

Statsrådets skrivelse till Riksdagen med anledning av ett förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv (investeringsjämsstředirektivet)

I enlighet med 96 § 2 mom. grundlagen översänds till riksdagen Europeiska gemenskapernas kommissions förslag av den 19 november 2002 till ett direktiv av Europaparlamentet och rådet om investeringstjänster och reglerade

marknader samt om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG, rådets direktiv 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt en promemoria om förslaget.

Helsingfors den 30 januari 2003

Minister *Suvi-Anne Siimes*

Äldre regerinssekreterare Jarkko Karjalainen

**FÖRSLAG TILL EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV OM
INVESTERINGSTJÄNSTER OCH REGLERADE MARKNADER SAMT OM ÄNDRING
AV RÅDETS DIREKTIV 85/611/EEG, RÅDETS DIREKTIV 93/6/EEG OCH
EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV 2000/12/EG
(INVESTERINGSTJÄNSTEDIREKTIVET)**

1. Allmänt

Avsikten med investeringstjänstedirektivet, som antogs 1993, var att fastställa på vilka villkor värdepappersföretag och banker som auktoriserats i sitt hemland och som står under tillsyn i det landet får tillhandahålla specificerade tjänster i andra medlemsstater. Enligt det gällande investeringstjänstedirektivet är sådana tjänster som kan auktoriseras inom EU bl.a. mäklarverksamhet, handlarverksamhet, marknadsgarantverksamhet, individuell egendomsförvaltning samt emissionsgarantier och emissionsarrangemang. Dessutom fastställs i investeringstjänstedirektivet rätten för varje auktoriserat värdepappersföretag att direkt eller på distans delta i handel på börser och/eller reglerade marknader i andra medlemsstater. För att företagen verkligen skall kunna utnyttja denna rätt infördes i investeringstjänstedirektivet vissa kriterier för ömsesidigt erkända marknader vilka innebär att vissa villkor ställs på hur dessa marknader skall fungera. Investeringstjänstedirektivet är det rättsliga instrument varigenom friheterna i fördraget omsätts i praktiken när det gäller investeringstjänster och organiserad handel med finansiella instrument. Kommissionen gav sitt förslag till ett nytt investeringstjänstedirektiv den 19 november 2002. Direktivförslaget är en del av ett lagstiftningsprogram som syftar till att främja framväxten av integrerade och effektiva europeiska kapitalmarknader. Eftersom konkurrenskraftiga och flexibla finansiella marknader kan bidra till tillväxt och sysselsättning, angavs vid Europeiska

rådets möten i Lissabon och Stockholm att integrationen av de europeiska finansiella marknaderna är ett av de viktigaste målen för EU:s ekonomiska reformer. För att kunna dra nytta av alla fördelar krävs att hindren för investeringstransaktioner undanröjs och att ett omfattande åtgärdsprogram genomförs för att harmonisera de nationella regleringssystemen i alla skeden av handeln. Till dessa hör bl.a. krav på offentliggörande av uppgifter vid emissionstidpunkten, gemensamma riktlinjer för handeln och marknadsaktörernas beteende samt avslutandet och rapporteringen av genomförda transaktioner.

En revidering av investeringstjänstedirektivet är nödvändig därför att det gällande direktivet inte längre utgör en effektiv ram för gränsöverskridande investeringar inom EU. Det innehåller inte heller några tydliga grundläggande regler för hur konkurrensen mellan och konsolideringen av handelsinfrastrukturerna får gå till.

Till det gällande direktivets främsta brister hör att det inte medför en tillräckligt hög grad av harmonisering för att möjliggöra ett effektivt ömsesidigt erkännande av värdepappersföretagens auktorisering. I och med den dubbla övervakningen av de gränsöverskridande transaktionerna har effektiviteten av det tillstånd som infördes i och med investeringstjänstedirektivet hämmats kraftigt.

Investeringstjänstedirektivet innehåller också föråldrade bestämmelser om investerarskydd. Dessutom omfattar direktivet inte alla investerarinriktade tjänster. Det beaktar inte heller konkurrensen mellan olika handelsplatser och handelssystem. När direktivet antogs var konkurrensen mellan

handelssystemen inte lika omfattande som idag. Konkurrensen mellan de olika handelssystemen har blivit den största utmaningen för tillsynsmyndigheterna på värdepappersområdet när det gäller regleringen. Enligt direktivet får också de nationella myndigheterna föreskriva att order från privata investerare endast får utföras på en reglerad marknad (*concentration rule*). Ett antal medlemsstater har utnyttjat denna möjlighet för att främja ett system där order från privata investerare placeras på centraliserade allmänna orderböcker som hanteras av reglerade marknader. Andra medlemsstater har igen valt att inte använda denna möjlighet och har gett värdepappersföretaget ansvar för att bestämma hur det på bästa sättet kan garantera sina kunder bästa möjliga utförande (*best execution*). Dessa grundläggande skillnader i regleringen av marknadsstrukturen har i sin tur lett till skillnader mellan medlemsstaterna när det gäller handelsmetoder, regler för hur handeln skall bedrivas, utrymmet för konkurrensen mellan olika plattformar för orderutförande och marknadsaktörernas agerande. Det gällande direktivets bestämmelser om utseende av och samarbete mellan behöriga myndigheter är inte tillräckligt utvecklade. Direktivet är inte tillräckligt tydligt när det gäller fördelningen av tillsynsansvaret mellan medlemsstaterna och erbjuder inte en bra grund för gränsöverskridande samarbete mellan tillsynsmyndigheterna. En förutsättning för en integrerad marknad för finansiella tjänster är att olagligt beteende beivras och bestraffas lika effektivt i alla medlemsstater. Ett ytterligare villkor är att samarbetet och informationsflödet mellan de nationella myndigheterna är oreserverat och smidigt. De nuvarande bestämmelserna i investeringstjänstedirektivet om samarbete mellan tillsynsmyndigheterna utformades i en situation där kopplingarna mellan olika nationella finansiella marknader utnyttjades i mindre utsträckning än i dag.

2. Förslagets huvudsakliga innehåll

2.1. Syftet med förslaget

1...1..5.

Förslaget till direktiv om investeringstjänster och reglerade marknader syftar till att förbättra EU:s lagstiftnings förmåga att uppfylla två övergripande mål för regleringen: 1) att skydda investerarna och marknadens integritet genom att upprätta harmoniserande krav för de auktoriserade intermediärernas verksamhet, och 2) att främja rättvisa, effektiva och integrerade finansiella marknader som är öppna för insyn.

2.2. De viktigaste förslagen

2.2.1 Regleringen av handelstransaktioner

I förslaget indelas regleringen av handelstransaktioner i överordnade principer för reglerade marknader, en ny investeringstjänst som gäller tillhandahållandet av ett multilateralt handelssystem och frågan om internalisering. *Överordnade principer för reglerade marknader*. I förslaget behålls den särskilda ställning och det särskilda auktorisationssystem för reglerade marknader som utgör kärnan i investeringstjänstedirektivet. Dessa marknader är fast förankrade i alla medlemsstaters regler om värdepappershandel.

Enligt förslaget måste medlemsstaterna ålägga en reglerad marknad vissa särskilt angivna skyldigheter som är mer omfattande än för närvarande och som den måste uppfylla under överinseende av en särskilt utsedd behörig tillsynsmyndighet. Genom förslaget försöker man införa vissa gemensamma huvudprinciper för godkännande, reglering och tillsyn av reglerade marknader.

Målet är att utse en behörig myndighet och identifiera tillämplig lagstiftning (artikel 33). Genom förslaget försöker man undanröja osäkerheten när det gäller den behöriga myndigheten under vars exklusiva behörighet de reglerade marknadernas verksamhet faller. Detta syftar till att minska risken för behörighetskonflikter och oklarhet om rättsläget som skulle kunna få mycket skadliga effekter på den rättsliga slutgiltigheten i transaktioner som gjorts på

marknaden. Ett mål är också att införa krav som gäller marknadsoperatören (artikel 34). Av ledningen för en marknadsoperatör krävs pålitlighet och lämplighet samt tillräckliga ekonomiska resurser för att säkerställa att den finansiella marknaden fungerar på ett ordnat sätt. Vidare är ett mål att definiera vilka organisatoriska krav som skall ställas på en reglerad marknad för att säkerställa en rättvis och ordnad handel med full insyn. Bestämmelser om dessa krav finns i artikel 36 (regler för handeln) och artikel 39 (deltagarnas tillgång till marknaden).

Ett viktigt mål för regleringen av marknadsplatser är att fastställa ett heltäckande krav på insyn före och efter transaktionen när det gäller ordrar och prisangivelser som visas på marknaden samt detaljer om avslutade aktietransaktioner. Bestämmelser om insyn finns framför allt i artiklarna 41 och 42. Krav på insyn före transaktionen (artikel 41) förutsätter att orderbaserade system offentliggör en del av sin orderbok. På mäklarbaserade marknader kommer särskilt utsedda marknadsgaranter att vara skyldiga att offentligt tillkännage köp- och säljkurser för en eller flera särskilt angivna volymer. Vilka ordrar och kurser som skall offentliggöras kommer att fastställas genom ett kommittéförfarande. Kravet på insyn efter transaktionen (artikel 42) förutsätter att de reglerade marknaderna måste offentliggöra priset, volymen och tidpunkten för alla aktietransaktioner som verkställs enligt marknadens regler och system, med rimlig hänsyn tagen till affärsmässiga överväganden. Senarelagd rapportering av transaktionsdetaljer kommer att vara tillåten för transaktioner av en viss storlek och i illikvida värdepapper.

I förslaget regleras också huvudprinciperna för vilka instrument en reglerad marknad får ta upp till handel inom sitt system (artikel 37). De detaljerade principerna som gäller genomförandet av dessa principer skall fastställas genom kommittéförfarande. Principerna är inte avsedda att förhindra de reglerade marknaderna från att tillämpa mer långtgående tillträdeskrav inom sina marknadssegment. Genom bestämmelsen försöker man också skapa en rättslig ram där de reglerade marknaderna kan ta upp

instrument till handel som har skapats och emitterats i en annan jurisdiktion.

I förslaget regleras också under vilka omständigheter och på vilka villkor den reglerade markanden eller den behöriga myndigheten får stoppa handeln i ett visst instrument eller avnotera instrumentet (artikel 38). Där anges också en ram för hur handelsstopp och avnotering skall hanteras på en fragmenterad marknad. När en behörig myndighet beslutar att stoppa eller förbjuda handeln med ett instrument skall beslutet omedelbart tillämpas på all handel inom dess behörighetsområde.

Tillhandahållandet av ett multilateralt handelssystem. I förslaget ingår införandet av en ny investeringstjänst som består av tillhandahållandet av ett multilateralt handelssystem. Det kommer att göra det möjligt för enheter som tillhandahåller sådana system att godkännas som ett värdepappersföretag som omfattas av en skräddarsydd regleringsordning. Det finns ett stort och ökande antal av dessa system. Syftet med att erkänna MTF-plattformar som en ny kategori av värdepappersföretag är att klargöra vilken karaktär denna bransch har ur ett EU-rättsligt perspektiv och att göra det möjligt att tillämpa ett antal gemensamma särskilt avpassade bestämmelser för hantering av (marknadsrelaterade) risker. På grundval av detta kommer MTF-plattformar att kunna göra sina system och tjänster tillgängliga för användare inom hela EU på grundval av en auktorisering i hemlandet. Den föreslagna definitionen på multilaterala handelssystem bygger på Europeiska värdepapperstillsynskommitténs noggranna analys och två rundor av öppna samråd med marknadens aktörer.

De föreslagna MTF-skyldigheterna är baserade på de principer som gäller de reglerade marknadernas handelssystemfunktion. Dessa skyldigheter är också starkt påverkade av de nyligen offentliggjorda EVTK-standarderna för alternativa handelsplattformar (*Alternative Trading Systems*).

MTF-plattformarna (artikel 13) kommer att vara skyldiga att tillämpa tydliga och objektiva affärsmässiga kriterier när de beslutar vilka användare som skall

godkännas. Den potentiella användarbasen för MTF-plattformar omfattar marknadsaktörer som är villiga att handla på egen risk och utan agentskydd. I bestämmelserna fastställs dessutom skyldigheter för att säkerställa att handelsintressen som kommer till uttryck via MTF-plattformar behandlas objektivt, rättvist och effektivt.

De grundläggande kraven som ställs på MTF-plattformar ligger i linje med de krav på insyn i handelsintresset som föreskrivs för aktietransaktioner som verkställs på en reglerad marknad (artikel 27 och 28). Möjligheterna att senarelägga transaktionsrapporteringen och omfattningen på insynskraven före transaktionen kommer att likna de som gäller reglerade marknader. Andra typer av MTF-plattformar som inte innebär offentliggörande i förväg av fasta indikationer för priser kan undantas från insynskravet före transaktionen.

Enligt förslaget är MTF-användarna professionella eller aktiva marknadsaktörer som handlar för egen räkning och på egen risk och som har förmåga att ta ansvar för sina investeringsbeslut. De förväntar sig inte att en MTF-plattform skall erbjuda dem agentskydd. Följaktligen berörs inte den typ av handel som bedrivs genom en MTF-plattform av uppförandekodex eller andra investerarskydd. Med tanke på detta anges i förslaget att MTF kommer att vara skyldigt att begränsa deltagandet till "godkända motparter" (*eligible counterparties*) (artikel 22).

Reglerade marknader omfattas av en bestämmelse som gör det möjligt för reglerade marknader att placera ut handelsskärmar eller driva andra system som gör det möjligt för medlemmar i andra medlemsstater att ha tillträde till och handla på den "reglerade marknaden". Avsikten är att en motsvarande rättighet erkänns för värdepappersföretag som driver MTF-plattformar i enlighet med friheten att tillhandahålla tjänster (artikel 29).

För att säkerställa att denna nya kategori av värdepappersföretag har gjort avsättningar för relevanta risker som är en följd av deras verksamhet kommer de vara skyldiga att inneha ett startkapital samt en ytterligare

kapitalbas i enlighet med direktiv 93/6/EEG (direktivet om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut). Vad gäller kapitalkrav och kapitaltillskott skall utvecklingen av det tillämpliga regelverket inom EU och i andra internationella fora beaktas, särskilt de regler som rör kapitalkraven för operationell risk.

I detta förslag har det inte ansetts nödvändigt att upprätta obligatoriska tillträdeskrav på de instrument som handlas genom MTF-plattformarna. En MTF-plattform är en renodlad handelsfunktion, vars deltagare kan fatta beslut om vilka specifika finansiella instrument som skall handlas. När ett instrument som även handlas på en reglerad marknad regelbundet handlas genom en MTF-plattform, bör systemet emellertid vidta nödvändiga mått och steg för att tillse att instrumentet och/eller emittenten iakttar offentliggörandeskyldigheten.

Internalisering. I förslaget föreslås en systematisk modernisering av de skyldigheter som åläggs värdepappersföretag när de utför transaktioner utanför de regler och system som gäller på en reglerad marknad eller ett multilateralt handelssystem. Denna översyn har föranletts av två skilda överväganden. Å ena sidan att lösa intressekonflikter som kan uppstå när integrerade värdepappersföretag som är både mäklare-handlare utför kundorder internt. Å andra sidan att på ett effektivt och välavvägt sätt hindra att handlares och mäklare-handlares utförande av order utanför börserna kan komma att underminera en effektiv prisbildning, och i så fall, potentiellt försvaga praxis i fråga om "bästa möjliga utförande".

Genom förslaget införs en ny separat bestämmelse om intressekonflikter som bl.a. täcker integrerade mäklar-handlares verksamhet (artikel 16). Denna bestämmelse syftar till att säkerställa att värdepappersföretagen organiseras så att kundernas intressen inte påverkas negativt av intressekonflikter mellan företagets mäklar- respektive handelsverksamhet. Enligt förslaget skall rättsligt bindande genomförandeåtgärder, som kommer att föreskriva vilka typer av administrativa och organisatoriska lösningar mäklare-handlare måste införa, att fastställas genom

kommittéförfarande.

Förslaget innebär också en förstärkning av kraven på bästa möjliga utförande (*best execution*) också i fråga om internalisering (artikel 19). Värdepappersföretagen kommer att bli skyldiga att visa att de har gjort största möjliga ansträngningar att uppnå bästa möjliga affär för kunden. Denna skyldighet begränsar möjligheterna för internt utförande till situationer där detta motsvarar eller förbättrar de villkor på vilka kundordern skulle kunna slutföras på en reglerad marknad eller på den bredare marknaden.

Till frågan om internalisering hör också mäklarens skyldighet att införa bestämmelser för hantering av kundorder (artikel 20). Genom dessa regler säkerställs att kundorder utförs utan dröjsmål och enligt objektiva företrädes- och prioritetsregler. Dessa bestämmelser syftar till att säkerställa att värdepappersföretagen vidtar aktiva åtgärder för att underlätta utförandet av kundordern, och att kundernas intressen inte påverkas negativt av egenmäktigt eller försumligt beteende från investeringsföretagets sida. Det föreslås dessutom att kunders limiterade order, som företaget inte klarar av att själv utföra på de villkor som avtalats, handlas på den vidare marknaden.

Insynsregler utgör de huvudsakliga metoder som föreslås för att säkerställa en effektiv prisbildning och upprätthålla principen om bästa möjliga utförande i en miljö där orderutförande sker på en rad marknader och i en rad system inom hela EU. Prisangivelser och närmare upplysningar om order utanför börserna som utförts av värdepappersföretag kan även innehålla information som är relevant för andra marknadsaktörers värdering av instrument. En kritisk fråga är i vilken utsträckning och i vilken form insynskrav skall åläggas värdepappersföretagens sätt att utföra order utanför börserna. Det grundläggande antagandet enligt förslaget är att regler om insyn före respektive efter transaktionen bör gälla för värdepappersföretags utförande av order utanför börserna såvida inte andra överväganden (minskad likviditet, kostnader för att efterleva reglerna) är viktigare än att iaktta reglerna om insyn (artikel 20.4 samt artikel 25 och 26).

1...1...5.

2.2.2 Skydd för investerare och värdepappersföretagen

Det föreslagna direktivet kommer att harmonisera auktorisationen och reglerna för sådana värdepappersföretags verksamhet som har sitt säte i EU. Genom det föreslagna direktivet görs en långtgående modernisering och skärpning av de krav som värdepappersföretag måste uppfylla när de erbjuder tjänster till kunder eller är verksamma på marknaden. Också de rättigheter som värdepappersföretagen ges i kraft av auktorisationen moderniseras. De relevanta bestämmelserna är bestämmelserna om villkor för auktorisation inklusive organisatoriska krav (artiklarna 4-14), allmänna villkor för verksamheten i värdepappersföretag inberäknat påvisandet av intressekonflikter och ledningsfrågor (artiklarna 15-17), värdepappersföretags skyldigheter när de tillhandahåller tjänster till kunder, inklusive uppföranderegler, skyldighet att utföra order på de villkor som är mest fördelaktiga för kunden och bestämmelser om hantering av kundorder (artiklarna 18-22), skyldigheter att vidmakthålla marknadseffektivitet och marknadsintegritet inklusive insynskrav (artiklarna 23-28) och bestämmelser som reglerar värdepappersföretagens rättigheter (artiklarna 29-32).

Dessa bestämmelser grundar sig till stor del på de gällande bestämmelserna. Förslaget innehåller dock vissa justeringar.

Kapitalkrav. I det nya investeringstjänstedirektivet föreslås en ändring av direktiv 93/6EEG i syfte att förtydliga att värdepappersföretag som omfattas av kravet på auktorisation och som endast tillhandahåller investeringsrådgivningstjänster skall var undantagna från krav i enlighet med direktivet om kapitalkrav. I artikel 62 föreslås att en fjärde strecksats läggs till artikel 2.2 i direktiv 93/6/EEG som förtydligar att värdepappersföretag som är auktoriserade att enbart tillhandahålla investeringsrådgivningstjänster inte skall betraktas som värdepappersföretag i den mening som avses i

investerings tjänstedirektivet. En särbehandling med avseende på kapitalkrav kan motiveras av att dessa enheter inte utgör en källa till motparts- eller systemrisk för andra marknadsaktörer. I och med att dessa enheter endast bedriver rådgivning utsätts kunderna inte för risken av en direkt förlust av kapital och tillgångar. De främsta regleringsriskerna i samband med denna verksamhet är de rättsliga / operationella risker som skulle kunna uppstå till följd av underlåtenhet att iakttä "tillbörlig noggrannhet" (*due diligence*) när investeringsrekommendationer ges till enskilda kunder. I förslaget föreslås att det införs en skyldighet att inneha en yrkesansvarsförsäkring för att hantera dessa risker och göra det möjligt för företaget att uppfylla eventuella skadeståndskrav gentemot kunder som tillerkänts ersättning till följd av bristfälliga rådgivningstjänster. Denna skyldighet och de belopp yrkesansvarsförsäkringen skall täcka grundas på motsvarande bestämmelser i direktivet om försäkringsförmedling.

Hantering av intressekonflikter. Genom förslagets artikel 16 föreskrivs en skyldighet för värdepappersföretagen att påvisa intressekonflikter som skulle kunna skada deras kunders intressen. Värdepappersföretagen blir enligt bestämmelsen skyldiga att antingen förhindra att intressekonflikter påverkar kundernas intressen negativt, eller att införa organisatoriska eller administrativa lösningar som gör det möjligt för dem att hantera dessa intressekonflikter på ett sådant sätt att kundernas intressen inte påverkas negativt. I bestämmelsen anges att detaljerade åtgärder som förtydligar detta skall fastställas genom kommittéförfarande. I de fall där företaget har försökt att hantera intressekonflikter genom införandet av organisatoriska lösningar men där det inte går att ge rimliga garantier för att sådana intressekonflikter inte längre skulle kunna skada kundernas intressen, skall företaget informera kunden om att det förekommer sådana kvarstående intressekonflikter.

Uppföranderegler för affärsverksamhet. I artikel 18 föreskrivs om gemensamma uppföranderegler för affärsverksamheten

som skall antas genom ett kommittéförfarande. I artikeln föreskrivs att reglerna skall göra åtskillnad mellan olika investeringstjänster och mellan professionella och privatkunder, efter som de kräver olika former och olika grad av skydd. I bilaga II till förslaget anges kriterier och förfaranden för att fastställa när en kund kan klassificeras som "professionell kund" med avseende på tillämpningen av de relevanta mindre betungande uppföranderegler. Detaljerade regler för genomförandet kommer också att tillämpas på olika sätt för investeringstjänster eller sidotjänster för investeringar och/eller på olika tjänsteformer eller instrument.

I fråga om filialverksamhet föreslås att den mottagande statens myndigheter tar ansvar för att uppföranderegler tillämpas. Värdepappersstatens myndighet befinner sig närmast filialen och har bättre förutsättningar att upptäcka och ingripa mot överträdelser av transaktionskyldigheter i relationen mellan företag och kund.

Bästa möjliga utförande. I artikel 19 föreskrivs om mäklare och mäklarehandlares skyldighet när det gäller frågan om bästa möjliga utförande. I den första delen av bestämmelsen fastställs en skyldighet för alla värdepappersföretag som bedriver verksamhet för kunders räkning att säkerställa att ordern utförs på de villkor som är de mest fördelaktiga för kunden. Till detta hänför sig också den i enlighet med direktivet behöriga myndighetens tillsynsskyldighet. Myndigheten är dock inte skyldig att kontrollera värdepappersföretaget har erhållit det mest fördelaktiga priset i fråga om samtliga transaktioner som företaget utför för sina kunders räkning. Den behöriga myndigheten skall kontrollera att värdepappersföretaget tillämpar förfaranden som maximerar sannolikheten för att dess kunder erhåller "bästa möjliga utförande" med avseende på de mest fördelaktiga villkor som kan uppnås på de olika transaktionsplatser som utgör marknaden. I bestämmelsen anges också vilka villkor som bör vara uppfyllda för att ett värdepappersföretag skall anses ha gjort rimliga ansträngningar för att uppnå bästa möjliga utförande för kundens räkning.

Företaget skall särskilt säkerställa att det har tillgång till ett tillräckligt antal olika transaktionskanaler som varaktigt tillhandahåller "bästa möjliga utförande".

Ett tredje moment i bestämmelsen är kravet att värdepappersföretagen regelbundet ser över de förfaranden de tillämpar för att uppnå "bästa möjliga utförande" för sina kunders räkning. Företagen bör löpande utvärdera och uppdatera de system de använder för att utföra kundorder i syfte att säkerställa att de ger bästa möjliga resultat för kundernas order. Enligt bestämmelsen förutses att detaljerade genomförandeåtgärder antas genom ett kommittéförfarande för att klargöra hur de viktigaste beståndsdelarna i detta nya test bör tolkas och tillämpas.

Bestämmelser om hantering av kundorder. I förslagets artikel 20 föreslås att värdepappersföretagen inför förfaranden som tillgodoser att kundorder hanteras rättvist och snabbt. Med rättvist och snabbt avses här inte enbart kvaliteten i utförandet av en given kundorder jämfört med villkoren på den bredare marknaden ("bästa möjliga utförande"), utan i förhållande till hur värdepappersföretaget hanterar andra kundorder eller sina transaktioner för egen räkning.

Enligt denna bestämmelse bör investeraren vara fullt medveten om olika befintliga kanaler genom vilka hans order kan komma att utföras. Information som ges till investeraren i förväg bör göra det möjligt för denne att göra en välgrundad bedömning av de potentiella riskerna och fördelarna med var och en av de tillgängliga kanalerna. I förslaget yttras att i de fall investeraren inte ger något besked skall dennes order styras till de kanaler, t.ex. reglerade marknader eller MTF-plattformar, som inte utgör hinder i fråga om skyddet av investerarens intressen. Därför bör kunden ge sitt uttryckliga godkännande innan hans order utförs på en annan marknad än en reglerad marknad eller MTF-plattform. Värdepappersföretaget skall besluta huruvida detta förhandsgodkännande skall erhållas på en generell basis från början av kundförhållandet eller för varje enskild transaktion.

I fråga om limiterade order, där kunden

preciserar villkor som gör att ordern inte kan utföras omedelbart, skall företaget vidta åtgärder för att underlätta ett så snabbt verkställande som möjligt – antingen genom att styra ordern till en reglerad marknad eller MTF-plattform, eller genom att offentliggöra denna limiterade order till marknaden på något annat sätt så att övriga marknadsaktörer ges möjlighet att handla på dessa angivna villkor.

Transaktioner med godtagbara motparter. Transaktioner på OTC-marknaden mellan finansiella institut och specialiserade handelsenheter (t.ex. råvaruhandlare) utförs i allmänhet mellan två huvudmän. Dessa transaktioner omfattas inte av tillämpningen av reglerna om skydd för affärsverksamhet eller affärsverksamhetsenheter. I det gällande direktivet klargörs emellertid inte vilka eventuella skyldigheter, om sådana finns, som gäller gentemot motparter vid en transaktion som inte inbegriper tillhandahållande av en tjänst till en kund. Det föreslås därför att denna typ av handelsrelation mellan motparter uttryckligen behandlas i direktivet om investeringstjänster.

I artikel 22 konstateras att de skyldigheter som enligt uppförandereglererna skulle gälla en kund inte tillämpas om det rör sig om en transaktion som inbegriper ett värdepappersföretag och en godtagbar motpart. Det skapar därför en skyddshamn för värdepappersföretag auktoriserade att handla med en population av "godtagbara motparter" utan att detta leder till att ombudsskyldigheter blir tillämpliga. Med godtagbara motparter avses i förslaget auktoriserade kreditinstitut, värdepappersföretag och försäkringsbolag samt andra lokalt etablerade enheter som medlemsstaterna utser.

Det faktum att en enhet ingår i kategorin godtagbara motparter påverkar inte dess rätt att av värdepappersföretaget kräva att bli behandlad som en kund och dra fördel av investerarskydd.

2.2.3 Direktivets tillämpningsområde

Det föreslås att direktivets tillämpningsområde skall utvidgas till att

omfatta investeringsverksamhet och handlarverksamhet som är finansiell till sin natur och som ofta erbjuds till investerare, kunder eller aktörer och/eller som ger upphov till investerar- eller marknadsorienterade risker som skulle kunna hanteras på ett lämpligt sätt genom tillämpning av investeringstjänstedirektivet. De mest betydande förändringarna förutom regleringen av multilaterala handelssystem (MTF-plattformar) som behandlats ovan är att investeringsrådgivning, finansiell analys och råvaruderivat införlivas i direktivets tillämpningsområde.

Investeringsrådgivning. Det föreslås att investeringsrådgivning skall erkännas som en självständig och allt viktigare finansiell verksamhet.

Investeringsrådgivare skulle omfattas i fortsättningen av investeringstjänstedirektivets krav i fråga om auktorisation och skyldigheter inklusive uppföranderegler. Företag som uteslutande är verksamma inom investeringsrådgivning kommer att kunna bedriva gränsöverskridande verksamhet eller verksamhet på distans för kunder i hela EU, men endast stå under tillsyn av myndigheterna i hemlandet.

Man har försökt att utforma förslaget så att införlivningen i regelverket inte innebär omotiverade eller oskäligt betungande krav på investeringsrådgivarna. Därför innehåller förslaget särskilt avpassade kapitalkrav för företag som bara tillhandahåller investeringsrådgivning.

Finansiell analys. När det gäller att tillhandahålla allmän investeringsrådgivning till kunder eller till allmänheten i form av finansiella analyser, forskningsrön eller i annan form, måste hög professionell och etisk standard gälla för att inte informationsmottagarnas intressen skall komma till skada. Genom att finansiell analys och forskning införlivas som en sidotjänst i direktivet förhindrar man att specialiserad och oberoende forskning omfattas av direktivet. Detta fokuserar lagstiftningen på företag som kombinerar forskning och analys med annan investeringsverksamhet på ett sådant sätt att det kan ge upphov till intressekonflikter.

1...1...5.

Råvaruderivat. Det föreslås att råvaruderivat också skall införlivas i det nya direktivet för att organiserad handel och förmedling av dessa instrument skall falla inom investeringstjänstedirektivets tillämpningsområde. Det faktum att råvaruderivat utelämnas i definitionen av finansiella instrument i det befintliga investeringstjänstedirektivet har haft följande effekter:

- värdepappersföretag kan inte dra nytta av tillståndet när det gäller gränsöverskridande handel med investeringstjänster i form av råvaruderivat, trots att direktivet om kapitalkrav kräver att företagen skall ha kapitalreserver som svarar mot alla exponeringar av handelslaget i råvaruderivat,

- specialiserade råvaruhandlare omfattas inte av rättigheterna och skyldigheterna i investeringstjänstedirektivet, och

- börser och andra handelssystem som bland annat är plattformar för organiserad handel med råvaruderivat kan inte förlita sig på bestämmelserna i direktivet om investeringstjänster när det gäller godkännande av distansmedlemmar eller tillhandahållande av handelskärmar.

I förslaget beaktas dock att det är mycket vanligt med erfarna handlare som är verksamma på marknaden för att skydda sig mot risker eller av affärsmässiga skäl, eller som enbart agerar för moderbolagets eller något dotterbolags räkning. De betraktar inte sig själva som marknadsgaranter eller handlare, och skall inte behöva genomgå auktorisation för att bedriva handel för egen räkning (artiklarna 2.2 och 2.8). Det föreslås att undantaget skall ses över inom 2 år efter det att direktivet har trätt i kraft.

2.2.4 Övriga huvudpunkter i förslaget

Clearing och avveckling. Förslaget till ändring av investeringstjänstedirektivet begränsas vad gäller clearing och avveckling till att klargöra rättigheterna för värdepappersföretagen och aktörerna på de reglerade marknaderna i form av tillträde till eller val av clearing- och avvecklingsmöjligheter som finns i andra medlemsstater (se artikel 32).

Behöriga myndigheter och tillsynssamarbete.

I förslaget ändras de gällande bestämmelserna om behöriga myndigheter tillsynssamarbete. Ändringarna baserar sig på följande grundläggande utgångspunkter:

- Klargörande av ansvarsfördelningen när det gäller att verkställa bestämmelserna i direktivet (artikel 45), dock utan att påverka tillsynsstrukturernas sammansättning i medlemsstaterna. I förslaget förutsätts dock att medlemsstaterna klart anger vilka behöriga myndigheter som ansvarar för att verkställa de enskilda bestämmelserna, för att dessa upplysningar skall kunna meddelas till andra medlemsstater. I kapitlet fastställs även de villkor (artikel 46.2) enligt vilka de behöriga myndigheterna kan delegera uppgifter till andra enheter, också självreglerande organ.

- Samordning av de behöriga myndigheternas befogenheter för att genomförandet skall vara lika effektivt på hela den integrerade finansmarknaden. Förteckningen över befogenheter (artikel 46) och administrativa påföljder (artikel 47) bygger på liknande bestämmelser som infördes i direktiven om prospekt och otillbörlig marknadspåverkan.

- Uppgradering av befintliga bestämmelser om informationsutbyte mellan nationella behöriga myndigheter och förstärkning av det bistånd och det samarbete som de är skyldiga att bidra med (artiklarna 51-55).

Kommittéförfarande. Kommissionen har genom ett beslut som fattades den 6 juni 2001 (2001/528/EG) inrättat en kommitté bestående av företrädare på hög nivå för de nationella myndigheterna, Europeiska värdepapperskommittén, som skall bistå kommissionen. På kommittén tillämpas det förfarande som föreskrivs i rådets beslut om de förfaranden som skall tillämpas vid utövandet av kommissionens genomförandebefogenheter (1999/468/EG). Kommittén skall säkerställa en konsekvent tillämpning av investeringstjänstedirektivet och en smidig uppgradering av verksamheten på den integrerade marknaden för finansiella tjänster.

Enligt förslaget till direktiv skall Europeiska värdepapperskommittén bistå kommissionen när det gäller genomförandeåtgärdernas tekniska detaljer. Det föreslagna direktivet består av 67 artiklar och i 20 av dessa

föreskrivs om användning av kommittéförfarande i varierande utsträckning.

Ett förfarande som motsvarar Europeiska värdepapperskommitténs genomförandebefogenheter är i bruk i bank- och försäkringsbranschen, där det har använts mycket sällan och då i också i fråga om tekniska justeringar. Dessutom ingår förfarandet i enlighet med handlingsplanen för finansiella tjänster i de redan avlämnade förslagen till nya direktiv om prospekt och otillbörlig marknadspåverkan. Användningen av kommittéförfarande i genomförandet av ändringar i EU-regleringen motiveras av att regleringen av marknaden för finansiella tjänster ibland är mycket detaljerad.

2.3. Rättslig grund

Förslaget till investeringstjänstedirektiv är viktigt med avseende på verksamheten på den inre marknaden. Förslagets rättsliga grund är artikel 47.2. i Fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen, vilket betyder att det i fördragets artikel 251 angivna medbeslutandeförfarandet skall iaktas.

2.4. Förhållande till andra gällande direktiv

Genom direktivet upphävs rådets direktiv 93/22/EEG om investeringstjänster inom värdepappersområdet (investeringstjänstedirektivet) och ändras direktiven 85/611/EEG, 93/6/EEG och 2000/12/EG.

3. Rättsliga och ekonomiska verkningar i Finland

Verkningar på lagstiftningen i Finland. Bestämmelser om de områden som behandlas i förslaget till direktiv ingår närmast i värdepappersmarknadslagen (495/1989), lagen om handel med standardiserade optioner och terminer (772/1988), lagen om värdepappersföretag (579/1996) och lagen om utländska värdepappersföretags rätt att tillhandahålla investeringstjänster i Finland (580/1996)

samt i de förordningar som utfärdas av finansministeriet i enlighet med bemyndigandena i lagarna och i Finansinspektionens föreskrifter. Enligt en preliminär bedömning medför direktivet ett flertal ändringar av bestämmelserna. Den största delen av ändringarna är dock preciseringar av redan gällande reglering.

De största ändringarna i värdepappersmarknadslagen som direktivet medför kan komma att gälla lagens indelning i handelsmetoder. Direktivet gör inte längre skillnad mellan fondbörser och andra reglerade marknader. Detta kan medföra ett behov att granska om indelningen av den offentliga handeln i fondbörser och annan offentlig handel längre är motiverad. Dessutom har den reglering som gäller börslistan, annan offentlig handel och s.k. andra handelsförfaranden drag av de reglerade marknader som avses i direktivet. Också den i lagens 2 kap. nämnda regelbundna fortlöpande informationskyldighet som gäller den som sätter värdepapper i omlopp måste kanske omprövas särskilt i fråga om gränsöverskridande parallellnotering. En eventuell ny indelning av handelsförfarandena kan leda till att det måste göras lagstiftningstekniska ändringar också i skattelagstiftningen.

Direktivet medför också ett behov att ändra den i lagen om värdepappersföretag avsedda indelningen i investeringstjänster och sidotjänster. I värdepappersföretagslagen finns inte heller bestämmelser om särskilda kapitalkrav för värdepappersföretag som endast tillhandahåller sidotjänster. Direktivet och uppdateringen av andra direktiv föranleder också ett behov att ändra lagen om utländska värdepappersföretags rätt att tillhandahålla investeringstjänster i Finland.

Ekonomiska verkningar. Ändringarna kommer att inverka på de finansiella marknadernas infrastruktur, börserna, värdepappersföretagen, företagens kapitalanskaffning, de privata placerarnas ställning och de nationella myndigheternas arbete. Möjligheterna att bedriva gränsöverskridande verksamhet på EU:s inre marknad förbättras, vilket för sin del ökar konkurrensen mellan de olika

marknadsplatserna och investeringstjänsteföretagen. Ändringarna är ägnade att skynda på utvecklingen mot en integrerad europeisk finansmarknad. De skapar bättre möjligheter än tidigare för finländska värdepappersföretag att erbjuda sina tjänster i andra EU-länder, men samtidigt kan också konkurrensen mellan marknadsaktörerna skärpas.

Med beaktande av helheten har en allmän integrering av de finansiella marknaderna enligt flera undersökningar positiva verkningar bl.a. genom att transaktionskostnaderna minskar och efterfrågan på värdepapper ökar. När transaktionskostnaderna sjunker förbättras också möjligheterna att sprida placeringarna. När placeringsinstrumentens likviditet ökar minskar skillnaden mellan instrumentens köp- och säljkurser. Likvida marknader kan utföra stora order utan att det inverkar nämnvärt på marknadspriset. Däremot har en stor transaktion på en illikvid marknad en betydande inverkan på priset och medför en s.k. likviditetskostnad för den som genomför transaktionen. Placerarna kräver därför en likviditetspremie för sådana placeringar. Ökad likviditet sänker företagets kapitalkostnader, eftersom det krävs en lägre likviditetspremie än tidigare för instrumentet. Ändringarna ökar konkurrensen mellan olika typer av marknadsplatser, vilket innebär att konkurrensen om var handeln med olika instrument sker skärps ytterligare. Detta kan inverka sänkande på de kostnader som marknadsplatserna uppbär av dem som emitterar värdepapper och av intermediärerna. Enligt förslaget skall det ställas ökade krav på insyn i fråga om de olika marknadsplatserna. Marknadsinsyn har en positiv inverkan på prisbildningen och bidrar till att marknaden är effektiv, vilket ökar kundernas förtroende och därför också likviditeten. Å andra sidan medför uppfyllandet av insynskraven kostnader för marknadsaktörerna. Hur stora kostnadseffekter det rör sig om beror till stor del på de detaljer som fastställs genom kommittéförfarande och på i vilken utsträckning marknadsaktörerna kan utnyttja sina befintliga system.

Direktivet innebär en viss ökning av

tillsynsmyndighetens uppgifter och kostnader. En exakt bedömning av de ekonomiska verkningarna är inte möjlig, eftersom verkningarna är indirekta. De kostnader som föranleds av Finansinspektionens verksamhet täcks med de tillsynsavgifter som tillsynsobjekten och de inrättningar som emitterar värdepapper betalar.

4. Statsrådets ståndpunkt

Allmänt taget anser statsrådet att förslaget till direktiv och målen för revideringen kan understödjas.

Innehållet i förslaget till direktiv motsvarar till stor del innehållet i det gällande direktivet. I förhållande till det gällande direktivet har dock tillämpningsområdet utvidgats. Förslaget innehåller också mer detaljerade regler än tidigare i fråga om regleringen av marknadsplatsernas verksamhet. På detaljnivå motsvarar förslaget inte till alla delar målet att införa gemensamma riktlinjer för handeln och marknadsaktörernas beteende. Statsrådet anser att man vid beredningen av förslaget skall försäkra sig om att direktivet inte leder till ineffektivitet. I denna bedömning måste man iakta förbättring av investerarskydd och kostnader för de aktörer som erbjuder investeringstjänster och marknadsplatserna. Dessa kostnader är i hög grad beroende av vilka genomförandebestämmelser som kommer att fastställas senare genom kommittéförfarande.

Enligt förslaget skall kommittéförfarande utnyttjas i stor utsträckning. Kommissionens förslag att flera artiklar i direktivet skall förtydligas och preciseras genom kommittéförfarande kan dock anses vara

godtagbart i de fall då åtgärderna är nödvändiga för att främja integreringen av de finansiella marknaderna. Att detta kan anses vara godtagbart beror i avsevärd grad på att det finns en bestämmelse om en begränsning av kommittéförfarandet, och en bestämmelse med detta innehåll också bör ingå i det slutliga direktivet. Däremot förhåller sig statsrådet reserverat till att kommissionen ges bemyndiganden som grundar sig på att regleringen i den ursprungliga bestämmelsen är otillräcklig. I fråga om de befogenheter som direktivet ger kommissionen bör man dessutom särskilt beakta de begränsningar av dessa befogenheter som föranleds av fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen.

Ett centralt mål för förslaget till direktiv är att främja konkurrensen på de finansiella marknaderna. Förslaget innehåller flera förslag som kan anses främja detta mål. Men förslaget innehåller också bestämmelser som kan anses hindra konkurrensen. Sådana bestämmelser är bestämmelserna om att med längre tidsfrist förnya kundernas godkännande att utföra deras order utanför de reglerade marknaderna och skyldigheten att offentlig-

göra köp- och säljorder för transaktioner med aktier som sker utanför reglerade marknader. Statsrådet förhåller sig reserverat till de bestämmelser som hindrar konkurrensen.

I förslaget ingår en stor grupp bestämmelser som skall gälla de behöriga myndigheter som avses i direktivet. Statsrådet anser att det är viktigt att man i anslutning till beredningen av förslaget beaktar hur förslagen överensstämmer med den nationella lagstiftningen i Finland och framför allt grundlagen.