige tilpasninger, så bør de oprindelige bemærkninger til en sådan bestemmelse gengives i lovforslaget med de fornødne tilpasninger. Da KML indfører en ny struktur og nye paragrafnumre, vil det være meget vanskeligt for brugere af loven at få det fulde overblik over, hvordan en given bestemmelse skal fortolkes, idet den oprindelige praksis og de oprindelige bemærkninger må antages stadig at være gældende for fortolkningen af en given bestemmelse.

#### *Bemyndigelse til Erhvervs- og vækstministeren*

Lovforslaget indeholder generelt en meget vid adgang for Erhvervs- og vækstministeren til at fastsætte nærmere regler. Nasdaq finder det uhensigtsmæssigt at væsentlige dele af reguleringen på kapitalmarkedsområdet overlades til bekendtgørelsesregulering frem for regulering på lovniveau.

#### *Paragrafnøgle*

Der savnes en nøgle over, hvordan eksisterende paragrafer i lov om værdipapirhandel videreføres i KML. Da paragrafnumre ændres helt i den nye lov, men praksis består for de paragrafer, der videreføres, mangler der en oversigt, som giver overblik over, hvordan en given bestemmelse foreslås videreført.

### 2. Specifikke bemærkninger til lovforslag om lov om kapitalmarkeder

#### *Kapital 7 – små prospekter*

De foreslåede regler i kapital 7 om små prospekter er en videreførelse af de eksisterende regler om små prospekter for udbud mellem 1 mio. og 5 mio. euro. Disse regler er alene baseret på national lovgivning, og er dermed ikke resultatet af bagvedliggende EU-regulering. Det er Nasdaqs overordnede holdning, at omfanget af nationale regler skal begrænses mest muligt, således at der ikke opstår konkurrenceforvridende regulering – ikke mindst på et så væsentligt område som prospektregulering.

Prospektreguleringen for udbud indenfor dette interval er meget forskellig i de enkelte medlemslande. I Danmark har vi et strengere lovgivningsmæssigt udgangspunkt end eksempelvis i Sverige, hvilket giver en konkurrencemæssig ulempe ved optagelse til handel af mindre virksomheder på en markedsplads som First North. Det betyder, at et selskab i Sverige langt oftere kan blive optaget til handel på en MHF som eksempelvis First North uden at skulle udarbejde et prospekt. Det samme gør sig blandt andet gældende i Finland. Nasdaq skal ikke tage stilling til, hvordan reguleringen af offentlige udbud i øvrigt skal finde sted, men vil foreslå, at der, i forbindelse med optagelse til handel på en MHF, ikke skal udarbejdes et prospekt, såfremt den pågældende markedsplads stiller krav om udarbejdelse af et optagelsesdokument, der i vidt omfang kan ligestilles med et prospekt. En sådan regel vil i givet fald alene kunne finde anvendelse for udbud under grænsen på 5 mio. euro. Dette vil lette adgangen for mindre virksomheder til markedspladser som First North, og vil sikre et mere fleksibelt system for udstedere uden at gå på kompromis med investorbeskyttelsen.

På First North i Danmark gælder der i dag allerede krav om, at en udsteder skal udarbejde og offentliggøre en virksomhedsbeskrivelse, såfremt udbuddet ikke er omfattet af en prospektpligt. Det er dog relativt få tilfælde, hvor der ikke er en forpligtelse til at udarbejde et prospekt. En lignende regel, som den af Nasdaq foreslåede, finder allerede anvendelse i Finland, og på Island undersøges muligheden for at indføre en tilsvarende regulering. I Sverige indtræder der først prospektpligt ved udbud på 2.5 mio. euro og derover. Ved sådanne udbud skal reglerne for de store (EU-baserede) prospekter følges. Nasdaq er opmærksom på, at de igangværende forhandlinger om prospektdirektivet på EU-plan kan få indflydelse på en sådan regulering, når et revideret prospektdirektiv træder i kraft. Nasdaq mener dog ikke, at en ændring af de lokale danske regler kan afvente en endelig færdigforhandling og ikrafttræden af det reviderede direktiv.

#### *§ 86 Definitioner*

Det bør fremgå af bemærkningerne til § 86, stk. 1, nr.3, om investeringsforeningsandele, der handles på en markedsplads anses for omfattet af begrebet "Exchange-traded fund (ETF)". Der har hersket en del usikkerhed herom, og det er af væsentlig betydning, at en operatør af en markedsplads kender sine forpligtelser i forhold til handel med denne type instrumenter, der fremadrettet omfattes af reguleringen i MiFID II og MiFIR.

#### *§ 92 Volatility guards*

Det fremgår af § 92, stk.1, at operatøren i ekstraordinære tilfælde kan annullere, ændre eller korrigere transaktioner, der er foretaget på markedet i tilfælde, hvor der er væsentlige prisudsving på et finansielt instrument. Dette fremgår ligeledes af bemærkningerne til bestemmelsen. Nasdaq ser gerne, at det af bemærkningerne til bestemmelsen fremgår, om der dermed gøres fuldstændigt op med en operatørs mulighed for eksempelvis at annullere en ordre, således at en operatørs mulighed for at annullere en ordre er begrænset til tilfælde af væsentlige prisudsving.

#### *§ 95 Samhusningstjeneste*

Det fremgår af bemærkningerne til bestemmelsen, at der ved samhusning forstås "leje af plads i lokale i umiddelbar fysisk nærhed af den relevante markedsplads matchingmaskine med henblik på opsætning af it-udstyr ejet af fondsmæglerselskabet". Nasdaq finder ikke, at adgang samhusning i direktivet er begrænset til fondsmæglerselskaber.

#### *§ 111 Måltal for det underrepræsenterede køn*

Denne bestemmelse er en national regel, som ikke er baseret på en tilsvarende regel i MiFID II. Reglen kommer oven i MiFID II's regler om mangfoldighed, der foreslås implementeret ved KML § 109 og kravene til et nomineringsudvalg i KML § 110, hvori der også indgår et krav om, at der skal opstilles måltal for andelen af det underrepræsenterede køn i bestyrelsen og udarbejde en politik for, hvordan måltallet opfyldes. Da MiFID II således allerede regulerer krav til mangfoldighed og måltal for det underrepræsenterede køn, giver det ikke mening at opretholde det nationale krav i § 111. En fastholdelse af kravet i § 111 vil medføre en unødvendig overimplementering på et område som loven i forvejen regulerer i §§ 109 og 110. Nasdaq er p.t. den eneste markedsoperatør i Danmark, og dermed den eneste, der kan skulle forholde sig til bestemmelsen i den foreslåede § 111. Nasdaq drives på nordisk plan på identiske vilkår og med fælles ledelse. Enhver national regel, der ikke er baseret på fælleseuropæisk regulering vanskeliggør denne drift. Nasdaq skal derfor opfordre til, at unødvendige regler, der overimplementerer EU-reguleringen og dermed vanskeliggør driften, fjernes.

#### *§ 116 krav om godkendelse af aftaler om vidtrækkende betydning (Bemærkning gælder også ifht lovforslagets § 139)*

Implementeringen af MiFID II art. 55, stk. 1 og 2, 1. afsnit, som foreslået i § 116 går videre, end det i direktivet fastsatte. Baggrunden synes at være, at det foreslås at opretholde det eksisterende krav i lov om værdipapirhandel, hvorefter en markedsoperatørs indgåelse af aftaler om forhold af vidtrækkende betydning kræver godkendelse fra Finanstilsynet. Et sådant krav følger ikke af MiFID II, og rækker videre end reguleringen i de øvrige nordiske lande, hvor Nasdaq opererer. Nasdaq skal opfordre til, at denne regel ændres, således at der alene bliver tale om en implementering af de relevante dele af MiFID II art. 55 vedrørende centrale modparter og clearing og afviklings arrangementer. Den eksisterende regel om godkendelse fra Finanstilsynet af aftaler af vidtrækkende betydning, har vist sig at være administrativ tung og har medført en langt mere besværlig, langvarig og dyr administrativ proces i Danmark i forhold til de øvrige nordiske lande, som NASDAQ opererer i. Nasdaq finder det tilstrækkeligt, at tilsynet orienteres og får tilsendt relevant materiale i tilfælde, hvor Nasdaq måtte ønske at indgå en aftale af vidtrækkende betydning. I den forbindelse indgår Nasdaq altid i dialog med tilsynet om den påtænkte aftale. I de nordiske lande, hvor Nasdaq driver børser, foregår det i praksis således, at den kompetente myndighed udsteder en "letter of no action" til Nasdaq på baggrund af den dialog og det materiale, Nasdaq har fremsendt til myndigheden. Denne proces er betydeligt mere fleksibel og smidig end et egentligt krav om myndighedsgodkendelse. Samtidig opnås der langt henad vejen den samme beskyttelse af markedet, da Finanstilsynet altid vil have adgang til at gribe ind via den almindelige tilsynsbeføjelse, såfremt dette måtte anses for nødvendigt. Det forekommer i øvrigt mindre relevant at opretholde et krav om godkendelse af aftaler af vidtrækkende betydning i dag, hvor der er kommet specifikke krav til godkendelse af aftaler om outsourcing af drift samt regler vedrørende CCP og clearing



og afviklingsarrangementer som fastlagt i MiFID II. Disse områder har tidligere udgjort hovedområdet for bestemmelsen i den eksisterende regel i lov om værdipapirhandel. Nasdaq finder dermed ikke, at der er behov for fortsat at opretholde en dansk særregel på dette område.

#### *§ 123 og § 156 suspension og sletning samt § 122*

Det følger af §§ 123, og 156, at Finanstilsynet kan kræve, at operatører af andre regulerede markeder, MHF'er, OHF'er og SI'ere ligeledes suspenderer eller sletter handlen med berørte finansielle instrumenter, såfremt en beslutning om suspension eller sletning truffet af markedsoperatøren efter forslaget § 122, skyldes en mistanke om markedsmisbrug, et overtagelsestilbud eller manglende fremlæggelse af intern viden om udstederen eller det finansielle instrument. Nasdaq vil i den anledning gerne gøre opmærksom på, at en væsentlig del af de gange, hvor børsen suspenderer handlen med et finansielt instrument, skyldes situationer, hvor der er sket en formodet lækage af intern viden, hvilket ikke behøver at betyde, at en udsteder har ageret i modstrid med loven eller Nasdaqs regler. Sådanne tilfælde ses ikke at være omfattet af bestemmelsen i § 123 om regulatorisk suspension, hvorefter der fortsat vil kunne ske handel på andre markedspladser i en situation, hvor der ikke er lige adgang til information om det pågældende finansielle instrument. Dette forekommer ikke hensigtsmæssigt og bidrager ikke til markedets ordentlige funktion. Det forekommer i øvrigt usikkert, om markedsoperatørens efter forslaget § 122 overhovedet fortsat vil have adgang til at suspendere handlen i en situation, hvor der eksempelvis er sket en formodet lækage af intern viden, idet dette ikke nødvendigvis indebærer, at det finansielle instrument ikke længere opfylder det regulerede markeds regler. Dette bør beskrives nærmere i bemærkningerne til forslaget § 122.

#### *§ 124 Suspension og sletning*

Lovforslagets § 124 omhandler en udsteders adgang at få sit omsættelige værdipapir slettet fra handlen. Bestemmelsen har gennem tiden givet anledning til stor usikkerhed om, hvad der skal til, før et værdipapir kan slettes fra optagelsen til handel og har vist sig svær håndterbar for såvel selskaber, investorer som markedsplads. Reglen er en dansk særregel og er således ikke baseret på underliggende EU-lovgivning. Reglen skal ses i sammenhæng med reglerne om adgang til og sletning fra officiel notering. Der er i dag væsentlig forskel på adgangen til at blive slettet fra optagelse til handel i de forskellige lande. Nasdaq ønsker en dialog med den kompetente myndighed om, hvorvidt reglen fortsat skal opretholdes og i givent fald, i hvilken form. Den eksisterende formulering giver anledning til usikkerhed, og er ikke i tilstrækkelig grad understøttet af bemærkninger, der giver tilstrækkelig vejledning til, hvordan reglen skal fortolkes og i hvilket omfang reglen giver adgang til at fastsætte betingelser for at imødegå, at en sletning vil være til væsentlig skade. Som en yderligere kommentar har Nasdaq bemærket, at det i den foreslåede bemærkning til bestemmelsen er anført, at det er markedsoperatørens bestyrelse, der skal tage stilling til spørgsmålet. Det er Nasdaqs opfattelse, at der her alene bør refereres til markedsoperatøren.

#### *§ 126 og § 154 Overvågning*

Det fremgår af § 126, stk. 2, og 3, at en markedsoperatør skal bistå både Finanstilsynet (efterforskning) og anklagemyndigheden (retsforfølgning) i forbindelse med sager om markedsmisbrug. Det fremgår

endvidere af bemærkningerne til denne bestemmelse, at der heri ligger en formodning for, at både Finanstilsynet og anklagemyndigheden kun efterspørger oplysninger, der er nødvendige for sagens behandling. Det fremgår ligeledes, at forpligtelsen til at bistå de kompetente myndigheder kan være ressourcetung for den enkelte markedsplads, og at beføjelsen derfor alene skal anvendes, hvis den vurderes at være proportional i forhold til behovet for de pågældende oplysninger. Nasdaq sætter pris på denne formulering. Nasdaq har selvsagt en stor interesse i at bistå i forbindelse med efterforskning og retsforfølgning af sager om markedsmisbrug. Imidlertid oplever Nasdaq som markedsoperatør, at det ofte kræver betydelige ressourcer at efterkomme de kompetente myndigheders krav på bistand. Henset til, at Nasdaq er en privat virksomhed samt henset til, at bistanden skal ydes af Nasdaqs markedsovervågning, hvor der ikke bør gå for mange ressourcer fra overvågningen, ser Nasdaq gerne, at det tilføjes til bemærkningerne, at oplysninger som en markedsoperatør allerede har givet til Finanstilsynet eller som Finanstilsynet selv ligger inde med, ikke bør kunne afkræves Nasdaq igen af anklagemyndigheden. Det må således sikres på lovgivningsniveau, at anklagemyndigheden har adgang til bistand fra Finanstilsynet også efter, at Finanstilsynet har oversendt en konkret sag fra Finanstilsynet til anklagemyndigheden.

#### *§ 127 – officiel notering*

Reglerne om optagelse til officiel notering blev bevaret i en begrænset form ved implementeringen af MiFID og gennemsigtighedsdirektivet i 2007. Nasdaq vil gerne opfordre til, at der undersøges nærmere, om der fortsat er behov for at opretholde regler om officiel notering, da den reelle materielle vurdering af en udsteder og et værdipapir ligger i selve optagelsen til handel og ikke i optagelsen til officiel notering. Nasdaq indgår gerne i dialog herom. Det er Nasdaqs opfattelse, at reglerne omkring officiel notering i sin tid blev bevaret, for at selskaber optaget til handel fortsat kunne kalde sig officielt noterede, selvom den materielle vurdering af selskabet og af det relevante værdipapir var blevet flyttet til reglerne omkring optagelse til handel. Samme hensyn gjorde sig gældende i andre EU-lande, hvorfor en begrænset del af betingelsesdirektivet – reglerne omkring officielt notering - blev bevaret, mens resten af direktivet blev ophævet, da betingelserne fremadrettet blev reguleret i andre EU-direktiver. Der er nu gået 8 år siden indførelsen af begrebet optagelse til handel. Begrebet er blevet almindeligt kendt og indarbejdet. Ligeledes har al relevant regulering siden 2007 alene angået optagelse til handel. Der vurderes derfor ikke længere at være det samme behov for at opretholde reglerne om officiel notering. Samtidig har sammenspillet mellem optagelse til handel og officiel notering vist sig forvirrende, idet det blandt andet kan være vanskeligt at gennemskue, hvordan reglerne afgrænses i forhold til hinanden samt, hvordan ankeadgangen (Finanstilsynet) for afgørelse truffet om henholdsvis optagelse til/sletning fra handel spiller sammen med ankeadgang (Erhvervsankenævnet) for beslutninger om optagelse til/sletning fra officiel notering. Den primære baggrund for denne forskel er, at beslutninger om optagelse til handel træffes på privatretligt grundlag af markedsoperatøren, hvorimod en beslutning om officiel notering træffes på myndighedsniveau. Nasdaq oplever jævnligt, at en del udstedere ikke kender eller kan gennemskue denne sondring samt konsekvenserne heraf.

#### *§ 128 Tilladelse til drift af MHF eller OHF*

Det foreslås i bestemmelsens stk. 2, nr. 2, at ansøgeren skal opfylde de organisatoriske krav, som fondsmæglerselskaber er pålagt i medfør af lovforslagets kapitel 21 og 22 og kapital 3, kapitel 7 og § 313 i lov om finansiel virksomhed. Det fremgår ikke tydeligt af bestemmelsen eller af bemærkningerne, hvilke dele af reguleringen i kapitel 3 og kapital 7 i lov om finansiel virksomhed, som en operatør af et reguleret marked skal opfylde. Dette bør tydeliggøres med nøjagtige paragrafhenvisninger. Samtidig giver det ikke mening, når det i bemærkningerne anføres, at en operatør af et reguleret marked, der driver en MHF, blandt andet vil blive omfattet af en forpligtelse til at være medlem af en investorgarantiordning. En operatør af et reguleret marked eller en MHF stiller alene en infrastruktur til rådighed. Det er uforeneligt med en tilladelse som operatør af et reguleret marked at investere på markedet for andres eller egne midler, og derfor vil det ikke være relevant at indtræde i en investorgarantiordning, ligesom det formentlig også vil være vanskeligt at kunne opfylde betingelserne for at kunne blive det.

Overordnet set er bestemmelsen i forslagets § 128 vanskeligt tilgængelig, og Nasdaq skal derfor foreslå, at alle regler vedrørende en operatør af et reguleret marked, der søger tilladelse til drift af en MHF, alene reguleres i KML. Samtidig kan de relevante regler i lov om finansiel virksomhed opretholdes for fondsmæglerselskaber, der anmoder om tilladelse til drift efter forslagets § 128. Dermed bibeholdes systematikken i de to love.

#### *§ 132 Adgang til offentligt tilgængelige oplysninger*

Det følger af bestemmelsen, at en operatør af en MHF eller OHF skal sikre sig, at brugerne har adgang til tilstrækkelige offentligt tilgængelige oplysninger. I denne sammenhæng savnes der en tilkendegivelse af, hvordan begrebet ”brugerne” skal opfattes. Er der markedspladsens medlemmer eller investorer bredt, og hvordan spiller begrebet i øvrigt sammen med definitionen af ”brugere” i eksempelvis lovforslagets § 138 samt andre bestemmelser i lovforslaget, hvor begrebet ”brugere” anvendes?

#### *§ 158 Registrering (SMV-vækstmarkeder)*

Der savnes – eventuelt i bemærkningerne – en beskrivelse af, hvordan reglerne finder anvendelse på eksisterende MHF’ere, der gerne vil omdannes til et SMV vækstmarked. Det er Nasdaqs opfattelse, at reglerne ikke hindrer, at en eksisterende MHF, der opfylder kravene til et SMV-vækstmarked kan omdanne sig til et SMV-vækstmarked, uanset at MHF’en allerede er i drift med selskaber optaget til handel på omdannelsestidspunktet.

#### *§ 254 og § 261, stk. 1 Kontrol med handelsindberetninger*

De følger af ovennævnte to bestemmelser, at en APA henholdsvis en ARM skal have systemer, som sikrer kontrol med, at handelsindberetningerne er fuldstændige, identificerer udeladelser og fejl og anmoder om fornyet fremsendelse af enhver fejlbehæftet indberetning. Det er Nasdaqs opfattelse, at udstrækningen af denne forpligtelse bør specificeres tydeligere i bemærkningerne til disse to bestemmelser, herunder om en APA eller en ARM skal have en holdning til/validere markedsprisen for at kunne foretage denne vurdering eller om der mere er tale om et overordnet ”sanity tjek”.

### *§ 301 Fondsreserver*

Som tidligere meddelt Finanstilsynet finder Nasdaq det ikke længere relevant, at der fremadrettet stadig skal være en forpligtelse til at henlægge løbende til en fondsreserve efter bestemmelser i den nuværende lov om værdipapirhandel samt den foreslåede § 301 i forslag til lov om kapitalmarkeder. Nasdaq har tidligere anført sine argumenter herfor skriftligt til Finanstilsynet. Såfremt forpligtelsen opretholdes, skal Nasdaq anmode om, at det i bemærkningerne til bestemmelsen anføres, at fondsreserven kan medregnes i den ansvarlige kapital efter forslagets § 114.

### 3. Overordnede bemærkninger til forslag til ændring af lov om værdipapirhandel (implementering af markedsmisbrugsdirektivet). Samt konsekvenser af Markedsmisbrugsforordningen

#### *Definition af intern viden, art. 7*

Det er Nasdaq's opfattelse, at definitionen af intern viden overordnet videreføres.

Nasdaq er dog usikker på, om tilføjelsen af art. 7, pkt. 3 om, at et midlertidigt skridt i en langstrakt proces kan betragtes som intern viden, vil ændre på hvornår oplysningsforpligtelsen indtræder?

Såfremt oplysningsforpligtelsen indtræder på et tidligere tidspunkt end i dag og adgangen til at udsætte offentliggørelse af intern viden udvides, vil dette reelt ikke give øget transparens, men vil medføre øget risiko for at udstedere overtræder oplysningsforpligtelserne.

#### *Hvornår indtræder oplysningsforpligtelsen (realitetsgrundsætningen)*

Det er Nasdaqs vurdering, at realitetsgrundsætningen bør fastholdes, da dette begreb er velkendt og (relativt) let at definere.

#### *Definition af hurtigst muligt*

Nasdaq finder behov for, at definitionen af hurtigst muligt harmoniseres i EU via en harmoniseret fortolkning af reglerne herom. Der synes i dag at være forskellige fortolkninger i forhold til, hvor hurtigt intern viden skal offentliggøres, og om intern viden skal offentliggøres hhv. indenfor eller udenfor markedets åbningstid, eller om intern viden anbefales offentliggjort om morgenen før markedet åbner, eller at offentliggørelse skal afvente at markedet lukker. Såfremt en sådan fælles fortolkning ikke opnås, vil den ønskede harmonisering af reglerne, der blandt andet danner baggrund for markedsmisbrugsforordningen, ikke blive opnået.

#### *Udsættelse af offentliggørelse*

Nasdaq savner en beskrivelse af, hvorvidt det vil blive lettere for udstedere at udsætte offentliggørelse af intern viden sammenlignet med i dag? Herunder savnes en beskrivelse af, hvordan legitime interesser for udstederen defineres – sammenlignet med definitionen af berettigede interesser i lov om værdipapirhandel § 27, stk. 6?

I situationer hvor offentliggørelse af intern viden udsættes øges risikoen for lækage samt for misbrug af intern viden. Endvidere vil udsættelse potentielt skade transparensen og grundlaget for kursdannelsen. Adgangen til at udsætte offentliggørelse bør derfor begrænses til kun at gælde i de mest nødvendige situationer.

En operatør af et reguleret marked er forpligtet til at overvåge og kontrollere, at udstedere opfylder deres oplysningsforpligtelser. Såfremt alene den kompetente myndighed underrettes om at en udsteder har udsat offentliggørelse af intern viden – enten i alle tilfælde eller kun på anmodning – vil overvågningen foretaget af operatøren ikke have tilstrækkelige oplysninger til at kunne sikre den mest effektive kontrol. Det kan resultere i unødvendige forespørgsler om redegørelser fra udstedere eller en utilstrækkelig overvågning af lækage af intern viden eller insiderhandel. Nasdaq skal derfor foreslå, at der indføres en forpligtelse til ligeledes at orientere markedspladsen.

Nasdaq stiller gerne op til en uddybning af de angivne synspunkter, såfremt dette ønskes.

På vegne af Nasdaq Copenhagen

Anne Zeuthen Løkkegaard

Legal Country Manager

18. december 2015

## Finanstilsynet

ministerbetjening@ftnet.dk

(kopi til bch@ftnet.dk og cht@ftnet.dk)

### Høring vedr. forslag til ændring af lov om værdipapirhandel m.v., forslag til lov om kapitalmarkeder og forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed og lov om finansielle rådgivere m.v.

Vi takker for muligheden for at kommentere på udkastet til lov om kapitalmarkeder samt de øvrige lovforslag. Vi har lavet en så grundig gennemgang af lovudkastet, som det var muligt inden for høringsfristen, men vores høringssvar dækker ikke et detaljeret tjek af de ca. 850 sider.

Vores bemærkninger er delt op i **generelle bemærkninger**, der hovedsageligt vedrører lov om kapitalmarkeder samt **specifikke bemærkninger** til bestemmelserne i de enkelte lovforslag.

### Vigtigt med politisk kontrol i lovgivningsprocessen

Lovforslaget drejer sig først og fremmest om gennemførelse af nye EU-regler om handel med finansielle instrumenter og markedsmisbrug (direktivet og forordningen om markeder for finansielle instrumenter og markedsmisbrugsforordningen). Dertil kommer en videreførelse af den nuværende værdipapirhandelslov.

§ 275 er en af de mest centrale bestemmelser i lovforslaget. Den giver erhvervs- og vækstministeren lov til at fastsætte regler, der er nødvendige for at gennemføre EU-reglerne og de såkaldte niveau 2-regler.

Bemærkninger nævner ca. 130 bemyndigelser, hvor Kommissionen kan fastsætte detaljerede regler, der skal udfylde de regler, som Europa-parlamentet og Rådet har vedtaget. Indholdet af Kommissionens regler ligger endnu ikke fast. Ifølge bemærkningerne er der derfor "behov for at kunne gennemføre niveau 2-reguleringen eller vedtage supplerende regulering hurtigere og mere smidigt end gennem vedtagelse af lovforslag".

I den kommende niveau 2-regulering gemmer der sig regler, der har vidtgående betydning for fx det danske realkreditmarked. Det drejer sig fx om før- og efterhandelsinformation ved

handel med obligationer. Fremover bemyndiges Kommissionen til at fastsætte regler om før- og efterhandelsinformation for handel med værdipapirer. Det har stor betydning for realkreditmarkedet, fordi gennemsigtigheden på obligationsmarkedet har direkte betydning for prisfastsættelsen på realkreditkundernes lån.

I realiteten ophæver man regler vedtaget af Folketinget (i værdipapirhandelsloven) for at erstatte dem af en generel hjemmel for erhvervs- og vækstministeren til at fastsætte nye regler på baggrund af Kommissionens regler. Vi finder det bekymrende, at lovgivningsprocessen i så vidt omfang rykker væk fra det politiske forum.

Dertil kommer, at en stor del af niveau 2-reguleringen forventes at komme i forordningsform. Det vil sige, at meget af niveau 2-reguleringen ikke kommer igennem en national implementering og dermed ikke er omfattet af hjemlen til erhvervs- og vækstministeren.

Vi så gerne, at lovforslaget i højere grad gjorde denne ændring af lovgivningsprocessen klar. Det kunne give anledning til nogle overvejelser om, hvordan der sikres politisk kontrol med den vidtgående niveau 2-regulering.

En tilsvarende bemyndigelse til erhvervs- og vækstministeren findes i udkastet til lov om ændring af lov om finansielle virksomheder § 372 a og udkastet til lov om ændring af lov om værdipapirhandel § 88 a.

### **Realkreditinstitutter driver alene udlånsvirksomhed**

Forslaget til lov om kapitalmarkeder har bl.a. til hensigt at udmønte EU-direktivet om markeder for finansielle instrumenter – MiFID II. Formålet med direktivet er at regulere de virksomheder, hvis faste erhverv består i at yde investeringsservice og/eller udøve investeringsaktiviteter i erhvervsøjemed.

Realkreditinstitutter er omfattet af MiFID-reglerne, da køb og salg af obligationer er en del af processen omkring optagelse m.v. af et realkreditlån. Realkreditinstitutter lever derfor op til de specifikke krav, der følger af MiFID, for så vidt angår fx reglerne om best execution. Samtidig er der i MiFID II særlige undtagelser, der vedrører realkreditlån, hvis disse er omfattet af anden regulering. Det gælder blandt andet kravet om hensigtsmæssigheds- og egnethedstest (artikel 25) samt informationsforpligtelser (artikel 24). Disse undtagelser er indført ud fra en erkendelse af, at et realkreditlån ikke skal behandles som et investeringsprodukt i traditionel forstand. Realkreditinstitutterne driver alene udlånsvirksomhed og er hverken investeringsvirksomheder eller yder investeringsservice. Realkreditlån er omfattet af regulering andre steder - fx i EU's boligkreditdirektiv. Det kan med fordel nævnes i lov-bemærkningerne i de tilfælde, hvor realkreditlån er omfattet af anden regulering.

Vi mener, at gennemførelsen af MiFID-reglerne i Danmark bør have fokus på at undgå, at reglerne rammer skævt i en dansk realkreditkontekst eller fører til unødigt dobbeltregule-

ring, fordi realkreditinstitutterne også omfattes af regler for kreditvirksomhed. Se i den forbindelse vores bemærkninger til lov om finansiel virksomhed 71, stk. 4, nedenfor.

### **Opgørelsen af økonomiske og administrative byrder er ikke fyldestgørende**

Lovforslaget indeholder en opgørelse af de økonomiske konsekvenser og administrative byrder (side 147), som er meget kortfattet.

Skønnet i lovforslaget over økonomiske og administrative konsekvenser for erhvervslivet ligger under, hvad der betegnes som "bagatelgrænserne på henholdsvis 4 mio. og 10 mio. kr." for den samlede sektor. Samtidig nævnes det, at krav og forpligtelser fra MiFID II skal præciseres i niveau 2-regulering. Dette vil "indebære væsentlige negative erhvervsøkonomiske konsekvenser for erhvervslivet". Umiddelbart virker de to udsagn, som en kontrast til hinanden. Vi synes ikke, at det er særlig brugbar information lovgiverne får om de økonomiske konsekvenser af det omfattende lovforslag.

Vi har på nuværende tidspunkt ikke et overblik over, hvad omkostningerne til gennemførelse og efterlevelse af lovforslaget og den øvrige gennemførelse af EU-reglerne (MiFID, MiFIR og markedsmisbrugsforordningen) vil være for realkreditsektoren. Det skyldes blandt andet, at vi ikke har set de endelige niveau 2-regler endnu.

Men der er tale om ganske betydelige omkostninger blandt andet til det administrative arbejde med gennemførelsen af de mange kommende regler fra Kommissionen, herunder nye eller ændrede it-systemer. Derudover kommer udgifterne til at betale for det ekstra tilsynsarbejde, som Finanstilsynet får. Regningen for dette sendes ifølge lovforslaget direkte videre til sektoren.

### **Vigtigt med klarhed om anvendt markedspraksis**

Der er mange aspekter ved værdipapirhandel, der er unikke for det danske marked - fx den danske realkreditmodel. Der eksisterer særlige fortolkninger og anerkendt markedspraksis, som har betydning for den måde, som værdipapirhandlen fungerer på. Der er konkrete eksempler på anvendt markedspraksis i bilag 1 til "Betænkning om insiderhandel", som beskriver, hvordan handelen med realkreditobligationer udføres.

Det er afgørende i forbindelse med den nye lov om kapitalmarkeder og den efterfølgende niveau 2-regulering, at der tages højde for anerkendt markedspraksis, så der ikke opstår regler uden sammenhæng til det danske marked for værdipapirhandel. Der kan fx opstå en usikkerhed om betydningen og anvendelsen af bilag 1 til insiderbetænkningen, når markedsmisbrugsforordningens regler træder i kraft. Vi mener, det vil skabe klarhed, hvis der i lovbemærkningerne angives, hvis der er/ikke er tiltænkt en ændring af nuværende fortolkning/praksis. Hvis Finanstilsynet overvejer en ændret fortolkning, bør denne beskrives i lovbemærkningerne.



## **Behov for klarhed om, hvilke regler der gælder**

Vi bemærker, at forslaget til lov om kapitalmarkeder ikke indeholder nogen referencer til de forordninger, som kommer til at være i kraft sideløbende med loven. Det har desværre den ulempe, at det bliver svært at overskue, hvilke regler der gælder for værdipapirer/finansielle instrumenter, fordi man ikke kan se det ud fra lov om kapitalmarkeder.

Hvis man ikke direkte i loven kan indføre referencer, fx i form af fodnoter, mener vi som minimum, at det bør fremgå enten af lovbemærkningerne eller et oversigtsbilag til loven, hvilke forordninger og underliggende regler der gælder på området. Samtidig opfordrer vi til, at Finanstilsynet lægger brugbar information med en emneinddeling ud på sin hjemmeside. Et overordnet emne kunne fx være "førhandelsinformation", "best execution" mv. hvor det kunne være nyttigt at samle relevante bestemmelser i love, direktiver, forordninger og niveau 2-regulering.

Da lovgivningen i høj grad foregår på EU-niveau, og vi især på den finansielle område får langt flere forordninger med højt detaljeringsniveau (set i forhold til en dansk retstradition), mener vi, at det bør være en opgave for Finanstilsynet at sikre, at virksomhederne kan skabe sig et overblik over et meget omfattende reguleringskompleks. Dette vil styrke retssikkerheden og til en vis grad lempe de administrative byrder for virksomheder.

## **Bemærkninger til de enkelte lovforslag**

### **Forslag til lov om kapitalmarkeder**

#### **§ 171**

I bemærkningerne på side 358 i andet afsnit refereres til stk. 1, nr. 4, som ikke er en del af udkastet til lovforslaget. Der burde sandsynligvis refereres til § 171, stk. 2.

I bemærkningen står, at "dette gælder uanset, om vedkommende ud fra kvalitative kriterier ikke vurderes at udføre kundeordrer på et organiseret grundlag." Det kunne være nyttigt at få præciseret eller konkretiseret, hvad der menes med denne bemærkning. Betyder det fx, at investeringsselskaber er omfattet af definitionen af systematiske internalisatorer, selvom de ikke handler et instrument på organiseret vis for egen regning?

#### **§ 173:**

Vi mener, at det bør præciseres, at råvarer ikke i sig selv er finansielle instrumenter.

Det angives endvidere i de specielle bemærkninger til § 173, at råvaredefinitionen i denne bestemmelse svarer til den gængse definition af råvarederivater, nemlig finansielle instrumenter, hvis værdi afhænger af prisudviklingen på underliggende råvarer. Der gives i for-

længelse heraf eksempler på underliggende råvarer og et råvareindeks. Definitionen af råvarederivater i § 173 henviser til reglerne, der er gennemført i lovforslagets § 4, stk. 1, nr. 1, litra c, og stk. 5-7 og 10. Disse bestemmelser dækker mange forskellige finansielle instrumenter, jf. således også de specielle bemærkninger til § 4, stk. 1, nr. 10, der angiver, at § 4, stk. 1, nr. 10 er en opsamlingsbestemmelse. Det bør derfor præciseres, at der er derivater, der ikke er omfattet af definitionen i § 173, fordi de ikke er omfattet af den gængse definition af råvarederivater, og derfor ud fra en formålsfortolkning ikke bør være omfattet af definitionen i bestemmelsen. Ligesom der er eksempler på, hvad der er omfattet, bør der gives eksempler på derivater, der ikke er omfattet af den gængse definition af råvarederivater som eksempelvis inflationsderivater.

### **§ 87, stk. 2:**

I bestemmelsen angives det, at OHF'er kan benyttes blandt andet til handel med "visse derivater". Det bør uddybes, hvilke derivater der menes med "visse derivater", og hvor yderligere oplysninger herom vil kunne findes.

## **Forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel**

### **§ 93, stk. 1**

Bestemmelsen pålægger straf for en række bestemmelser i markedsmisbrugsforordningen.

En af disse bestemmelser er artikel 19., stk. 1, jf. stk. 8, der fastsætter, at en ledende medarbejder har en forpligtigelse til at indberette transaktioner til udstederen og den kompetente myndighed, når den pågældendes transaktioner har nået et samlet beløb på 5.000 euro inden for et kalenderår. Tærsklen kan hæves til 20.000 euro, hvilket Finanstilsynet ifølge lovforslaget ønsker at gøre.

Formålet med indberetningspligten er at skabe større åbenhed om transaktioner, der udføres af personer med ledelsesansvar i et udstedende selskab og personer, som er tæt knyttet til førstnævnte. Ifølge lovforslaget vil det udgøre en forebyggende foranstaltning mod markedsmisbrug, herunder navnlig insiderhandel. Offentliggørelse af transaktionerne kan efter lovforslagets ordlyd også være en vigtig information for investorerne. En tærskel på 20.000 euro indebærer, at samtlige transaktioner i realkreditobligationer til brug for optagelse/indfrielse af realkreditlån forventes at falde ind under denne regel.

Samtidig indeholder forordningens artikel 19, stk. 11, et forbud for ledende medarbejdere mod at gennemføre transaktioner i udsteders instrumenter i en periode på 30 kalenderdage forud for udsteders offentliggørelse af en finansiell rapport i form af eksempelvis en halvårsrapport eller årsrapport.

Vi har tidligere både over for ESMA og Finanstilsynet gjort opmærksom på disse krav i forordningen og sammenhængen til realkreditlån. Vi er fortsat af den opfattelse, at når der er

tale om en transaktion i forbindelse med optagelse/indfrielse af et realkreditlån, og når det sker i et match funded system som det danske, skal medarbejderen ikke anses for at være en investor, men en almindelig låntager. Den konkrete transaktion har derfor ikke nogen relevans overhovedet for markedet som sådant. Alternativt ville kravet betyde, at der skulle ske indberetning, når fx en ledende medarbejder omlægger sit boliglån (i eget institut) pga. et rentefald - ligesom alle andre låntagere, der benytter muligheden i det danske realkreditsystem. Vi har svært ved at se, hvordan omlægning af boliglån mv. kan falde inden for markedsmisbrugsforordningens regler om ledende medarbejders transaktioner, hvis formål er klart beskrevet i præambelens punkt 58. Tværtimod vil offentliggørelse af omlægnings mv. mudre billedet for investorerne, da ledende medarbejders omlægning af lån el. lign. ikke er udtryk for ledelsens investering i/tiltro til "egne" obligationer.

Forbuddet mod at gennemføre transaktioner i "egne" instrumenter i de seneste 30 dage op til udstederens offentliggørelse af en finansiell rapport finder vi særdeles problematisk i relation til realkreditobligationer til brug for optagelse/indfrielse af realkreditlån. Disse opererer nemlig med faste terminer/refinansieringsdatoer, som det ikke er muligt at koordinere med de relevante offentliggørelsestidspunkter – som også er et reguleret område. Vi har igen svært ved at se, hvorfor markedsmisbrugsreglerne skulle forbyde en ledende medarbejder i at optage eller omlægge et realkreditlån (i eget institut) inden 30 dage før offentliggørelse af fx årsregnskab.

Vi mener derfor, at bestemmelserne i markedsmisbrugsforordningens artikel 19 bør fortolkes, så kravet ikke gælder i forbindelse med transaktioner i realkreditobligationer, når transaktionen sker i forbindelse med optagelse/indfrielse af et realkreditlån.

## **Forslag til lov om ændring af lov om finansielle virksomheder**

### **§ 71, stk. 4**

Bestemmelsen fastsætter, at bl.a. realkreditinstitutter skal have procedurer for godkendelse af produkter og tjenesteydelser, ændringer af disse samt distribution. De nærmere krav til investeringsprodukter vil blive fastsat i delegerede retsakter på grundlag af MIFID II art. 16, stk. 2. Kravene til kreditprodukter vil blive fastsat på baggrund af retningslinjer udarbejdet af den europæiske bankmyndighed, EBA, med hjemmel i boligkreditdirektivet.

Vi kan ikke læse klart ud af lovforslagets bemærkninger, efter hvilket regelsæt realkreditprodukter vil blive reguleret, da realkreditprodukter er omfattet af både MiFID og boligkreditdirektivet. Men som tidligere nævnt mener vi ikke, at realkreditinstitutternes lån skal behandles som investeringsprodukter. Vi ser gerne dette præciseret i bemærkningerne.

I bemærkningerne til bestemmelsen opstilles nogle nærmere kriterier for retningslinjerne, som vil være fælles for alle finansielle produkter.

Vi ser flere problemer med kriterierne:

Kravet om, at udviklere og distributører skal vurdere, om omkostninger på produkter er rimelige i forhold til det potentielle afkast, tangerer en indgriben i den fri prisdannelse. Helt grundlæggende bør prisdannelsen være op til markedet og konkurrencen mellem aktørerne - ligesom det gælder for alle andre produkter. Vi finder det stærkt problematisk, at elementer vedrørende prisfastsættelsen indgår i de kommende regler.

Vi har svært ved at se relevansen af kravet om, at der for hvert produkt skal defineres en målgruppe. Hvem er målgruppen for realkreditlån? Det er potentielt alle, der ejer fast ejendom eller ønsker at købe fast ejendom. Hvem er målgruppen for henholdsvis et rentetilpasningslån og et fastforrentet lån? Det afhænger af den enkelte kundes risikoprofil samt tidshorisont i forhold til køb og salg af bolig. Hvorvidt et realkreditlån er hensigtsmæssigt, afgøres ved rådgivning af den enkelte kunde, jf. reglerne i "god skik"-bekendtgørelsen og "kend-din-kunde"-princippet. Vi finder det på den baggrund ikke meningsfuldt at definere målgrupper for realkreditlån. Vi mener, at firkantede regler om målgrupper vil være en forringelse i forhold til den nuværende praksis.

Vi finder det uhensigtsmæssigt, at der lægges op til at stille stort set samme krav til udviklere og distributører. Det skaber et unødigt dobbeltarbejde. Vi mener, at det endelige ansvar ligger hos produktudvikleren/udbyderen, og at distributører bør kunne forlade sig på udbyderens vurderinger. Vi henviser til princippet i "god skik"-bekendtgørelsens § 2, hvoraf det fremgår, at finansielle virksomheder har ansvaret for, at distributører af deres produkter overholder "god skik"-reglerne, såfremt der foreligger en aftale mellem boligkreditgiveren og boligkreditformidleren.

Der er stor forskel på finansielle produkter – fra meget lovregulerede produkter, som realkreditlån, til investeringsprodukter med høj risiko. Vi mener, at niveau 2-reglerne bør tage højde for dette og i højere grad være proportionelle og risikobaserede. Vi vil opfordre til, at Finanstilsynet tager dette aspekt med i det videre arbejde med udarbejdelsen af niveau 2-reglerne samt i tilsynets fortolkning af og tilsyn med de kommende regler.

Vi står naturligvis til rådighed for at uddybning af vores bemærkninger.

Med venlig hilsen

Tina Oreskov  
Realkreditforeningen

Lotte Møllerup  
Realkreditrådet

Finanstilsynet  
Århusgade 110  
2100 København Ø

Att: [ministerbetjening@ftnet.dk](mailto:ministerbetjening@ftnet.dk), [bch@ftnet.dk](mailto:bch@ftnet.dk),  
[cht@ftnet.dk](mailto:cht@ftnet.dk)

København, 21. december 2015

### Høringssvar fra VP SECURITIES A/S om forslag til lov om kapitalmarkeder

Finanstilsynet har den 16. november 2015 sendt forslag til lov om Kapitalmarkeder, forslag til ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed og lov om finansielle rådgivere m.v. i høring.

Forslaget til lov om kapitalmarkeder, der fra 1. januar 2017 skal erstatte lov om værdipapirhandel m.v., gennemfører blandt andet CSD-forordningen fra 2014 (CSDR). Lovforslaget sikrer samtidig det retlige grundlag for tilslutningen i 2016-2018 af VP's afviklingsaktiviteter for det professionelle marked til Eurosystemets fælles europæiske afviklingsplatform, TARGET2-Securities (T2S).

Forslaget til lov om kapitalmarkeder skaber dermed grundlag for den mest betydningsfulde regulering af de opgaver, som VP varetager inden for kapitalmarkedsområdet, dvs. udstedelse af værdipapirer samt "post-trade" markedet (clearing, afvikling og opbevaring/registrering) af værdipapirer, siden gennemførelsen af Børsreform II, der dannede grundlag for udarbejdelsen af lov om værdipapirhandel m.v. i 1995.

### **VP anbefaler, at kapitalmarkedsloven skaber grundlag for sontring mellem regulering af det professionelle marked og af det private marked:**

VP-afviklingen er i dag af historiske grunde baseret på fælles regler for afvikling i det professionelle marked og i privatmarkedet. Det betyder i praksis en mere intensiv dansk offentligretlig regulering af det professionelle "post-trade" marked end i andre EU-lande. Eksempelvis findes der ikke særlige lovregler om registrering af værdipapirer svarende til de danske i hverken Belgien eller Luxembourg. Retsreglerne for krediteringer og debiteringer på værdipapirkonti hos de største "post-trade" leverandører i Europa (Clearstream Banking SA og Euroclear Bank) følger således de almindelige bogførings- og insolvensregler.



VP SECURITIES A/S  
WEIDEKAMPSGADE 14  
P.O. BOX 4040  
DK-2300 COPENHAGEN S  
P: +45 4358 8888  
F: +45 4371 2003  
E: VP@VP.DK  
W: VP.DK  
CVR.NR 21599336

Indtil nu har det været muligt gennem ad hoc tilpasninger løbende at tilpasse de p.t. gældende danske regler fra 1983 om registrering af værdipapirer hos VP og for VP-afviklingen og dermed at imødekomme det professionelle markedes behov for et løbende mere åbent kapitalmarked (fx mulighed for fravalg af udtrækningsmeddelelser, mulighed for registrering også af udenlandske værdipapirer under "VP-juraen", adgang til grænseoverskridende afvikling via samlekonti, adgang for udenlandske brokere til VP-afviklingen ("remote deltagere") samt introduktion af særlige regler for afvikling af professionelle handler i VP-afviklingen, herunder forrang for afvikling af professionelle parterers instruktioner under VP's fælderegler samt adgang til delleveringer ved afvikling af CCP-instruerede transaktioner).

De seneste års gennemgribende EU-reformer af "post-trade" markedet (herunder særligt infrastrukturinitiativerne i CSDR, EMIR; produktreguleringerne i UCITS5 og AIFMD samt overvågningsprincipperne i CPMI-IOSCO) introducerer et i alt væsentligt fuldt harmoniseret "post-trade" marked med fokus på det professionelle marked ("EU kapitalmarkedsunionen & EU's Indre Marked for finansielle tjenesteydelser").



VP vil derfor i løbet af de næste tre år tilpasse sine afviklingssystemer til denne udvikling, der blandt andet betyder brud med princippet om fælles afvikling af alle transaktioner i et og samme afviklingssystem. VP vil fortsat servicere både det professionelle og det private marked. VP introducerer derfor EU-harmoniseret afvikling af det professionelle marked for EUR i 2016 og for DKK i 2018 ("T2S-afvikling"), mens afvikling af privatmarkedet fortsat vil blive afviklet under i alt væsentligt uændrede vilkår som i dag ("VP Classic").

Dette øgede behov for sondring mellem regulering af det professionelle marked og det private marked uddybes nærmere gennem eksemplerne nedenfor.

**VP anbefaler, at kapitalmarkedsloven søger at undgå særlige danske regler, der alene gælder for virksomheder etableret i Danmark:**

Lov om værdipapirhandel m.v. indeholder i dag en række regler, der rækker videre end CSDR. Disse regler gælder som udgangspunkt for enhver værdipapircentral (CSD), der ønsker at drive virksomhed i Danmark. Med CSDR introduceres fra primo 2017 et "EU-pas", der fremover giver alle EU-CSD'er ret til at drive CSD-virksomhed inden for forordningens område ("core and ancillary services") med udgangspunkt i CSD-reglerne i deres hjemland. Det vil væsentligt øge konkurrencen mellem de europæiske CSD'er. Det betyder i praksis et i alt væsentligt harmoniseret regelgrundlag for CSD-virksomhed i Europa, men samtidig risiko for, at særlige, danske regler for CSD'er, der supplerer reglerne i CSDR, ikke gælder for andre end VP. Det vil i givet fald potentielt stille VP ringere end andre europæiske CSD'er i konkurrencen om servicering af både det danske marked



og det europæiske marked ("negativ, national diskrimination"). Mens visse danske regler fortsat vil gælde alle CSD'er, fx selskabsretlige eller skatteretlige regler, da de ikke er omfattet af CSDR, ligger andre regler "på kanten" af forordningens område, eksempelvis de særlige, danske regler om retsvirkningerne og procedurerne for registrering af værdipapirer, reglerne om VP's særlige tavshedspligt, reglerne om VP's erstatningsansvar, reglerne om lovbestemte deltagergarantier samt reglerne om pligt for udstedere til at betale for investorernes depotomkostninger ("gratis" opbevaring af værdipapirer) og har med tilfredshed noteret, at lovforslaget adresserer en række af disse forhold, jf. nærmere nedenfor.

VP støtter herunder lovforslagets forslag om afskaffelse af de særlige danske regler om lovbestemt, objektivt ansvar for registreringsfejl, der herefter vil være underlagt samme professionelle ansvarsnorm som øvrige finansielle virksomheder, herunder gennem fjernelse af den lovbestemte pligt i lov om værdipapirhandel m.v. for CSD'ernes kontoførende institutter til at stille garanti for CSD'ens objektive ansvar. Dette giver VP mulighed for at reformere sine ansvarsregler samt at erstatte deltagergarantierne dem med en forsikringsløsning svarende til praksis i de fleste øvrige EU-lande.



VP støtter også lovforslagets introduktion af frihed for VP til at organisere indretningen af sine systemer til registrering af værdipapirer, så de understøtter dels central registrering hos VP (der forventes at blive normalordningen under CSDR), dels tillader VP at opretholde et registreringssystem svarende til VP's eksisterende system med decentral registrering gennem kontoførende institutter, der agerer på vegne af VP. VP fravælges i dag jævnligt af professionelle markedsaktører med den begrundelse, at modellen med decentral registrering gennem kontoførende institutter er uattraktiv for andre end banker med privatkundedepoter hos VP. VP anser modellen for bevaringsværdig for betjening af privatkundemarkedet, men uegnet for betjening af det professionelle marked. VP anbefaler for god ordens skyld, at samspillet mellem reglerne for VP's decentrale registrering og de nye regler under CSDR adresseres direkte i lovbemærkningerne til § 216, eksempelvis med denne ordlyd:

*"Bestemmelserne i dette kapital finder anvendelse i det omfang en CSD benytter den decentrale struktur, hvor kontoførende institutter registrerer på vegne af den pågældende CSD. Det følger af CSDR, at en CSD også har mulighed for at etablere sig uden en decentral struktur, hvis etableringen i øvrigt sker i overensstemmelse med kravene i CSDR. Det vil også være muligt for en CSD at etablere sig med begge typer af løsninger"*

Reglerne om retsvirkningerne af registrering på værdipapirkonti er efter VP's vurdering egnede til yderligere EU-harmonisering, eksempelvis gennem EU Securities Law-initiativet under Kommissionens forslag til en EU kapitalmarkedsunion.

VP støtter også forslaget om afskaffelse af en række historisk begrundede regler, herunder Klagenævnet for Værdipapircentraler, reglerne om VP's særlige tavshedspligt samt kravet om offentlig godkendelse af en VP-aktionæroverenskomst, således at VP fremover er underlagt samme klagesystem, persondataskyttelsesregler og samme almindelige finansielle tavshedspligt som øvrige finansielle virksomheder.

VP har noteret sig og støtter, at reglerne der blev introduceret i 1995 med "Børsreform 2" om den bundne fondsreserve, som 5 år senere blev etableret som led i omdannelsen af VP fra selvejende virksomhed til aktieselskab, foreslås videreført i uændret stand i lovforslagets § 301. VP's bundne fondsreserve udgør i dag 61 mio. DKK, som kan benyttes til dækning af underskud hos VP. Efter VP's vurdering vil midlerne i denne bundne fondsreserve også kunne indgå i VP's kapitalberedskab under CSDR og som "recovery-fond" under de internationale standarder for håndtering af tilsyn med og overvågning af CSD-virksomhed ("CPMI-IOSCO FMI anbefalingerne").



Med CSDR introduceres også øget valgfrihed for udstedere med hensyn til CSD. Dette skaber behov for regler om samspillet mellem CSDR og de selskabsretlige regler, og CSDR anbefaler derfor i præambel 56, at:

*"..der bør træffes foranstaltninger til at sikre, at national selskabsret og tilsvarende lovgivning kan overholdes, når retten til at vælge CSD udøves"*

VP har noteret sig, at lovforslaget ikke foreslår tilpasninger af de historisk begrundede, særlige danske regler i selskabsloven § 62, stk. 3 og lov om investeringsforeninger § 80. Disse selskabsretlige bestemmelser forpligter danske aktieselskaber og investeringsforeninger til at afholde omkostningerne til opbevaring af investorers værdipapirer, når udstedelsen er registreret i en CSD ("gratis" opbevaring af værdipapirer). Tilsvarende gør sig gældende for konvertible gældsbreve. Gennem registreringslovgivningen var lignende regler tidligere gældende for udenlandske udstedelser i VP, men ophørte af konkurrencehensyn før implementeringen af værdipapirhandelsloven. VP anbefaler, at eftersom CSDR aktualiserer lignende konkurrencehensyn også i markedet for udstedelse af aktier og investeringsforeningsbeviser, erstattes den lovbestemte pligt af frivillighed, der også svarer til praksis i de øvrige Nordiske lande:

- Norge har en regel om, at investorer med depoter på under 100.000 NOK skal tilbydes gebyrfri opbevaring af værdipapirerne. Denne regel er ikke lovbestemt, men følger af branchekutyme (en aftale mellem bankerne og brokerne)



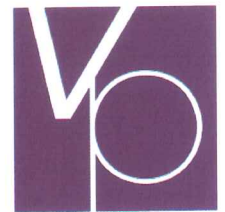
- Sverige har ingen lovbestemte regler om at udstedere skal betale for investorernes omkostninger til opbevaring af værdipapirer.
- Finland har i dag en lignende regel som i det danske marked, der forpligter udstederne til at betale for deres investors opbevaring af værdipapirerne, men denne regel er p.t. ved at blive ophævet som led i deres CSDR-forberedelser.

Med CSDR introduceres også nødvendige tilpasninger af retsgrundlaget for VP's tilslutning til T2S, herunder for så vidt angår tidspunkterne for sikring af endelighed i afviklingen af transaktioner mellem CSD'er på T2S-platformen. Reglen i lov om værdipapirhandel § 66, stk. 3 om tidspunktet for rettighedsregistrering hos VP rejser dog en potentiel udfordring for tilpasningen af VP's afvikling til T2S-platformen, da reglen fastslår, at *"Registreringens retsvirkninger regnes fra tidspunktet for den endelige prøvelse i værdipapircentralen"*.

VP anbefaler derfor, at bestemmelsen tilpasses, så rettighedsregistrering af transaktioner til afvikling på T2S-platformen også kan knyttes til tidspunktet for registrering på T2S-platformen. Eftersom VP's afviklingssystem for handler i EUR flytter til T2S-platformen allerede fra september 2016, vil det være vigtigt for VP, at denne præcisering træder i kraft inden da. Manglende tilpasning af denne bestemmelse kan potentielt betyde begrænsninger i adgangen til afvikling af danske værdipapirer på T2S-platformen, hvilket vil være en væsentlig forstyrrelse af VP og de danske bankers igangværende tilpasning til T2S.

VP har noteret sig, at lovforlaget vil kræve tilpasninger også i en række bekendtgørelser med hjemmel i lov om værdipapirhandel samt i VP's egne regelsæt. Med CSDRs introduktion af "EU-pas" for europæiske CSD'er til at agere på et i alt væsentligt harmoniseret marked med udgangspunkt i hjemlandsregulering, anbefaler VP, at bekendtgørelser udstedt med hjemmel i kapitalmarkedsloven fremover primært fokuserer på tingsretlige forhold (relation til tredjemand), mens øvrige forhold inden for CSDRs område, herunder serviceniveau, ordensregler og interne kontroller hos CSD'er samt kontraktforhold i øvrigt, overlades til regulering i hver CSDs egne regelsæt (eksempelvis gennem kontrakter og standardvilkår mellem VP og VP's kunder). Det gælder eksempelvis for så vidt angår regler om regulering af åbningsdage, om registrering af værdipapirer samt om tidsfrister for kontantforbehold.

VP har noteret sig, at med lovforslagene overgår kompetencen til at udstede bekendtgørelser under loven fra Finanstilsynet til Erhvervs- og Vækstministeriet og bidrager meget gerne med rådgivning om samspillet mellem CSDR og den eksisterende regulering af VP's opgaver. Eksempelvis fremgår det på side 390 i lovforslaget, at fristen i Tilsynets eksisterende bekendtgørelse om tidsfrister for retten til at gøre et betalingsforbehold gældende (kl. 17.30 på dagen efter afviklingsdagen) forventes videreført. VP har til orientering anmodet Tilsynet om, at



fristen ændres til kl. 17.30 på afviklingsdagen af hensyn til den nye udtræknings-procedure, som VP introducerede i september 2015.

Venlig hilsen

**VP SECURITIES A/S**



Niels Olsen



Mogens Kruse

