

Fra generalklausul til detailregulering - God skik og værdipapirhandlere

af

Ph.D.-stipendiat David Moalem

1. Indledning

Et af værdipapirmarkedets kendetegn er den hastighed, hvormed markedet udvikler og forandrer sig. Den stadige udvikling af finansielle produkter og tjenesteydelser forudsætter en ramme i form af en fleksibel retlig regulering. Værdipapirhandelsretten er derfor på mange måder en dynamisk retsdisciplin forstået ved, at retten konstant udvikles og forandres for at skabe en fornuftig reguleringsramme om værdipapirmarkedet.

En måde at opnå den nødvendige fleksibilitet er anvendelsen af generalklausuler (retlige standarder). Sådanne kan kort defineres som retskilder, der indenfor visse rammer overlader afgørelsen til retsanvenderens skøn. Konstruktionen er almindeligvis at henvise til et moralbegreb som forudsættes bekendt. Velkendte eksempler er god markedsføringsskik, god regnskabsskik, god advokatskik etc. Også værdipapirhandelsretten har sine klausuler. Disciplinens hovedklausul er god værdipapirhandelsskik i værdipapirhandelslovens § 3, stk. 1. For værdipapirhandlernes vedkommende er yderligere to klausuler centrale – god værdipapirhandlerskik,¹ jf. den finansielle virksomhedslovs §§ 5 og 6 og best execution, der reguleres af en række forskellige regelsæt.

Som det vil fremgå af artiklen, er disse generalklausuler i dag blevet udviklet i en sådan grad, at den generelle karakter er svundet betydeligt ind. Denne bevægelse fra generalklausul til detailregulering er i realiteten blot udtryk for fyldestgørelsen af en prædestineret skæbne. Man ønsker at have en retlig fleksibilitet og drage erfaringer fra praksis. Efterhånden som klausulen anvendes i praksis, krystalliserer der sig en række mere eller mindre faste enkeltregler hvorved klausulen så at sige rationaliseres. Derved lettes retsanvendelsen, men det er samtidigt ensbetydende med, at den generelle karakter »bid for bid« svinder ind.² Der overlades med andre ord mindre og mindre rum til skønsudøvelsen, der i stedet afløses af en fastere retlig vurdering. Hvor en sådan udvikling normalt er

¹ Den finansielle virksomhedslov bruger betegnelsen god forretningsskik. Denne klausul gælder for finansiell virksomhed i al almindelighed, herunder forsikrings-, realkredit og pengeinstitutvirksomhed. Eftersom artiklen udelukkende behandler værdipapirhandlerne anvendes i det følgende begrebet god værdipapirhandlerskik som synonym herfor.

² Om den retlige standard som generelt retligt begreb, se blandt andre *Morten Wegener*; Juridisk Metode, 2000, s. 38 og 128 ff, *Sten Bønsing*; Brancheregler og brancheproses, 2001, *Stig Strömholm*; Rätt, rättskällor och rättstillämpning, 1997, s. 245 ff, *Niels Kristian Sundby*; Om Normer, 1978, s. 237 ff og *Ragnar Knoph*; Rettslige Standarder, 1934.

en væsentlig gevinst for retssikkerheden, forstået som muligheden for at forudsige sin retsstilling, må man som lovgiver samtidigt være opmærksom på ikke at konstruere reglerne så detaljerede, at de kommer til at fungere som en unødvendig spændetrøje for markedsaktørernes naturlige adfærd samt udvikling.

2. En regulering under forandring

Henover sommeren 2002 og i løbet af efteråret/vinteren samme år er reguleringen af værdipapirhandlerne undergået ikke ubetydelige forandringer. Den 29. maj 2002 vedtog Folketinget en større lovændring som følge af en generel oprydning af konkurrerende kompetencer blandt myndighederne på værdipapirmarkedet.³ Lovændringerne, der trådte i kraft den 1. juli 2002, har blandt andet løst den meget omtvistede kompetencestrid mellem Fondsrådet og Forbrugerombudsmanden.⁴ Den 15. juli 2002 udstedte Fondsrådet tillige et informationsbrev som supplement til bekendtgørelsen og vejledningen om god værdipapirhandelsskik. Senest har Finanstilsynet i samarbejde med Forbrugerstyrelsen, den 3. september 2002, udstedt et udkast til en bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder og en ny bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik forventes udstedt inden årsskiftet 2003. Hertil kommer, at der i EU-regi arbejdes på udstedelsen af et nyt investeringsservicedirektiv. For værdipapirhandlerne er der i realiteten tale om en mindre reform af reguleringen af såvel materiel som formel betydning. Artiklen har derfor til formål at præsentere hovedtrækkene i den nye reguleringsstruktur samt væsentlige nyheder.⁵

3. Kort om klausulerne og den indbyrdes begrebsafgrænsning

For de værdipapirhandelsretlige generalklausuler har udviklingen nu nået et sådant stade, at der er skabt en ikke ubetydelig detailregulering. Dette betyder, at der i dag stilles store krav til værdipapirhandlernes organisation, adfærd og kunderelationer. Særligt for så vidt angår klausulerne god værdipapirhandlerskik og best execution er der tale om en så detaljeret regulering, at disse vanskeligt kan karakteriseres som generalklausuler – i hvert fald ikke i den ovenfor beskrevne forstand. Klausulen god værdipapirhandelsskik har derimod bevaret sin generelle, principielle karakter.

God værdipapirhandelsskik er som nævnt ovenfor værdipapirhandelsrettens hovedklausul. Dens eksistensberettigelse ligger i fastlæggelsen af selve retsdisciplinens adfærdsstandard – god værdipapirhandelsskik – en retlig standard som

³ Kompetenceproblematikken er beskrevet af *Jesper Lau Hansen*; Kapow! – Historien om et forudsigeligt sammenstød, *Finans/Invest* nr. 5/2001.

⁴ Om reguleringen af kompetencespørgsmålet se *Dan Moalem, Rasmus Hansen og David Moalem*; Nye værdipapirhandelsretlige kompetence- og prospektregler, **R&R nr. x 2002. s. x.**

⁵ Om reguleringen se ligeledes *David Moalem*; God skik og værdipapirhandlere, *FinansInvest* nr. 7, 2002, *Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen*; *Børsretten*, 2000, s. 65 ff og *Erik Werlauff*; *Børs- og Kapitalmarkedsret*, 2000, s. xx

samtlige markedsaktører skal leve op til.⁶

God værdipapirhandlerskik er derimod udelukkende en standard for tjenesteyderne – værdipapirhandlerne. Til forskel fra god værdipapirhandelsskik indeholder denne klausul meget specifikke krav til værdipapirhandlerens organisation, interne kontrol og kunderelationer.

Best execution vedrører alene kravene til den konkrete handels udførelse. Herved er det udelukkende værdipapirhandlerens adfærd efter, at en ordre er afgivet, der reguleres. Frem til handelsordren er afgivet må adfærden derimod vurderes som et spørgsmål om god værdipapirhandlerskik. Dette betyder særligt, at de centrale spørgsmål om oplysningspligt og rådgivning henhører under god værdipapirhandlerskik. I lighed med god værdipapirhandlerskik er best execution kravet karakteriseret ved meget specifikke regler.⁷

4. God værdipapirhandelsskik

4.1 Værdipapirhandelslovens § 3, stk. 1

God værdipapirhandelsskik, som defineret i værdipapirhandelslovens § 3, stk. 1, er, som tidligere nævnt, den »ægte« generalklausul. Den opfylder som den eneste af de tre god skik-regler til stadighed definitionen af en generalklausul, hvorved forstås en retskilde, der indenfor visse rammer overlader afgørelsen til retsanvenderens skøn. Som værktøj til at bestemme det retlige indhold opregner værdipapirhandelslovens § 18 tre grundlæggende hensyn – redelighed, gennemsigtighed og ligelighed. Det er herefter overladt til retsanvenderen – det vil primært sige domstolene, Fondsrådet og markedspladsen (Københavns Fondsbørs A/S og Dansk AMP A/S) – at vurdere om der i konkrete tilfælde er tale om en overtrædelse af god værdipapirhandelsskik.

4.2 Fondsrådets bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik samt vejledning og informationsbrev

4.2.1 Generelt

Bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik er udstedt af Fondsrådet med hjemmel i værdipapirhandelslovens § 3, stk. 2. Som supplement hertil har Fondsrådet tillige udstedt en Vejledning til bekendtgørelsen og per 15. juli 2002 tillige et Informationsbrev.

Indtil den 1. juli 2002 lå hjemmelen til at udstede regler hos Fondsrådet. Dette er ændret således, at den regeludstedende kompetence nu ligger hos Økonomi- og erhvervsministeriet efter høring af Fondsrådet. Indtil ministeriet har udnyttet sin kompetence til at udstede en ny bekendtgørelse, er Fondsrådets bekendtgørelse stadig gældende. Den nye bekendtgørelse forventes udstedt omkring årsskiftet 2002/2003. Den nye bekendtgørelse må forventes, at indeholde en kodificering af

⁶ Jf. Folketingstidende 1995-96, Tillæg A, s. 1972, spalte 2.

⁷ Den her foretagne begrebsafgrænsning er i overensstemmelse med afgrænsningen i »Rapport fra arbejdsgruppen vedrørende god værdipapirhandelsskik m.v., november 2000. Rapporten er tilgængelig på Finanstilsynets hjemmeside www.ftnet.dk.

den hidtidige bekendtgørelse, vejledning samt informationsbrevet fra Fondsrådet. Indførelsen af den nye bekendtgørelse har den konsekvens, at Forbrugerombudsmandens retningslinier for god markedsføringsskik bortfalder (omtales nedenfor i afsnit 4.3).

Bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik finder anvendelse på handel med værdipapirer (køb, salg og formidling), hvor kun den ene part er værdipapirhandler, jf. bekendtgørelsens § 1. Handler mellem private eller mellem professionelle er derved ikke omfattet. Der sigtes altså til forhold, hvor der ikke består en kontraktbalance mellem parterne – typisk ved konstellationen værdipapirhandler/privat investor.

Fondsrådet har den 24. september 2002 afsagt en principiel afgørelse vedrørende bekendtgørelsens anvendelsesområde.⁸ Det konkrete spørgsmål, der blev rejst af en brancheorganisation, omhandlede forholdet mellem en ejendomsmægler og sælgeren af en fast ejendom. Nærmere vedrørte spørgsmålet, hvorvidt ejendomsmægleren, når denne handler sælgerens pantebreve via en værdipapirhandler efter bekendtgørelsens § 4 er pligtig at udlevere almindelige forretningsbetingelser til sælgeren (kunden). Konstellationen er altså værdipapirhandler-ejendomsmægler-sælger.

Fondsrådet udtalte, at oplysningspligten som udgangspunkt påhviler værdipapirhandleren – ikke ejendomsmægleren. Herefter anlægger Fondsrådet en interessant principiel tredeling af oplysningspligten i tre forskellige konstellationer: (i) værdipapirhandler-kunde, (ii) værdipapirhandler-ejendomsmægler som fuldmægtig for kunden (sælger) og (iii) værdipapirhandleren ved ejendomsmægleren-kunden (sælger).

Den første situation (i) er den klassiske situation med værdipapirhandleren og kunden. Her har værdipapirhandleren selvfølgelig en oplysningspligt overfor sin kunde.

I den anden situation (ii) optræder ejendomsmægleren ifølge aftale som sælgerens/kundens fuldmægtig. Her skal værdipapirhandleren give oplysning til fuldmægtigen, dvs. ejendomsmægleren. Det påhviler værdipapirhandleren, at fastslå hvorvidt der i det konkrete tilfælde foreligger et fuldmagtsforhold samt den nærmere karakter heraf. Der påhviler ikke ejendomsmægleren en pligt til efter bekendtgørelsen at videregive og gennemgå vilkårene med (sælger) kunden. En sådan pligt kan dog eksistere efter andre regelsæt, herunder ejendomsmæglerens forpligtelse til, efter de almindelige fuldmagtsregler, at handle i sælgerens (kundens) bedste interesse.

I den tredje situation (iii) er der indgået et sådant nært samarbejde, at ejendomsmægleren i realiteten handler på vegne af værdipapirhandleren. Er dette tilfældet påhviler der ejendomsmægleren en pligt til at udlevere de almindelige forretningsbetingelser samt på foranledning at gennemgå disse med kunden (sælger).

⁸ Afgørelsen er tilgængelig på Finanstilsynets hjemmeside www.ftnet.dk.

Bekendtgørelsens krav til værdipapirhandlerne kan overordnet opdeles i fem hovedpunkter; (i) vilkår for handlers udførelse (best execution), (ii) værdipapirhandlerens almindelige forretningsbetingelser, (iii) formodningsregel i relation til handelstype, (iv) afregningsvilkårene for værdipapirhandelen, og (v) fremsendelse af oplysninger til kunden i forbindelse med afregningen.

Nedenfor behandles udelukkende punkt (v), dvs. pligten til at fremsende oplysninger i forbindelse med afregningen. Dette skyldes, at denne har været genstand for særlige tiltag fra Finanstilsynets side siden vedtagelsen af bekendtgørelsen.

4.2.2 *Fremsendelse af oplysninger*

I bekendtgørelsens § 9, stk. 1 opregnes syv oplysninger som værdipapirhandlerens afregningsnota som minimum skal indeholde. Disse er (1) handelstype, (2) handelssystem, (3) tidspunktet for handelens gennemførelse, (4) handelssystemets bedste bud/udbud, (5) handelskursen, (6) de samlede handelsomkostninger og (7) principperne for kursfastsættelsen.

Bestemmelsen i § 9, stk. 1 gælder alene værdipapirer, der er noteret på en dansk fondsbørs eller optaget til handel på en dansk autoriseret markedsplads. Formålet er at gøre investoren i stand til at kontrollere, hvad værdipapirhandleren har foretaget sig, herunder om dette stemmer overens med det aftalte. I § 9, stk. 2 fastlægges nogle lempeligere minimumskrav til værdipapirer, der er noteret på en udenlandsk fondsbørs eller optaget til handel på en udenlandsk autoriseret markedsplads.

Afregningsnotaen kan udleveres i fysisk form og tillige elektronisk, såfremt dette er aftalt med kunden. Vælges den elektroniske afregningsnota, skal værdipapirhandleren dog være opmærksom på Finanstilsynets skrivelse af 28. maj 1999 om anvendelse af elektroniske handelsnotaer. Heraf fremgår, at selskabet i så fald endvidere skal udarbejde forretningsgange for udarbejdelse, kontrol og fremsendelse af handelsnotaer og øvrig korrespondance i elektronisk form. Selskabet skal endvidere etablere et beredskab, der indebærer, at selskabet i tilfælde af systemnedbrud kan udskrive og fremsende papirnotaer til kunderne. For så vidt angår kravene til handelstypen, er det Fondsrådets opfattelse, jf. Fondsrådets Informationsbrev af 15. juli 2002⁹ til samtlige værdipapirhandlere, at det er mest korrekt at oplyse handelstypen, som eksempelvis (i) børshandel, (ii) strakshandel eller (iii) gennemsnitskurshandel. Angivelser såsom »Handelstype: Straks« og »Handelstype: Gennemsnit« accepteres dog.

Vedrørende kommissionshandel har Fondsrådet i en principiel afgørelse af 13. november 2001, udtalt at det »ikke er tilstrækkeligt at anføre, at der er tale om kommissionshandel. Kommissionshandel er ikke en handelstype som anført i [bekendtgørelsens § 9]. Ved handelstype menes primært de handelstyper, der nævnes i vejledningen til bekendtgørelsen, dvs. børshandel, strakshandel og gennemsnitskurshandel. Andre handelstyper kan komme på tale, men det af-

⁹ Informationsbrevet er tilgængeligt på Finanstilsynets hjemmeside www.ftnet.dk.

gørende er, at beskrivelsen af disse har en sådan karakter, at kunden får et klart billede af, hvordan handelen er gennemført.«

Det må forventes, at de danske værdipapirhandlere i fremtiden får nedfældet entydige definitioner af de forskellige handelsstyper. Målsætningen herom blev fremhævet eksplicit i rapporten »Børshandel for private investorer« (Juni 2001), der blev udarbejdet af en arbejdsgruppe nedsat af Københavns Fondsbørs A/S og Børsmæglerforeningen. Tankegangen er, at man herved kan fremme de privates systemhandel og dermed indtjeningen hos værdipapirhandlerne.

4.2.3 Sanktioner ved manglende overholdelse

Efter bekendtgørelsens § 11 kan overtrædelse sanktioneres, hvis (i) der er tale om en enkeltstående overtrædelse, der kan karakteriseres som grov eller (ii) der er tale om gentagne overtrædelser, som samlet kan karakteriseres som grove. Sanktionen for manglende overholdelse er bødestraf.

Fondbrådet gennemførte i foråret 2002 en undersøgelse af, hvorvidt værdipapirhandlerne overholder bekendtgørelsens bestemmelser om oplysninger på de afregningsnotaer, der skal fremsendes til kunderne. Undersøgelsen skelnede mellem (i) fejl af grovere karakter og (ii) mindre fejl. Som fejl af grovere karakter henregnedes hovedsageligt de tilfælde, hvor værdipapirhandleren slet ikke oplyste noget om et forhold på notaen. Det drejede sig typisk om handelstype eller bedste bud/udbud.

Undersøgelsen viste, at 15 % af samtlige notaer var behæftet med fejl af grovere karakter. Ligeledes var andre 15 % behæftet med mindre fejl. En del af fejlene var så grove eller gentagne, at Fondbrådet besluttede at politianmelde fire værdipapirhandlere. Fondbrådet gav endvidere påtale til to værdipapirhandlere, hvor fejlene var væsentlige. Fondbrådet fandt det endvidere nødvendigt at udstede et informationsbrev som supplement til Fondbrådets vejledning til bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik.

Tilsidesætter værdipapirhandleren kravet om god forretningsskik, kan dette ligeledes alt efter omstændighederne medføre et civilretligt ugyldigheds- eller erstatningskrav. Kunden vil kunne kræve sig stillet, som hvis forskrifterne var overholdt, idet god skik reglen i kombination med aftalelovens § 36 medfører, at kunden har krav på justering af handelsvilkårene, herunder særligt en urimelig pris.¹⁰

4.3 Forbrugerombudsmandens Retningslinier for god markedsføringskik

Med virkning fra den 1. juli 2002 blev markedsføringsloven ændret således, at den kun finder anvendelse for finansielle virksomheder såfremt, at Økonomi- og erhvervsministeren ikke har fastsat tilsvarende regler.

¹⁰ Jf. også *Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff*; Værdipapirhandlerens loyalitetspligt - god skik og best execution ved handel med værdipapirer, U2001B361. I Sverige har man for nyligt udgivet en betænkning om »Konsumentskydd vid finansiell rådgivning (SOU 2002:41). Betænkningen indeholder værdifulde bidrag til vurderingen af værdipapirhandlernes særlige pligter samt civilretlige ansvar.

I skrivende stund arbejdes der på at færdiggøre sådanne tilsvarende regler i form af en ny »Bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik« udstedt af Økonomi- og Erhvervsministeriet. Bekendtgørelsen forventes udstedt inden årsskiftet. Indtil den er udstedt af Økonomi- og Erhvervsministeriet, er Forbrugerombudsmandens retningslinier »God markedsføringskik ved værdipapirhandel for almindelige, private investorer« dog stadig gældende. Som følge af, at Forbrugerombudsmandens regelsæt kun forventes at »leve« kort tid endnu skal dette ikke omtales. Blot skal det for god ordens skyld medtages, at regelsættet i visse sammenhænge har stillet den private investor bedre end efter Fondsrådets hidtidige bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik.

5. God værdipapirhandlerskik

5.1 Den finansielle virksomhedslov §§ 5, 6 og 15

Indtil den 1. juli 2002 fandtes reglerne om god værdipapirhandlerskik (forretningsskik) i værdipapirhandelslovens §§ 5 og 6. Herefter overførtes reglerne til den finansielle virksomhedslovs §§ 3 a, 3 b og 15. I det store hele er der tale om ordrette gengivelser, hvilket betyder, at den tidligere praksis fra Fondsrådet stadig må tillægges betydning ved fortolkningen af de nye regler i den finansielle virksomhedslovs §§ 3 a og 3 b. I forhold til den finansielle virksomhedslovs § 15 er denne i det væsentligste identisk med den tidligere bestemmelse i værdipapirhandelslovens § 5, stk. 1 om værdipapirhandlernes organisation mv.

Bestemmelserne opstiller en række nærmere krav om god værdipapirhandlerskik, herunder om organisation, intern kontrol og kunderelationer. Nedenfor omtales kun de punkter, der har undergået en ændring som følge af lovændringen den 1. juli 2002. Det drejer sig om (i) konkrete kundehenvendelser samt (ii) kunders aktiver og midler.

5.1.1 Konkrete kundehenvendelser

For værdipapirhandlerne kan der opstå to pligter som følge af konkrete kundehenvendelser - krav om indhentning af oplysninger og meddelelsespligt.

Indtil den 1. juli 2002 indeholdte værdipapirhandelslovens § 5, stk. 3, nr. 3 et tredje krav vedrørende selve handelsafviklingen. Selvom dette ikke er overført til den finansielle virksomhedslov, gælder kravet stadig, blot på bekendtgørelsesniveau, jf. bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik § 5, stk. 3.

5.1.2 Kunders aktiver og midler

Den finansielle virksomhedslovs § 3 b, stk. 1 indeholder to pinde, hvorefter det påhviler en værdipapirhandler (i) at træffe fyldestgørende foranstaltninger for at sikre kundernes ejendomsret til deres værdipapirer og (ii) at organisere og opbygge sin virksomhed på en sådan måde, at risikoen for interessekonflikter både mellem værdipapirhandlerens kunder indbyrdes og mellem kunderne og

værdipapirhandleren begrænses mest muligt.¹¹

Den tidligere bestemmelse i værdipapirhandelslovens § 6, stk. 1 indeholdt en ekstra pind – »at træffe fyldestgørende foranstaltninger for at sikre kundernes midler«. Bestemmelsen byggede på investeringsservicedirektivets artikel 10, 3. pind, som kun omfatter fondsmæglerselskaber. Da kravet allerede fremgår af § 14 a i fondsmæglerselskabsloven, valgte lovgiver ikke at medtage kravet i § 3 b, eftersom den finansielle virksomhedslov gælder for alle værdipapirhandlere. Man fandt således ikke behov for at udstrække kravet ud over hvad der kræves efter investeringsservicedirektivet.

5.1.3 Sanktioner ved manglende overholdelse

Ved overtrædelser af den finansielle virksomhedslovs §§ 3, 3a og 3b kan Finanstilsynet give påbud om berigtigelse af forholdet. Forbrugerrådet er tillige berettiget til at anlægge sag om forbud og påbud, jf. den finansielle virksomhedslovs § 68. Overtrædelse af den finansielle virksomhedslovs § 15, stk. 1 straffes med bøde, jf. § 77, stk. 1.

5.2 Udkast til bekendtgørelsen om god forretningsskik

Den 3. september 2002 udstedte Finanstilsynet i samarbejde med forbrugerstyrelsen et udkast til en bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder.¹² Bekendtgørelsen omfatter herved ikke kun værdipapirhandlere men al finansiell virksomhed. Det brede anvendelsesområde har givet anledning til betydelig debat blandt de involverede brancheorganisationer, Forbrugerrådet samt Forbrugerrådet.

Bekendtgørelsen er inddelt i fire stadier efter kundeforholdets livscyklus: (i) forinden kundeforholdet etableres, (ii) forinden kunden leveres en finansiell ydelse, (iii) det løbende kundeforhold og (iv) opsigelsen af en kundeaftale.

(i) Forinden kundeforholdet etableres pålægges værdipapirhandleren en oplysningspligt om følgende centrale momenter af betydning for kunden: ydelsen, omkostninger, gebyrer og andet vederlag, risici og en eventuel fortrydelsesret.

(ii) Når værdipapirhandleren konkret ønsker at levere en finansiell ydelse, skærpes oplysningspligten og handleren pålægges tillige en rådgivningspligt. Ved afslag på at levere en finansiell ydelse er værdipapirhandleren underlagt et skriftligheds- og begrundelseskrav.

(iii) I det løbende kundeforhold er værdipapirhandleren underlagt en opdaterings- og rapporteringspligt.

(iv) Slutteligt er en opsigelse af kundeaftalen underlagt et skriftligheds- og

¹¹ Børsmæglerforeningen har med virkning fra den 1. juli 2002 udstedt »Anbefalinger til regulering af corporate finance- og aktieanalyseaktiviteter samt medarbejderhandel«. Regelsættet der indeholder flere bestemmelser vedrørende interessekonflikter er tilgængeligt på Børsmæglerforeningens hjemmeside www.dbmf.dk.

¹² Udkastet er tilgængeligt på Finanstilsynets hjemmeside www.ftnet.dk.

begrundelseskrav.

5.3 CESR's regler om god forretningsskik

CESR – The Committee of European Securities Regulators – har udstedt et forslag til harmoniserede regler for god værdipapirhandlerskik i EU-landene; »Standards and rules for harmonizing core conduct of business rules for investor protection – 2001«. ¹³ Regelsættet må forventes at få en ikke ubetydelig afsmittning på fremtidige (harmoniserings)tiltag. Der er kun tale om et forslag, som derfor ikke skal efterleves af værdipapirhandlerne.

Regelsættet sonderer overordnet mellem god forretningsskik i forhold til private og professionelle investorer. Metoden er at definere, hvilke enheder der kan betragtes som professionelle. Man må derfor slutte modsætningsvist i forhold til afgrænsningen af begrebet private investorer.

Som professionelle investorer henregnes juridiske personer, som er underlagt autorisation, førend de kan operere i kapitalmarkedet. Som sådan forstås eksempelvis kreditinstitutter, investeringsselskaber, andre autoriserede eller regulerede finansielle institutioner, forsikringsselskaber, pensionsfonde osv., jf. regelsættets Annexe 1. Også andre kan være professionelle efter forslaget definition – herunder store virksomheder samt institutionelle investorer, hvis formål er at investere i finansielle instrumenter.

Forslagets krav til god forretningsskik er overordnet inddelt i fem principper/punkter; (i) generelle principper, (ii) underretningspligtens indhold, (iii) »know your customer« kravet, (iv) skriftlighedskravet og (v) generelle krav til kunderelationer. Er der tale om portefølje management indeholder regelsættet nogle yderligere krav.

Regelsættet regulerer i det store hele det samme område som de danske regelsæt. Selv om der blot er tale om et forslag, er der værdifulde eksemplifikationer og interessante vinkler at hente ved at sætte sig ind i regelsættet. Hertil kommer, at det må forventes at have en vis afsmittende effekt på den fremtidige regulering, herunder på det kommende investerings servicedirektiv.

5.4 Børsmæglerforeningens Anbefalinger til regulering af corporate finance - og aktieanalyseaktiviteter samt medarbejderhandel

Formentligt ansporet af den intensive debat der har været ført post Enron og WorldCom m.v. har Børsmæglerforeningen per 1. juli 2002 udstedt et nyt regelsæt – »Anbefalinger til regulering af corporate finance- og aktieanalyseaktiviteter samt medarbejderhandel«. Anbefalingerne er inddelt i tre hovedområder – (i) Chinese Walls, (ii) Aktieanalyser og (iii) Medarbejderhandel. Med indførelsen af regelsættet er Børsmæglerforeningen med til selv at påvirke standarden for god værdipapirhandlerskik. Særligt hovedområderne aktieanalyse og medarbejderhandel er interessante derved, at de indeholder adskillige retningslinier vedrørende interessekonflikter. Anbefalingerne varierer fra forskrifter om interne retnings-

¹³ Udkastet er tilgængeligt på CESRs hjemmeside www.europecesco.org.

linier til disclosure og anbefalinger om at afstå fra at handle.¹⁴

5.5 Københavns Fondsbørs' Børsetiske regler

De værdipapirhandlere der er medlem af Københavns Fondsbørs A/S¹⁵ skal i deres virke også overholde de børsetiske regler. Dette regelsæt indeholder i §§ 2 og 3 nogle nærmere regler for god værdipapirhandlerskik.

I § 2 fastlægges, at medlemmerne har et særligt ansvar for opfyldelsen af reglerne om god værdipapirhandlerskik og at de altid skal handle loyalt og korrekt i deres kunders bedste interesse og under hensyn til markedets integritet.

Vedrørende rådgivning bestemmer § 3, stk. 1, at denne skal leve op til sædvanlig god, faglig standard og udelukkende må tilgodese kundens interesse.

Endelig fastsættes i § 3, stk. 2 en vejledningspligt vedrørende den anvendte handelstype. Der er tale om en standardisering af betegnelserne for (i) børshandel, (ii) auktionskurshandel, (iii) strakshandel og (iv) gennemsnitskurshandel.

5.6 Dansk AMP's Etiske regler

Dansk AMP's Etiske regler¹⁶ indeholder i afsnit H3 nærmere krav til god værdipapirhandlerskik i form af rådgivning af kunden. Rådgivningskravet falder i tre led – (i) interessekonflikter, (ii) den konkrete transaktion og (iii) rådgivning af private investorer.

Vedrørende interessekonflikter bestemmes det, at værdipapirhandleren, i sin rådgivning, skal søge at undgå sådanne, samt at handleren aldrig må anbefale køb/salg med egen indtjening for øje.

Ved den konkrete transaktion pålægges det værdipapirhandleren at være opmærksom på kundens kendskab til AMP's særlige status og funktion.

Ved rådgivning af private investorer skærpes denne dilligenspligt, idet det her kræves, at værdipapirhandleren konkret sikrer sig kundens kendskab til AMP-selskabernes særlige karakteristika samt AMP's specielle status og funktion.

5.7 Forslaget til det nye investeringsservicedirektiv

EU-reguleringen af investeringsservice går tilbage til vedtagelsen af den såkaldte »Code of Conduct« i 1977.¹⁷ »Code of Conduct« regelsættet havde imidlertid

¹⁴ Regelsættet er tilgængeligt på Børsmæglerforeningens hjemmeside www.dbmf.dk. Anbefalingerne beskrives indgående af *Dan Moalem*; *Investeringsservicebankers corporate finance- og analyseaktiviteter*, i nærværende publikation. Tilsvarende regler er udstedt af både det norske Fondsmæglerforbund (www.nfmf.no) og den Svenska Fondhandlare Föreningen (www.fondhandlarna.se).

¹⁵ De 23 medlemmer af Børsmæglerforeningen er også medlemmer af Københavns Fondsbørs A/S.

¹⁶ Regelsættet er tilgængeligt på Dansk AMP's hjemmeside www.danskamp.dk.

¹⁷ Se Kommissionsanbefalingen (77/534/EØF) – »A European Code of Conduct Relating to Transactions in Transferable Securities«.

karakter af ikke-bindende anbefalinger, hvorfor den reelle retlige værdi var beskeden. Med vedtagelsen af investeringsservicedirektivet¹⁸ i 1993 foretoges et reguleringsmæssigt kvantespring, idet der herved etableredes en fællesskabsretlig platform for udøvelsen af investeringsservice inden for EU.¹⁹

Med afsæt i Lamfalussy-rapportens²⁰ kritik af den hidtidige regulering, er der nu blevet iværksat tiltag for at implementere et revideret investeringsservice-direktiv. Som et led i processen har EU-kommissionen senest den 25. marts 2002 udstedt et konsultationspapir med en udførlig gennemgang af det fremtidige direktivs potentielle indhold.²¹

I forhold til det nuværende direktiv har kommissionen koncentreret sig om fire fokusområder:

- (I) ISD-passet
- (II) Nye serviceudbydere
- (III) Effektiv konkurrence mellem markedspladser og handelsplatforme
- (IV) Grænseoverskridende clearing og afvikling

I forhold til god skik reglerne i det nugældende direktiv må det, med baggrund i Kommissionens konsultationspapir, forventes, at ISD's anvendelsesområde udvides til også at omfatte rådgivningsdelen, at best execution kravene strammes op, at der indføres strengere krav vedrørende håndteringen af interessekonflikter samt at der indføres en definition af den professionelle investor af betydning for reguleringens materielle indhold.

6. Best execution

6.1 Bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik

Bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik indeholder i kapitel 2-4 nærmere vilkår for handlers udførelse – best execution. Hovedbestemmelsen er § 3, stk. 1, hvorefter værdipapirhandleren skal sikre den efter omstændighederne, herunder tid og mængde, bedst mulige pris samt bedste betingelser i øvrigt for sine kunder. Vilkårene skal beskrives i værdipapirhandlerens almindelige forretnings-

¹⁸ Investeringsservicedirektivet (93/22/EØF).

¹⁹ For en glimrende behandling af det EU-retlige investeringsserviceregime, se *Niamh Moloney*; EC Securities Regulation, 2002, kapitel VI-X. Kapitalkravsdirektivet (93/6/EF) supplerer ISD ved at fastlægge minimumskrav til kapitalen i de selskaber der ønskede at drive virksomhed med investeringsservice. Siden hen er ligeledes investorkompensationsdirektivet (97/9/EF) indført som en ekstra beskyttelse.

²⁰ Se Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, February 2001. Rapporten er tilgængelig på Kommissionens hjemmeside www.europa.eu.int/comm.

²¹ Se Kommissionens dokument (IP/02/464). Konsultationspapiret er tilgængeligt på Kommissionens hjemmeside www.europa.eu.int/comm.

betingelser, jf. § 4, som skal udleveres og på foranledning gennemgås med kunden. Bestemmelserne i kapitel 3 og 4 vedrører nærmere afregningsregler alt efter om værdipapiret er optaget til notering på en fondsbørs, er optaget til handel på en autoriseret markedsplads eller slet ikke er optaget til notering/handel.

6.2 Københavns Fondsbørs' Børsetiske regler

De børsetiske regler udstedt af Københavns Fondsbørs A/S indeholder i realiteten ikke væsentlige yderligere forpligtelser end dem, der allerede følger af værdipapirhandelsloven, den finansielle virksomhedslov samt bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik. Den selvstændige værdi heraf er derfor snarere en præcisering i enkelte tilfælde og bør desuden ses som en »statement« fra Fondsbørsens side – »fondsbørsen lægger vægt på et redeligt, ligeligt og gennemskueligt marked«, jf. også regelsættets § 1.

I regelsættets § 6, stk. 1 afgrænses anvendelsesområdet afhængigt af handlerens størrelse. Denne afgrænsning er forskellig fra bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik § 2, stk. 2. I realiteten er der kun uoverensstemmelse vedrørende aktiehandel. Bekendtgørelsen finder anvendelse på handler op til 400.000 kr. per handel. De børsetiske regler finder derimod kun anvendelse på handler med maksimalt 250 handelsposter per handel. Fondsrådet afsagde den 8. august 2002 en principiel afgørelse om betydningen af netop denne forskel.²²

En værdipapirhandler rettede en forespørgsel om hvilken beløbsgrænse, der gjaldt vedrørende handel med børsnoterede værdipapirer. Spørgsmålet lød, hvorvidt oplysningsforpligtelsen vedrørende *afregningsnotaens indhold* i bekendtgørelsens kapitel 5 skal afgøres efter bekendtgørelsens beløbsgrænser eller efter handelspostgrænsen i de børsetiske regler. Spørgsmålet dækker over en uheldig misforståelse fra værdipapirhandlerens side.

Bekendtgørelsens beløbsgrænse er bestemmende for, om følgende krav skal overholdes: (i) udlevering af almindelige forretningsbetingelser, (ii) afregningsvilkårene og (iii) afregningsnotaens indhold.

De børsetiske reglers handelspostgrænse i regelsættets § 6, stk. 1 er derimod udelukkende bestemmende for afregningsvilkårene efter regelsættets § 6, stk. 2-4 (og altså ikke for afregningsnotaens indhold).

Når værdipapirhandleren derfor spørger, om beløbsgrænsen i de børsetiske regler skal anvendes i stedet for bekendtgørelsens handelspostgrænse, er dette ækvivalent med spørgsmålet om årsregnskabsloven har betydning for, om der er indgået en aftale efter aftaleloven. Det har årsregnskabsloven selvfølgelig ikke, og handelspostgrænsen i de børsetiske regler vedrørende afregningsvilkårene har ligeledes ikke betydning for bekendtgørelsens beløbsgrænse vedrørende afregningsnotaens indhold.

Fondsrådet udtalte da også diplomatisk, »at det af bekendtgørelsens § 2, stk. 2, fremgår at §§ 4-10 – dvs. herunder bestemmelserne om afregningsnotaernes indhold – finder anvendelse på handel med værdipapirer op til de i stk. 2 fastsatte

²² Afgørelsen er tilgængelig på Finanstilsynets hjemmeside www.ftnet.dk.

beløbsgrænser. Det er således *alene* de i § 2, stk. 2, fastsatte beløbsgrænser samt fradrag/tilvalg i henhold til § 2, stk. 4 og 5, der afgør, hvornår kapitel 5 finder anvendelse.«

I § 6, stk. 4 fastlægges det sammenligningsgrundlag, som skal anvendes ved afregningen. Aktier skal relateres til SAXESS' danske delmarked for danske aktier. Obligationer skal relateres til SAXESS' ordinære delmarked for renteinstrumenter. Ved bestemmelsen af det bedste bud/udbud i SAXESS medgår alene ordrer større end eller lig én handelspost. Derivater skal relateres til det relevante delmarked i handelssystemet CLICK.

I § 7 indeholdes det generelle krav om, at medlemmerne skal overholde såvel anerkendte danske som internationale branchekutymer. Sådanne fastsættes af blandt andre Børsmæglerforeningen og IOSCO (International Organization of Securities Commissions).

6.3 Dansk AMP's Ethiske regler

Dansk AMP's Ethiske regler indeholder i afsnit H2 en best execution bestemmelse, hvorefter al handel skal udføres via markedspladsens handelssystemer. Vedrørende afregningen overfor kunden bestemmes det, at denne skal ske til markedskurs alene med tillæg eller fradrag af (i) handelsomkostninger til markedspladsen, (ii) værdipapirhandlerens kurtage samt (iii) eventuelle skatter/afgifter.

6.4 Børsmæglerforeningens Kollegiale regler

Den Danske Børsmæglerforening består per 15. oktober 2002 af 23 medlemmer. Disse 23 værdipapirhandlere har i kraft af deres medlemskab af foreningen underlagt sig et yderligere regelsæt – »Kollegiale regler for medlemmer af Børsmæglerforeningen«. Regelsættet gælder for alle foreningens medlemmer i deres virke som værdipapirhandlere og medlemmer af Københavns Fondsbørs A/S eller andre danske fondsbørser (p.t. er der ikke andre).

Regelsættet indeholder i punkt 5 en regel af betydning for relationen værdipapirhandler–investor. Medlemmet (i) må ikke handle på åbenlyst fejlagtige vilkår, (ii) skal under en børspause eller et systemnedbrud på Københavns Fondsbørs sikre sig, at investoren er bekendt hermed, og (iii) skal medvirke til, at andre medlemmer ikke bliver stillet over for unødige forsinkelser i forbindelse med afviklingen af handel med danske og udenlandske værdipapirer samt medvirke til at begrænse og afhjælpe forsinkelser i afviklingen af handler.

Manglende overholdelse af regelsættet kan sanktioneres ved, (i) indskærpelse og præcisering af reglernes indhold og rækkevidde, (ii) påtale, (iii) pålæg om ophør, (iv) bod, der maksimum kan udgøre et årskontingent og (v) eksklusion af foreningen.

7. Afrunding

Som det vil være fremgået af artiklen, er værdipapirhandlerne i dag underlagt en ikke ubetydelig regulering af deres organisation, adfærd og kunderelationer. God skik reglerne er blevet udviklet i en sådan grad, at der ikke blot er tale om

generelle rammer, men derimod specifikke og krævende regler, som fordrer en professionel indstilling hos handlerne. Denne udvikling må forventes at fortsætte i de kommende år, særligt når henses til den øgede EU-harmonisering. Samtidigt viser Fondsrådets undersøgelse i foråret 2002 og udstedelsen af informationsbrevet, at en mindre del af værdipapirhandlerne stadig ikke udviser en saglig og professionel indstilling til deres rolle i et velfungerende værdipapirmarked. Én ting synes dog sikkert – udviklingen bevæger sig generelt i retning af øget investorbeskyttelse. Det er dog samtidigt vigtigt, at værdipapirhandlerne sikres ordentlige retlige rammer at fungere under. Disse regler bør ikke være en spændetrøje for markedsudviklingen men i stedet være en katalysator for et mere likvidt, gennemskueligt og tillidsvækkende værdipapirmarked. I den sammenhæng må de seneste oprydningstiltag, samt kommende revisionstiltag hilses velkomment.