

Finanstilsynet
Århusgade 110
2100 København Ø
Att. Christine Larsen



**FINANS
DANMARK**

Finanstilsynets vejledning om udførelse af kundeordrer

Resumé

Baggrunden for Finanstilsynets vejledning er efter Finans Danmarks vurdering grundlæggende, at markedsmisbrugsforordningen (MAR) ifølge Finanstilsynet ikke indeholder en udtrykkelig hjemmel til, at værdipapirhandleren kan foretage en loyal udførelse af en kundes ordre uden at risikere at blive straffet for medvirken.

Finans Danmark er ikke enig i denne fortolkning af MAR, og konsekvenserne er bekymrende, idet der nu skabes utrygge arbejdsvilkår for medarbejderne hos værdipapirhandlerne. Nedenfor fremgår, hvorfor værdipapirhandlere fortsat har og bør have mulighed for loyalt at udføre kundeordrer uden at risikere at blive straffet for medvirken.

I Finanstilsynets vejledning angives flere steder, at retstilstanden er usikker. Det finder Finans Danmark meget problematisk, da formålet med Finanstilsynets vejledning bør være at "vejlede" fremfor at skabe usikkerhed på et område, hvor medarbejdere risikerer fængselsstraf, hvis de foretager et forkert skøn.

Finans Danmark opfordrer til, at retstilstanden klarlægges af EU-Kommissionen, eventuelt ved en ændring af MAR, inden vejledningen offentliggøres.

Generelle bemærkninger

Baggrunden for Finanstilsynets vejledning er efter Finans Danmarks vurdering grundlæggende, at markedsmisbrugsforordningen (MAR) ifølge Finanstilsynet ikke indeholder en udtrykkelig hjemmel til, at værdipapirhandleren kan foretage en loyal udførelse af en kundes ordre uden at risikere at blive straffet for medvirken.

Finans Danmark er ikke enig i denne fortolkning af MAR.

Hørings svar

31. oktober 2018

Dok. nr. FIDA-1344658213-685544-v1

I værdipapirhandelslovens § 35, stk. 3, og 39, stk. 2, var der en særlig regulering af værdipapirhandlerens rolle i forbindelse med udførelse af kundeordrer, idet en værdipapirhandler loyalt kunne udføre en kundeordre uden at blive straffet for medvirken til kursmanipulation eller insiderhandel, selvom værdipapirhandleren havde mistanke om, at kunden ville overtræde forbuddet mod kursmanipulation eller insiderhandel (markedsmisbrug). Til gengæld skulle værdipapirhandleren indberette den pågældende kunde til Finanstilsynet, hvis denne havde mistanke om, at kunden ville begå markedsmisbrug. Finanstilsynet ville herefter iværksætte en undersøgelse af, hvorvidt der var tale om markedsmisbrug, og i givet fald politianmelde den pågældende kunde.

Formålet med bestemmelserne i værdipapirhandelsloven var at give trygge rammer for medarbejderne, når de skulle udføre ordrer på vegne af kunder i de tilfælde, hvor der kunne være tvivl om, hvorvidt en kunde ville begå markedsmisbrug. Det skyldes, at det kan være vanskeligt for en værdipapirhandler at vurdere, om en kunde vil begå markedsmanipulation, blandt andet fordi vurderingen heraf skal ske inden for meget kort tid.

Af bemærkningerne til lovforslag L13 2004/2005 til 35, stk. 3, fremgik:

"Bestemmelsen i stk. 3 viderefører den gældende regel om værdipapirhandleres sædvanlige handel i lovens § 35, stk. 3. Bestemmelsen i den gældende lov er dog ændret, således at loven bringes i overensstemmelse med markedsmisbrugsdirektivets indledende betragtning 18."

Markedsmisbrugsdirektivets (MAD) betragtning 18 er i alt sin væsentlighed videreført i betragtning 30 i MAR, hvorfor bemærkningerne til den nu ophævet værdipapirhandelslov stadig er relevant. I den forbindelse bemærkes, at EU-Kommissionen ikke har anfægtet den danske implementering af MAD som EU-stridig. Derfor må en værdipapirhandler fortsat efter Finans Danmarks vurdering loyalt kunne udføre en kundeordre uden at overtræde reglerne om insiderhandel - dog ikke for aktiviteter, der er klart forbudt efter MAR, jf. også ordlyden af præambel 30 samt artikel 9, stk. 2. Aktiviteter, der er klart forbudt efter MAR, kan være tilfælde, hvor værdipapirhandleren har såkaldt sikker viden.

Vurderingen underbygges af konceptet i MAR om forebyggelse og afsløring af markedsmisbrug, som kommer til udtryk i MAR artikel 16 (1) og 16 (2), hvoraf fremgår, at der er forskellige forpligtelser alt afhængig af, om der er tale om en markedsoperatør eller en person, som organiserer eller gennemfører transaktioner (værdipapirhandler).

Høringsvar

31. oktober 2018

Dok. nr. FIDA-1344658213-685544-

v1



Efter artikel 16 (1) skal **markedsoperatører og investeringselskaber**, der driver en markedsplads, fastlægge og opretholde effektive ordninger, systemer og procedurer, **som tager sigte på at forebygge** og afsløre insiderhandel, markedsmanipulation og forsøg på insiderhandel og markedsmanipulation.

Efter artikel 16(2) skal en person, der som led i sit erhverv organiserer eller gennemfører transaktioner, indføre og opretholde effektive ordninger, systemer og procedurer **med henblik på at afsløre og indberette** handelsordrer og transaktioner. Når den pågældende person har begrundet mistanke om, at en handelsordre eller transaktion vedrørende et finansielt instrument, hvad enten denne placeres eller afvikles på eller uden for en markedsplads, kunne udgøre insiderhandel, markedsmanipulation eller forsøg på insiderhandel eller markedsmanipulation, skal personen straks underrette den i stk. 3 omhandlede kompetente myndighed.

Af Finanstilsynets vejledning i afsnittet om betragtning 30 i MAR fremgår, at der er uoverensstemmelser mellem de forskellige sprogversioner af betragtningerne i MAR, og det konkluderes, at retsstillingen er usikker.

Betragtning 30 i MAR er helt central i forhold til at forstå en værdipapirhandlers mulige medvirkenansvar. Finans Danmarks finder det derfor yderst problematisk, at Finanstilsynet konkluderer, at retsstillingen er usikker, men til trods herfor lægger til grund, at der er sket en ændring af retstilstanden.

Det har den konsekvens, at vejledningen ikke vejleder klart om reglerne på dette område, men i stedet skaber utrygge rammer på et område, hvor medarbejdere kan risikere fængselsstraf.

I vejledningen fremgår f.eks., at det beror på en **konkret** vurdering, hvorvidt en værdipapirhandler kan ifalde medvirkenansvar, og at retsstillingen er usikker.

Yderligere eksempler:

Side 3:

"Da oversættelserne ikke er ens, og da der kun er tale om en betragtning, må det lægges til grund, at retsstillingen er usikker."

Hørings svar

31. oktober 2018

Dok. nr. FIDA-1344658213-685544-

v1



Side 5:

"Det er derfor meget usikkert, om en værdipapirhandler kan påberåbe sig selvin-krimineringsforbuddet som tilstrækkelig undskyldning for manglende indberet-ning".

Det er derimod mere tvivlsomt, hvad der gælder, når en værdipapirhandler har enten mistanke eller sikker viden på tidspunktet, hvor ordren udføres.

Side 6:

"Heller ikke i tilfælde, hvor der alene foreligger en mistanke om, at en kunde vil begå insiderhandel eller markedsmanipulation, kan værdipapirhandleren vide sig sikker på ikke at ifalde ansvar, da uagtsom medvirken netop også kan straf-fes."

Finans Danmark opfordrer på den baggrund til, at Finanstilsynet foranlediger, at retstilstanden klarlægges af EU-Kommissionen, eventuelt ved en ændring af MAR, inden vejledningen offentliggøres. Herved sikres også et level playing field på tværs af EU-landene.

I den forbindelse bemærkes, at alle sprogversioner af EU-lovgivningen har samme retskildeværdi og lægges til grund for udenlandske virksomheders age-ren i det danske marked.

Finans Danmark opfordrer til, at der iværksættes en ny høringsrunde, når der er sket afklaring af de problemstillinger, der er fremhørt i høringsprocessen.

Specifikke bemærkninger

Finans Danmark har derudover følgende bemærkninger.

Overskrift

Finans Danmark foreslår, at overskriften til vejledningen ændres til *"Vejledning for værdipapirhandleres indberetningspligt i henhold til markedsmisbrugsforordnin-gen"*, idet den nuværende overskrift kan associeres med reglerne om best exe-cution.

Anvendelsesområde, struktur og definitioner

Vejledningen bør indledes med et afsnit om anvendelsesområdet i forhold til, hvilke finansielle instrumenter, der er omfattet af vejledningen, herunder en be-skrivelse af, hvilke myndigheder, der skal modtage en underretning om mistæn-kelige transaktioner. Vejledningen synes afgrænset til de typer af sager, hvor Fi-nanstilsynet er kompetent myndighed, men denne vurdering er umiddelbart ikke

Hørings svar

31. oktober 2018

Dok. nr. FIDA-1344658213-685544-
v1



lige til, hvis der sker handel med finansielle instrumenter, der er optaget til handel uden for Danmark eller EU/EØS.

Det bør fremgå eksplicit af vejledningen, at et investment firm (Fondsmæglerselskab jf. lov om kapitalmarkeder) ikke kan anses for at medvirke til markedsmissbrug, når investment firmet alene stiller et "system" til rådighed (netbank eller DMA) for deres kunder, uanset at en kunde benytter "systemet" til markedsmissbrug, medmindre investment firmet er vidende om, at kunden begår markedsmissbrug. I dette tilfælde vil investment firmet have en forpligtelse til at lukke for kundens adgang til "systemerne".

Vejledningen beskriver værdipapirhandlerens kontakt med kunder, men "kunder" er ikke nærmere defineret i vejledningen. En værdipapirhandler kan have kontakt med flere forskellige typer af kunder, fx institutionelle kunder og detailkunder. Det bør fremgå af vejledningen, om kundetyper har betydning for, hvorledes værdipapirhandleren skal agere.

Finanstilsynet opererer med begrebet sikker viden. Beskrivelsen af dette begreb bør uddybes, herunder med beskrivelse af indikatorer, som værdipapirhandleren kan anvende som fortolkning, og det bør i den forbindelse bemærkes, at det altid vil bero på en **konkret vurdering**, hvorvidt en værdipapirhandler har **sikker viden** om, at kunden forsøger at overtræde forbuddene mod markedsmissbrug.

Endvidere bør det fremgå, at denne konkrete vurdering skal foretages af værdipapirhandleren inden for et meget kort tidsrum, og at en forkert vurdering fra værdipapirhandlerens side potentielt kan medføre et erstatningsansvar over for kunden, hvis handlen ikke bliver gennemført.

Ligeledes bør det fremgå, at mange kunder kan have en fejlagtig opfattelse af karakteren af den viden, de er i besiddelse af og de termer, der bruges herom.

De sager, som umiddelbart virker som oplagte forsøg på markedsmissbrug, er i realiteten ganske vanskelige at vurdere for værdipapirhandleren. Denne usikkerhed bør komme værdipapirhandleren til gode ved vurderingen af, om der foreligger "sikker viden", hvilket bør fremgå af vejledningen.

Ansvarssubjekterne - fysisk/juridisk person

Vejledningen bør opdeles således, at der er en beskrivelse af underretningspligten henholdsvis ansvarsreglerne for værdipapirhandlerne som en fysisk person og en beskrivelse af underretningspligten og ansvarsreglerne for den juridiske person.

Hørings svar

31. oktober 2018

Dok. nr. FIDA-1344658213-685544-

v1



Denne opdeling er særlig relevant, når reglerne i retssikkerhedsloven om selvinkriminering beskrives. Særligt bør der være en beskrivelse af, om banken har en forpligtelse til at anmelde en medarbejder for medvirken til markedsmisbrug, hvis banken bliver bekendt med, eller har stærk mistanke om, at værdipapirhandleren har medvirket til markedsmisbrug, fx som følge af den automatiske overvågning, efterforskning, gennemgang af e-mails eller telefonsamtaler.

Ansvar ved begrundet mistanke

Finanstilsynet bør i vejledningen angive, hvilke konkrete fakta, der kan underbygge, at en mistanke kan karakteriseres som *begrundet* mistanke, og derfor er omfattet af underretningspligten.

Finans Danmark er af den opfattelse, at såfremt der foreligger begrundet mistanke (når ordren gennemføres) kan et medvirkenansvar **alene** komme på tale, såfremt der **ikke** sker underretning om den mistænkelige transaktion, hvilket bør fremgå klart af vejledningen.

I figur 2 bør ordlyden i boksen "Mistanke (når ordren udføres)" ændres til "Begrundet mistanke jf. formuleringen i artikel 16 (2) i MAR.

Insiderhandel/markedsmanipulation

Vejledningen bør opdeles, således at der er en beskrivelse af, hvad der gælder i forhold til insiderhandel og handel, som involverer manipulation. Efter vores opfattelse er der stor forskel på, hvilke krav man kan stille til dealeren for at identificere, om en kunde har intern viden, eller om kunden udøver manipulation. Snak om viden kan være en ting, men snak om fastsættelse af pris mv. er noget andet.

Retspraksis

Af vejledningen fremgår på side 6, at der ikke foreligger retspraksis om MAR sammenholdt med § 23 i straffeloven. Finans Danmark deler ikke denne opfattelse. Eksempelvis forholder Parken-sagen sig til MAR og § 23 i straffeloven, idet retten forholdt sig til, om forhold, der var strafbart efter værdipapirhandelsloven, også var strafbart efter MAR.

Vi står gerne til rådighed, hvis bemærkningerne giver anledning til spørgsmål eller kommentarer.

Med venlig hilsen

Stefan Munch Goffredsen

Direkte: +45 3370 1074
Mail: smg@fida.dk



Hørings svar

31. oktober 2018

Dok. nr. FIDA-1344658213-685544-
v1