

Kandidatafhandling:

Finansiel rådgivning
– i lyset af EU's MiFID-regler

Anja Kildahl 10. semester

Erhvervsjura, Aalborg Universitet, 29. maj 2008

.....	3
FORORD	4
1. INDLEDNING	5
2. PROBLEMFORMULERING	6
2.1. PROBLEMFORMULERING.....	6
3. AFGRÆNSNING	7
4. METODE	8
5. RETSKILDER OG LITTERATUR	9
5.1. RETSKILDER.....	9
5.2. LITTERATUR OG AFGØRELSER.....	10
6. UDENLANSK LITTERATUR	10
6.1. LITTERATUR OG DOMME.....	10
7. MIFID-DIREKTIVET	11
7.1. OPSUMMERING.....	12
.....	12
8. VÆRDIPAPIRHANDLER	13
8.1. RÅDGIVERANSVAR.....	16
8.2. FINANSIEL RÅDGIVNING.....	17
8.3. INVESTORBESKYTTELSE.....	21
8.4. KEND DIN KUNDE-PRINCIPPET.....	23
8.4.1. KUNDEKATEGORIER.....	23
8.4.2. EGNETHEDSVURDERING.....	24
8.4.3. KUNDENS FINANSIELLE SITUATION.....	24
8.4.4. KUNDENS KENDSKAB TIL INVESTERINGSPRODUKTER.....	25
8.4.5. KUNDENS HOLDNING TIL RISIKO.....	25
8.4.6. TIDSHORISONTEN.....	26
8.4.7. HENSIGTSMÆSSIGHEDSVURDERING.....	27
8.4.8. RISIKOSPREDNING.....	27
8.5. OPSUMMERING.....	28
9. UDFØRELSE AF HANDLER	30
9.1. DØRSALG.....	35
9.2. BEST EXECUTION.....	36
DIAGRAM 1 – BEST EXECUTION.....	38
9.3. EXECUTION ONLY.....	39
DIAGRAM 2 – EXECUTION ONLY – SIMPLE INVESTERINGSPRODUKTER.....	39
.....	39
DIAGRAM 3 – EXECUTION ONLY – KOMPLEKSE INVESTERINGSPRODUKTER.....	40
9.4. OPSUMMERING.....	40
10. AFSLUTTENDE ANALYSE OG PERSPEKTIVERING	42
11. RESUMÉ PÅ TYSK	44
12. KILDEFORTEGNELSE	46
12.1. DIREKTIV.....	46

12.2. FORORDNING.....	46
12.3. LOVE.....	46
12.4. BEKENDTGØRELSER.....	46
12.5. BØGER.....	46
12.6. INTERNET-SIDER.....	46
12.7. AFGØRELSER.....	47
12.8. DOMME.....	47
12.9. UDENLANSK INTERNET-SIDER.....	47
12.10. UDENLANDSKE DOMME.....	48

FORORD

Kandidatafhandlingen er et resultat af afgangseksamen på erhvervsjurastudiet ved Juridisk Institut under det Samfundsvidenskabelige Fakultet på Aalborg Universitet og afleveret til bedømmelse den 29. maj 2008.

I den forbindelse vil jeg gerne rette en særlig tak til min vejleder dr. Jur. Professor Erik Werlauff for at have udvist et stort engagement.

Afhandlingens titel er *”Finansiel rådgivning – i lyset af EU’s MiFID-regler”*

På trods af råd og vejledning påhviler ansvaret for projektet alene forfatteren.

Aalborg, maj 2008

Anja Kildahl

1. INDLEDNING

MiFID-direktivet har gennem en årrække været undervejs og den 1. november 2007 implementerede alle medlemslandene af det europæiske samarbejde direktivet i national ret.

Handlen på de finansielle markeder, hvor der tilbydes et stadigt mere komplekst og vidtrækkende sæt tjenesteydelser og instrumenter, er forøget markant de senere år, hvorfor MiFID-direktivet skal sikre ensartethed og en sund konkurrence værdipapirhandlerne imellem på tværs af landegrænserne i de lande, der deltager i det finansielle samarbejde.

Som en del af MiFID-direktivet, er der kommet skærpede regler for, hvornår en virksomhed må yde rådgivning og hvorledes rådgivningen skal finde sted.

Værdipapirhandleren skal handle redeligt og professionelt og skal på bedste vis varetage kundens tarv, hvilket gøres ved hjælp af ”kend din kunde”-princippet.

Kend din kunde-princippet består af flere metoder til at afdække kundens finansielle situation, kendskab til investeringsprodukter, risikovillighed og den ønskede tidshorisont for investeringen.

Tidligere har det været ganske svært for investorerne at få et nøjagtigt overblik over investeringsmulighederne, hvorfor MiFID-direktivet i dag forpligter værdipapirhandlerne til at indberette transaktioner af værdipapirer og offentliggørelse af priser på aktier optaget til handel på et reguleret marked. Herved skabes der gennemsigtighed for investorerne både før og efter handlen.

2. PROBLEMFORMULERING

2.1. PROBLEMFORMULERING

En af de grundlæggende ændringer, der kommer som følge af MiFID-direktivet, er måden, hvorpå værdipapirhandlere skal rådgive deres kunder. Som en del af rådgivningen, skal kunderne deles op i forskellige kategorier alt efter kendskab til handel med finansielle instrumenter og efterfølgende udarbejdes en egnethedsvurdering på den enkelte kunde. Et redskab, der skal tilsikre kunden en bedre og mere reel rådgivning og ikke mindst en mere gennemskuelig handel. MiFID-reglerne lægger et langt større ansvar over på den enkelte værdipapirhandler og disse kan nu i højere grad end tidligere gøres ansvarlige for mangelfuld og ukorrekt rådgivning, såfremt kunden har lidt et økonomisk tab herved eller kan påvise en tabt fortjeneste.

På denne baggrund er formålet med projektet, at undersøge konsekvenserne for finansiel rådgivning efter MiFID-reglernes implementering i dansk ret, samt at se nærmere på tidligere afgørelser i lyset af MiFID-direktivet.

Ud fra ovenstående problemstilling, vil dette projekt derfor have følgende problemformulering:

”Finansiel rådgivning – i lyset af EU’s MiFID-regler”

3. AFGRÆNSNING

Afhandlingen er baseret på MiFID-direktivet og vil nærmere betegnet omhandle direktivets del om finansiel rådgivning. Da alle medlemslandene af det finansielle samarbejde har implementeret MiFID-direktivet, er udgangspunktet for alle lande ens. Medlemslandene omfatter EU-landene, samt Norge, Island og Liechtenstein. Nogle af landene har indsat yderligere krav, hvorfor denne afhandling tager udgangspunkt i dansk ret. Gennem afhandlingen vil der blive gjort brug af tidligere retsafgørelser og afgørelser afsagt af pengeinstitutankenævnet i Danmark, såvel som der vil blive gjort brug af nogle tyske domme afsagt af Bundesgerichtshof.

Når der i projektet tales om ”kunder” menes detail-kunder, da dette er den gruppe af kunder, der opnår den største beskyttelse gennem MiFID-direktivet, hvorfor der tages udgangspunkt i denne gruppes krav og behov.

Handelsafsnittet omfatter handel med finansielle instrumenter, herunder handelsudførelsen, dørsalgsloven, best execution og execution only.

4. METODE

I metodeafsnittet gives et overblik over de overvejelser, jeg har gjort mig om, hvorledes problemstillingen vil blive behandlet på bedste vis. Afsnittet giver et billede af, hvad ønsket er med det enkelte afsnit og hvad det bidrager til den samlede afhandling.

Afhandlingen vil indledningsvist omhandle MiFID-direktivet, hvorved der gives et indblik i udarbejdelsen og formålet med direktivet.

I det følgende afsnit, vil der blive gjort rede for, hvad det vil sige, at være værdipapirhandler, hvilket ansvar denne har, samt konsekvenserne af ukorrekt rådgivning. Hvad det vil sige at yde finansiel rådgivning og hvilken beskyttelse, kunderne har krav på. Endvidere vil der blive gjort rede for ”kend din kunde”-princippet, herunder begreberne egnethedsvurdering og hensigtsmæssighedsvurdering.

Hernæst vil reglerne for indberetning af transaktioner med værdipapirer og bindende prisstillelser på aktier blive behandlet og der vil blive gjort rede for begreberne ”dørsalg”, ”best execution” og ”execution only”.

Efter behandlingen af de ovenfor nævnte afsnit, vil disse blive diskuteret. Herunder specielt de to hovedafsnit, der omhandler finansiel rådgivning og handel.

Endeligt vil der i den afsluttende analyse blive samlet op på de forskellige afsnit og der laves en perspektivering af MiFID-direktivet i forhold til de muligheder, der skabes ved et fælles samarbejde i EU.

Efter den afsluttende analyse, vil et resumé af afhandlingen være at finde på tysk.

5. RETSKILDER OG LITTERATUR

5.1. RETSKILDER

De primære retskilder for afhandlingen er direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF¹ og forordning nr. 1287/2006 af 10. august 2006 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår registreringsforpligtigelser for investeringsselskaber, indberetning af transaktioner, markedsgennemsigtighed, optagelse af finansielle instrumenter til handel samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv².

Endvidere benyttes bekendtgørelserne om ”lov om finansiell virksomhed nr. 1413” af 10/12/2007³, ”lov om værdipapirhandel m.v. nr. 1077” af 04/09/2007⁴, ”investorbeskyttelse ved værdipapirhandel nr. 809” af 29/06/2007⁵, ”investeringsrådgiveres ansvarsforsikring nr. 1528” af 13/12/2007⁶, ”om hvilke fysiske og juridiske personer der kan udføre tjenesteydelser i forbindelse med værdipapirhandel på erhvervsmæssigt grundlag uden tilladelse efter lov om finansiell virksomhed nr. 440” af 11/05/2007⁷, ”om bindende prisstillelser på aktier samt gennemsigtighed for handel med værdipapirer nr. 1178” af 11/10/2007⁸, ”om indberetning af transaktioner med værdipapirer nr. 1189” af 10/10/2007⁹ og ”om udarbejdelse og udbredelse til offentligheden af visse investeringsanalyser nr. 1234” af 22/10/2007¹⁰.

Herudover gøres brug af den danske værdipapirhandelslov¹¹ og lov om finansiell virksomhed¹², da disse stadig finder anvendelse på trods af indførelsen af MiFID-direktivet.

¹ Herefter benævnt direktiv 2004/39

² Herefter benævnt forordning 1287/2006

³ Herefter benævnt LBK 1413/2007

⁴ Herefter benævnt LBK 1077/2007

⁵ Herefter benævnt BEK 809/2007

⁶ Herefter benævnt BEK 1528/2007

⁷ Herefter benævnt BEK 440/2007

⁸ Herefter benævnt BEK 1178/2007

⁹ Herefter benævnt BEK 1189/2007

¹⁰ Herefter benævnt BEK 1234/2007

¹¹ Herefter benævnt VHL

¹² Herefter benævnt LFV

5.2. LITTERATUR OG AFGØRELSER

MiFID-direktivet er ganske nyt, men på trods heraf, er der allerede udkommet bøger i Danmark, der indeholder afsnit omkring direktivet.

På hjemmesiderne for finansrådet, retsinformation og pengeinstitutankenævnet kan artikler og bekendtgørelser findes, samt afgørelser, afgjort før direktivets indførelse. Disse vil blive anvendt, når det findes relevant, for at illustrere forskelle og ligheder mellem, hvordan en sag blev afgjort tidligere og hvordan den fremover vil blive afgjort efter MiFID-direktivet.

Egentlig domspraksis eksisterer endnu ikke i Danmark, da direktivet endnu er meget nyt og forhold der relaterer sig til handler og rådgivning sket før den 1. november 2007, afgøres stadig efter de gamle ”god skik”-regler.

Den eksisterende litteratur er anvendt og benævnt, når det er fundet relevant undervejs i udarbejdelsen af afhandlingen og vil sidst være angivet under litteraturlisten bagerst. I litteraturlisten vil alle kilder være uddybet nærmere og henvisningerne er udarbejdet efter princippet navn, titel, udgivelsesår og de vil være opdelt i direktiver, forordninger, love, bekendtgørelser, bøger, internet-sider, artikler, afgørelser, domme og udenlandske internet-sider, artikler og domme.

6. UDENLANSK LITTERATUR

6.1. LITTERATUR OG DOMME

Anvendelsen af udenlandske domme forudsætter, at flere betingelser skal være opfyldt. Værdien af et udenlandsk fortolkningsbidrag afhænger af, om den udenlandske afgørelse er afgjort i et retssystem, der er sammenligneligt med det danske. Endvidere må retstilstanden og den juridiske tankegang ikke afvige markant.

Tidligere lignede det danske og det tyske retssystem i høj grad hinanden på det finansielle område, men i dag bygger de på det samme EU-direktiv, hvorfor tyske domme kan anvendes i afhandlingen, dog skal det understreges, at danske afgørelser vægtes tungere end udenlandske. Jf. *Lex superior-princippet*.

7. MIFID-DIREKTIVET

I 2007 blev implementeringen af MiFID-direktivet gennemført og reglerne trådte i kraft 1. november samme år. MiFID er en forkortelse for ”Markets in Financial Instruments Directive”, som er oversat til ”Direktivet for markeder for finansielle instrumenter”.

MiFID-direktivet, direktiv 2004/39, er baseret på den fællesskabsretlige regulering af investeringstjenesteydelser, der blev lagt med direktiv 93/22/EØF også kaldet investerings servicedirektivet, som nu er blevet erstattet af det nye direktiv.

MiFID-direktivet består af et rammedirektiv, der dels udfyldes af en EU-forordning, dels af et såkaldt niveau 2 direktiv. I forordningen er fastsat hvorledes og hvor hurtigt bankerne skal gøre deres handler offentligt tilgængelige.

Niveau 2 direktivet stiller krav til, hvilken beskyttelse investorerne skal have og hvordan bankerne skal organisere deres handler med værdipapirer. Kravene i niveau 2 direktivet er blevet implementeret i national ret i medlemslandene af det finansielle samarbejde.

Landene har ved indarbejdelsen kunnet lave uforudsete ændringer af kravene, fx ved at stille flere krav end der var belæg for i direktivet. For at mindske denne risiko, har EU indsat en særlig bestemmelse i artikel 4 i niveau 2 direktivet.

Bestemmelsen kræver, at såfremt et medlemsland ønsker at stille yderligere krav, skal de stå i rimelig proportion til de risici, kravene skal håndtere. Samtidig skal de risici, medlemslandet vil håndtere med de yderligere krav, være særligt begrundet i medlemslandets markedsstruktur eller først være opstået eller konstateret efter gennemførelsen af niveau 2 direktivet. Endvidere må der ikke være anden EU-lovgivning, der regulerer disse risici. Danmark har ikke indført supplerende særkrav¹³.

MiFID er et EU-direktiv, der skal sikre ens regler for handel med finansielle instrumenter på tværs af landegrænserne i EU. Direktivet blev indført i de 27 EU-lande, samt Island, Norge og Liechtenstein¹⁴.

¹³ www.ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm

¹⁴ www.wikipedia.org/wiki/MiFID

MiFID-direktivet udvider kredsen af investeringsserviceaktiviteter, der fremover kun kan udføres af investeringsselskaber og pengeinstitutter og omfatter således en række nye finansielle instrumenter, herunder råvareindustrien, der dog har været omfattet af den danske lovgivning i en årrække.

Forordning 1287/2006 indeholder bl.a. bestemmelser om transaktioner i forbindelse med en individuel aktie i en porteføljehandel og volumenvægtede transaktioner til gennemsnitspris, registrering af transaktioner, indberetning af transaktioner, krav om gennemsigtighed førhandlen, efterhandelsgennemsigtighed for regulerede markeder, fælles bestemmelser om gennemsigtighed før og efter handel.

Reguleringsformen betyder, at bl.a. reglerne om gennemsigtighed før og efter handlen er fuldstændig ens medlemstaterne imellem, hvilket nu giver investorerne mulighed for at gennemskue deres investeringer i langt højere grad end tidligere.

7.1. OPSUMMERING

MiFID-direktivet blev implementeret i nationalret den 1. november 2007 i de 30 medlemslande og skal fremover være med til at styrke et fælles samarbejde på tværs af landegrænserne i medlemslandene af det finansielle samarbejde.

Samarbejdet skal være med til at skabe en bedre investorbeskyttelse og mere gennemsigtighed, når der handles på de finansielle markeder.

8. VÆRDIPAPIRHANDLER

Jf. LBK 1413/2007 § 343 a skal alle virksomheder, der yder investeringsrådgivning have en tilladelse som investeringsrådgiver. Bestemmelsen undtager dog finansielle virksomheder som fx pengeinstitutter, realkreditinstitutter og forsikringsselskaber Jf. § 5 stk. 1 i bekendtgørelsen, herudover rådgivning der ydes datterselskaber og moderselskaber, rådgivning der alene vedrører medarbejderordninger mm.

I LBK 1077/2007 § 4 er en værdipapirhandler, en virksomhed der har tilladelse som pengeinstitut, såfremt disse virksomheder har tilladelse efter lov om finansiell virksomhed § 9, stk. 1, samt finansielle virksomheder, der har tilladelse som fondsmæglerselskab. Ligeledes gør § 9, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed sig gældende for realkreditinstitutter og investeringsforvaltningsselskaber, såfremt de har en tilladelse.

Kreditinstitutter, investeringsselskaber og administrationselskaber, der har tilladelse i et andet land inden for EU eller et af de andre lande, der er med i fællesskabet på det finansielle område og udøver værdipapirhandel enten gennem en filial eller ved at yde tjenesteydelser her i landet, forstås Jf. § 30 og henholdsvis § 31 i lov om finansiell virksomhed, som værdipapirhandler. For selvsamme selskaber, der har tilladelse i et land uden for EU og de andre lande, der deltager i det finansielle samarbejde og udøver værdipapirhandel enten gennem en filial eller yder tjenesteydelser er, ifølge § 1, stk. 3, henholdsvis § 33 i lov om finansiell virksomhed, en værdipapirhandler.

Jf. BEK 809/2007 ved værdipapirhandel § 5 stilles der krav om, at værdipapirhandleren skal handle redeligt og professionelt. Bestemmelsen supplerer § 43 i LFV, som siger, at finansielle virksomheder og finansielle holdingvirksomheder skal drives i overensstemmelse med redelig forretningskik og god praksis inden for virksomhedsområdet.

De agtsomhedsnormer, der fastlægges i bekendtgørelsens § 5 og generalklausulerne i VHL og LFV, må forstås som et professionsansvar i den strenge ende af culpaskalaen og værdipapirhandleren kan derfor gøres erstatningsansvarlig, såfremt denne ikke handler i overensstemmelse med bekendtgørelsens § 5 og LFV § 43.¹⁵

¹⁵ Børs- og kapitalmarkedsret afsnit 3.2.1.

Ifølge § 2 BEK 1528/2007 er det en betingelse for at udøve virksomhed som investeringsrådgiver, at der foreligger en erklæring fra et forsikringsselskab om,

- 1) at virksomheden er dækket af en ansvarsforsikring,
- 2) at forsikringsselskabet hæfter umiddelbart over for skadelidte for det erstatningsansvar, virksomheden ifalder ved uagtsomt forhold udvist af virksomheden eller nogen, denne hæfter for,
- 3) at ansvarsforsikringen dækker virksomhedens aktiviteter i alle lande inden for Den Europæiske Union og lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område og
- 4) at ansvarsforsikringens dækningssum er på mindst 1 mio. euro pr. skadestilfælde pr. forsikringsår og på mindst 1,5 mio. euro for alle skadestilfælde pr. forsikringsår med en selvrisiko på højst 50.000 kr. pr. forsikringsbegivenhed, Jf. dog stk. 2.

Endvidere stiller MiFID-direktivet mere detaljerede og skærpede krav til, hvordan værdipapirhandlere skal være organiserede for at måtte udøve erhvervet. Overordnet skal der være tre organisatoriske funktioner nemlig risikostyring, intern revision og compliance.

- Risikostyring skal måle og styre risici inden for kreditrisiko, markedsrisiko, likviditets risiko og operationel risiko¹⁶.
- Intern revision tager sig udvalgte væsentlige revisionsområder i et pengeinstitut, som er engagementer, markedsrisikoområdet, herunder afledte finansielle instrumenter og IT-området¹⁷.
- Compliance skal sørge for at gældende love, regler og etiske standarder bliver overholdt og inkorporeret i virksomhedens forretningsgang.

Herudover skal der være en relevant ledelsesrapportering, som skal indeholde følgende:

En beskrivelse af virksomhedens hovedaktiviteter, beskrivelse af usikkerhed ved indregning og måling, så vidt muligt med angivelse af beløb, beskrivelse af usædvanlige forhold, der kan have påvirket indregningen eller målingen, så vidt muligt med angivelse af beløb, redegørelse

¹⁶ Dansk Bankvæsen s. 280-322

¹⁷ Dansk Bankvæsen s. 342-352

for udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold, omtale af betydningsfulde hændelser, som er indtruffet efter regnskabsårets afslutning, beskrivelse af virksomhedens forventede udvikling, herunder særlige forudsætninger og usikre faktorer, som ledelsen har lagt til grund for beskrivelsen, beskrivelse af virksomhedens vidensressourcer, hvis de er af særlig betydning for fremtidig indtjening, beskrivelse af de særlige risici, herunder forretningsmæssige og finansielle risici, som virksomheden kan påvirkes af, beskrivelse af forsknings- og udviklingsaktiviteter i eller for virksomheden og omtale af filialer i udlandet.

Ledelsens årsberetning skal herudover give en beskrivelse af årets resultat sammenholdt med den forventede udvikling ifølge den seneste offentliggjorte årsrapport eller senere offentliggjorte forventninger og give en begrundelse for afvigelser i resultatet i forhold hertil. Beretningen skal indeholde en beskrivelse af virksomhedens finansielle risici og virksomhedens politikker for styring heraf og en femårig oversigt med hoved- og nøgletal. Endvidere skal beretningen indeholde forslag om udbytte.¹⁸

Sidst men ikke mindst kræver MiFID-direktivet, at der sker en relevant uddannelse af personalet, således at de altid har kendskab til love og regler på det område, de beskæftiger sig med.

Risikoen for, at der på investeringserviceområdet indtræffer interessekonflikter, der kan skade kundernes interesse, øges i takt med, at virksomhederne yder flere former for investeringserviceaktiviteter, samtidig med at værdipapirhandleren på et og samme tidspunkt agerer både finansiel rådgiver for kunden og sælger for banken. For at undgå den slags, skal der foreligge en politik, der indeholder en procedure for forebyggelse, identificering og håndtering af interessekonflikter. Det er altså ikke tilladt for et fondsmedlem at anbefale køb eller salg alene med indtjening for øje, som det skete i dommen **ZIP 1996.1161 BGH** fra Bundesgerichtshof¹⁹ i Tyskland, hvor en værdipapirhandler øgede omsætningen hos en kunde for at tjene på gebyrerne.

Klager investerede i terminsforretninger, men blev af indklagede ikke gjort opmærksom på gebyrets størrelse ved gennemførelsen af talrige successive terminsforretninger, hvorfor indklagede blev gjort erstatningsansvarlig, hvilket denne også ville blive da dag i Danmark.

¹⁸ Dansk Bankvæsen s. 260

¹⁹ Benævnes herefter BGH

¹⁹

8.1. RÅDGIVERANSVAR

I 2002 fik Finanstilsynet en ændring igennem i markedsføringsloven og samtidig opstod lov om finansiel virksomhed, hvoraf ”god skik”- reglerne fremkom Jf. LFV § 43. Som følge af MiFID-direktivet er der nu blevet lavet nogle ændringer i ”god skik”- reglerne for handel med værdipapirer, for at tilpasse sig fællesreglerne for de lande, der har implementeret MiFID-direktivet.

Da der kan opstå interessekonflikter, når en værdipapirhandler både skal være sælger for banken og samtidig skal rådgive kunderne, har kunderne muligheden for at klage til Pengeinstitutankenævnet, såfremt de ikke mener, de har fået den korrekte rådgivning. Der er dog krav om, at klageren skal have lidt et økonomisk tab eller kan påvise en tabt fortjeneste.

Pengeinstitutankenævnet påkender for rådgivning, kaution, garantier og andre bankforretninger både for detail-kunder og for erhvervs-kunder, såfremt forholdet i tilstrækkelig grad svarer til et detail-kundeforhold²⁰.

Hvis sagen rummer bevisspørgsmål, kan nævnet afvise, at tage stilling til sagen Jf. § 7 i ankenævnets vedtægterne. Nævnet har tidligere været meget tilbageholdende, når der skulle træffes afgørelser i sager om ansvar for tabsvoldende rådgivning, hvilket også var tilfældet i sagen **41/2007 af 30. august 2007** om ukorrekt investeringsrådgivning om investeringsbeviserne i Sparindex Japan Value. Klager blev af indklagede rådet til at købe aktier i henholdsvis Sparindex Japan Value og Sydinvest BRIK, da klager ønskede at opnå skattefrihed inden årsskiftet. Følgende viste det sig, at investeringsbeviserne i Sparindex Japan Value ikke var underlagt skattefrihed, hvorfor salget af aktierne ville medføre skattepligt og dermed et tab, som følge af rådgivningen. Klagen blev ikke taget til følge. Jf. BEK 809/2007 § 14, stk. 1, vil en finansiel rådgiver i dag ifalde erstatningsansvar, da denne ikke har rådgivet korrekt om skat i Sparindex Japan Value, hvilket må formådes at grunde i rådgiverens manglende kendskab til egne produkter.

Modsætningsvis findes også sager, hvor der må siges at være ydet korrekt rådgivning i forbindelse med skat, som det var tilfældet i sagen **60/2007 af 22. juni 2007** om undladelse af orientering om aktieavancebeskatningsloven. Klager mente, at han burde have været orienteret om ændringer i aktieavancebeskatningsloven af investeringsrådgiveren, hvilket investeringsrådgiveren

²⁰ Børs- og kapitalmarkedsret

veren dog undlod. Orientering om den slags lovændringer er ikke underlagt investeringsrådgiverens arbejde, hvorfor han med rette ikke blev gjort ansvarlig herfor.

Hvor mange sager der både tidligere og fremover vil nå frem til pengeinstitutankenævnet kan ikke siges, men det må formodes, at pengeinstitutterne vil forsøge at indgå forlig med kunderne, i de sager, hvor pengeinstituttet ved, de har begået en fejl, hvorved de undgår at få deres navn hængt ud offentligt.

En yderligere grund vil i fremtiden kunne være kundernes mulighed for at lave gruppesøgsmål. Den 1.1.2008 blev de nye regler om gruppesøgsmål indført i Danmark og allerede den 8. maj 2008 blev Danmarks første gruppesøgsmål godkendt af Østre Landsret. Søgsmålet er anlagt mod Sydbank A/S, Finanstilsynet, Fonden for BankTrelleborg og BankTrelleborg A/S²¹.

Sager som *58/1997 af 27. maj 1997* om aktieudvidelse i Commercial Holding (1), *86/1997 af 27. maj 1997* om aktieudvidelse i Commercial Holding (2), *224/1997 af 14. oktober 1997* om aktieudvidelse i Commercial Holding (3) og *83/1997 af 19. november 1997* om aktieudvidelse i Commercial Holding (4), samt dommen *U.2000.2176H af 6. juli 2000* om aktieudvidelse i Commercial Holding (5) vil efter den 1.1.2008 kunne anlægges som et gruppesøgsmål. Kravet til gruppesøgsmål er, at der skal være mere end to sagsøgere og der skal være ensartede krav, hvilket er opfyldt i afgørelserne vedrørende aktieudvidelsen i Commercial Holding. Sagerne omhandler aktieudvidelsen i Commercial Holding i begyndelsen af 1990, hvor aktionærerne blev tilbudt at ombytte deres aktier, samt at tegne nye aktier, såfremt man havde B-aktier. Den 1. februar 1990 blev der udsendt en fondsbørsmeddelse, hvor der ikke blev oplyst, at fuldtægningen skyldtes, at ledelsen selv havde tegnet det manglende beløb. Denne mangelfulde oplysning har ladet aktionærerne få den fejlslagtige opfattelse, at der havde været rift om aktierne og de derfor, ville være lette at afsætte på et senere tidspunkt. Indklagede vil også i dag blive gjort ansvarlig for den bevidste undladelse og dermed vildledende information, der er blevet sendt ud.

8.2. FINANSIEL RÅDGIVNING

MiFID-direktivet ændrer den måde, hvorpå en værdipapirhandler skal betjene kunderne ved finansiel rådgivning, ordredudførelse og porteføljeforvaltning, således at alle medlemslandene kommer op på samme niveau.

²¹ Herefter benævnt BankTrelleborg

Jf. § 2 stk. 4 i BEK 809/2007 er investeringsrådgivning en anbefaling rettet personligt til en kunde om transaktioner i specifikke finansielle instrumenter.

Værdipapirbegrebet omfatter Jf. LBK 1077/2007 § 2, stk. 1,

- 1) Omsættelige værdipapirer (bortset fra betalingsinstrumenter), der kan handles på kapitalmarkedet, herunder
 - a) aktier i selskaber og andre værdipapirer, der kan sidestilles med aktier i selskaber, partnerskaber og andre foretagender, samt aktiebeviser,
 - b) obligationer og andre gældsinstrumenter, herunder beviser for sådanne værdipapirer og
 - c) alle andre værdipapirer, hvormed værdipapirer nævnt under litra a eller b kan erhverves ellers sælges eller som afregnes kontant med et beløb, hvis størrelse fastsættes med værdipapirer, valutaer, rentesatser eller afkast, råvareindeks samt andre indeks og mål som reference,
- 2) pengemarkedsinstrumenter, herunder skattebeviser, indlånsbeviser og commercial papers, dog ikke betalingsinstrumenter,
- 3) andele i kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og andele i andre institutter for kollektiv investering,
- 4) optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA'er) og enhver anden derivataftale vedrørende værdipapirer, valutaer, renter eller afkast eller andre derivater, finansielle indeks eller finansielle mål, som kan afvikles fysisk eller afregnes kontant,
- 5) optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA'er) og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, som skal afregnes kontant eller som kan afregnes kontant, hvis en af parterne ønsker det (af anden grund end misligholdelse eller anden årsag til ophør),
- 6) optioner, futures, swaps og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, som kan afvikles fysisk, såfremt de handles på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet,
- 7) optioner, futures, swaps, terminskontrakter og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, der ikke er omfattet af nr. 6 og som kan afvikles fysisk og ikke har noget kom-

mercielt formål og som har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, idet der bl.a. tages hensyn til, om de cleares og afvikles via anerkendte clearinginstitutioner eller er omfattet af regelmæssig fastsættelse af margin,

- 8) kreditderivater,
- 9) finansielle differencekontrakter (CFD'er)
- 10) optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA'er) og enhver anden derivataftale, som vedrører klimatiske variabler, fragtrater, emissionstilladelser eller inflationsrater eller andre officielle økonomiske statistikker, som kan afregnes kontant eller som kan afregnes kontant, hvis en af parterne ønsker det (af en anden grund end misligholdelse eller anden årsag til ophør), samt som har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, idet der bl.a. tages hensyn til, om de handles på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, cleares og afvikles via anerkendte clearinginstitutioner eller er omfattet af regelmæssig fastsættelse af margin og
- 11) omsættelige pantebreve med pant i fast ejendom eller løsøre.

Værdipapirer opdeles efter kompleksitet, da nogle kan være mere omstændelige at gennemskue end andre.

Simple værdipapirer er fx aktier, obligationer og investeringsbeviser, hvorimod komplekse værdipapirer fx er unoterede aktier, futures, valutaterminer, optioner, swaps, pantebreve, derivater, strukturerede produkter med og uden kapitalgaranti.

For detail-kunder gælder det, at simple værdipapirer kan handles uden rådgivning, hvilket kaldes "execution only". Komplekse værdipapirer kræver derimod, at kunden har kendskab til det pågældende produkt, hvorfor der ydes produktrådgivning hertil.

Strukturerede produkter er et nyt produkt for danske detail-kunder og er kun blevet tilbudt kunderne siden starten af det nye årtusinde. De strukturerede produkter, der tilbydes danske detail-kunder, har oftest en indbygget garanti, således at investorerne kender deres risiko på forhånd som fx at investeringen ved udløb udbetales til minimum kurs 100.

Opbygningen af et struktureret produkt består således af en obligationsplacering og køb af en option. Både obligationen og optionen udløber på et bestemt tidspunkt, hvor kunden får sin investering udbetalt. Der vil således normalt ikke være nogen direkte rente på et struktureret produkt, da det i stedet vil være den bagvedliggende option, der skal sikre et fornuftigt afkast.

Udsvinget på det strukturerede produkt afgøres af den deltagelsesgrad, investeringen er indgået med i forhold til optionen.

Optioner kan købes med tilknytning til de fleste markeder som fx aktieindeks, råvare og råvareindeks, valutaer, renteprodukter og hedgefunde.

Strukturerede produkter giver detail-kunder mulighed for at investere i markeder som ellers ville være svære at komme ind på for en mindre investor.

I forhold til de nye regler om investorbekyttelse, skal kunden have indsigt i produkterne og deres opbygning før de, kan investere i dem, hvorved en del kunder ikke længere er potentielle købere grundet alder og manglende forståelse af de finansielle markeder. Produkterne har tidligere været solgt som alternativ til obligationsplaceringer, grundet produktets sikkerhedsegenskaber kombineret med det lave renteniveau i starten af det nye årtusinde.

Rådgivning om en bestemt type finansielt instrument udgør ikke investeringsrådgivning i bekendtgørelsens forstand, da en anbefaling skal relatere sig til transaktioner i specifikke finansielle instrumenter. Den generelle anbefaling er som udgangspunkt ikke investeringsrådgivning, men kan dog være et led i en investeringsrådgivning, som ender med en anbefaling af transaktioner i et specifikt finansielt instrument.

Anbefalinger, der udbredes til offentligheden eller en bredere kreds af modtager er Jf. BEK 1234/2007, ikke omfattet af investeringsrådgivning.

Såfremt en værdipapirhandler fremsender generel vejledning og anbefalinger ud til flere forskellige navngivne abonnenter, er der ikke tale om rådgivning.

For at der er tale om egentlig investeringsrådgivning, skal der være tale om en personlig anbefaling. Ved en personlig anbefaling forstås en anbefaling, der gives til en person i dennes egenskab af investor, som tager udgangspunkt i personens egen situation og som udgør en anbefaling til enten at købe, sælge, tegne, udveksle eller beholde et bestemt finansielt instrument eller at udøve eller at undlade at udøve en rettighed, der skyldes et bestemt finansielt instrument, til at købe, sælge, tegne udveksle eller indløse et finansielt instrument Jf. § 2 stk. 5 BEK 809/2007.

Da man ønsker at yde kunderne den bedste rådgivning, stilles der i § 4 BEK 809/2007 krav om, at kunderne deles op i tre kategorier. Formålet er, at kunder der kun har lidt eller ingen

erfaring med handel af værdipapirer får en større beskyttelse end de, som dagligt handler og derfor selv kender risikoen herved.

For at kunne afdække kundernes behov og samtidig leve op til de nye MiFID-regler, er det vigtigt, at kunderne får den optimale rådgivning ud fra vedkommendes forventninger til afkast og risiko, hvilket gøres bedst ved at lave en egnethedsvurdering.

Når en kunde skal træffe beslutninger om investeringer, skal investeringsrådgiveren oplyse om risici ved de forskellige handler.

8.3. INVESTORBESKYTTELSE

Tidligere skulle en finansiel rådgiver handle loyalt og korrekt over for kunden og handle med den nødvendige kompetence, omhu og hurtighed, samt have og anvende de nødvendige ressourcer, der måtte være i kundens interesse.

I dag fastlægger BEK 809/2007 en række regler om investorbekskyttelse og forholdet mellem værdipapirhandleren og kunden, disse er dog langt mere indviklede end de tidligere regler.

Bekendtgørelsen indeholder helt overordnet i alt 8 hovedområder:

1) formkrav til levering, 2) generelle regler om investorbekskyttelse, 3) generel information, 4) specifik information om aftalevilkår og finansielle instrumenter, 5) kend din kunde-principet, 6) afregningsnota m.v., 7) forretningsgange og 8) behandling af kundeordrer m.v.

Bekendtgørelsen finder Jf. § 1 anvendelse på danske og tredjelands værdipapirhandlere samt udenlandske investeringsselskaber og kreditinstitutter fra EU/EØS lande, der driver virksomhed i Danmark gennem en filial. Ligeledes anvendes den på danske værdipapirhandlers grænseoverskridende aktiviteter. Bekendtgørelsen omfatter ikke pensionselskaber og forsikringselskaber omfattet af LFV, ligesom medarbejderdeltagelsesordninger er undtaget, Jf. bekendtgørelsen om hvilke juridiske og fysiske personer, der kan udføre tjenesteydelser i forbindelse med værdipapirhandel på erhvervmæssigt grundlag uden tilladelse efter LFV.

For at yde kunderne den bedste beskyttelse, bliver kunderne som tidligere nævnt, delt op i tre kategorier.

Når der leveres informationer rettet direkte til kunden, skal formkravene til levering af information i bekendtgørelsens § 3 overholdes. Såfremt kunden ikke har valgt et andet varigt medium, fremsendes informationerne i papirform. Informationerne skal Jf. § 8 være klare, ikke-vildledende og skal indeholde værdipapirhandlerens navn. Værdipapirhandleren skal, når det er relevant, give kunderne en generel beskrivelse af de finansielle instrumenters art eller den foreslåede investeringsstrategi og de dermed forbundene risici Jf. § 12. Oplysningerne som fremgår af værdipapirhandlerens markedsføringsmateriale skal Jf. § 9 stemme overens med de oplysninger, værdipapirhandleren giver i forbindelse med en værdipapirhandel.

En værdipapirhandler skal, senest når vedkommende indgår en aftale med en kunde om levering af en tjenesteydelse Jf. §§ 10 og 11, oplyse om vilkårene for aftalen og samtidig oplyse værdipapirhandlerens navn og adresse og hvordan den pågældende kan kontaktes, såfremt oplysningerne måtte være relevante. Kunden skal Jf. § 14 oplyses om den samlede pris, herunder alle forbundne omkostninger og de skatter, der skal betales via værdipapirhandleren, samt en meddelelse om de omkostninger, herunder skatter, som ikke er pålagt værdipapirhandleren eller som ikke betales af denne. Tillige skal værdipapirhandleren registrere de indgåede aftaler, som skal indeholde en beskrivelse af parternes væsentlige rettigheder og pligter, samt hvilke finansielle ydelser, der er omfattet af aftalen Jf. § 6.

Jf. § 1, stk. 7 i bekendtgørelsen er værdipapirhandlere, som udfører ordrer vedrørende omsættelige pantebreve med pant i fast ejendom eller løsøre, omfattet af bekendtgørelsens krav i § 21 om afregningsnotaer. Reglen indebærer derfor, at kunder fortsat modtager afregningsnotaer ved omsættelige pantebreve med pant i fast ejendom, selvom disse pantebreve ikke i øvrigt er omfattet af bekendtgørelsen. Når ordren ikke er udført i forbindelse med porteføljepleje, skal værdipapirhandleren hurtigst muligt give kunden de væsentligste oplysninger om udførelsen.

Værdipapirhandleren skal have procedurer, der har til formål at sikre, at en ordre der udføres på en kundes vegne, registreres og allokeres omgående og nøjagtigt og at sammenlignelige kundeordrer udføres fortløbende og omgående, således at kundernes ordrer ikke får en anden rangorden, end den de er kommet ind i Jf. BEK 809/2007 § 27.

8.4. KEND DIN KUNDE-PRINCIPPET

”Kend din kunde”-princippet består af flere faktorer, som er med til at give den finansielle rådgiver et bedre kendskab til de kunder, der skal rådgives. Ved hjælp af dette princip, som samlet danner en kundeprofil, er rådgiveren i stand til at give kunderne en målrettet rådgivning, ud fra kundens finansielle situation, risikovillighed og kendskab til investeringsprodukter. I sagen *272/2002 af 11. februar 2003* om fejlagtig salg af investeringsbeviser, rettede klageren henvendelse til indklagede med anmodning om køb af 30-årige obligationer i Realkredit Danmark. Indklagede anbefalede klager at købe investeringsbeviser i stedet, hvilket klageren accepterede. Da indklagede ikke spurgte ind til klager, var denne ikke bevidst om, at der ikke var tale om en detail-kunde der investerede, men derimod en virksomhedsinvestering. Klager modtog derfor ikke den berettigede rådgivning om beskatningen, der finder sted på investeringsbeviser og ikke på obligationer. Klagen blev ikke taget til følge. Indklagede ville i dag ifalde et erstatningsansvar for manglende og vildledende information Jf. BEK 809/2007 §§ 8 og 14.

8.4.1. KUNDEKATEGORIER

Opdelingen af kunder sker i tre kategorier

- Godkendte modparter, som er andre banker og sparrekasser, modtager ingen beskyttelse, da de selv må formodes at have den nødvendige ekspertise. Professionelle, som er større virksomheder, har i mindre grad brug for information og rådgivning, da de ofte handler med værdipapirer og derved har et større kendskab til eventuelle risici. Professionelle kunder er som nævnt dels A) store virksomheder, der opfylder to af følgende tre krav: 1) balancesum på min 20 mio. Euro, 2) nettoomsætning på min. 40 mio. Euro og 3) egenkapital på min. 2. mio. Euro, dels B) kunder, der besidder den fornødne erfaring, viden og ekspertise til at træffe deres egne investeringsbeslutninger, herunder at være i stand til selv at vurdere risiciene ved en handel.
- Detail-kunder, som er privatkunder og mindre erhvervs-kunder, har et større behov for information og rådgivning end de to andre grupper, da de kun handler værdipapirer af og til.

En detail-kunde kan give afkald på den beskyttelse, der ydes efter af standardreglerne for god forretningskik, såfremt investeringsselskabet laver en fyldestgørende vurdering af kundens ekspertise, erfaring og viden og på baggrund af de påtænkte transaktioners eller tjenesteydel-

sers art. Når der er tale om mindre foretagender, bør den person, der gøres til genstand for den nævnte vurdering, være den person, der har fået tilladelse til at gennemføre transaktioner for foretagendets regning.

Ved vurderingen bør mindst to af de følgende kriterier være opfyldt:

1. Kunden har gennemsnitligt foretaget 10 omfattende transaktioner på det relevante marked pr. kvartal de sidste fire kvartaler
2. Størrelsen af kundens portefølje, der defineres som omfattende kontant beholdning og finansielle instrumenter, overstiger 500.000 Euro
3. Kunden arbejder eller har arbejdet i den finansielle sektor i mindst ét år i en stilling, der kræver viden om de påtænkte transaktioner eller tjenesteydelser

8.4.2. EGNETHEDSVURDERING

Når en investeringsrådgiver udøver investeringsrådgivning, skal værdipapirhandleren, Jf. § 18 Jf. § 16 i BEK 809/2007, indhente de nødvendige oplysninger om en kundes finansielle situation, kundens kendskab til og erfaring på det investeringsområde, som er relevant for den specifikke type produkt eller tjenesteydelse og investeringsformål, så værdipapirhandleren kan anbefale kunden den værdipapirhandel og de finansielle instrumenter, der egner sig bedst for vedkommende. I dommen *XI ZR 159/99 af 9. maj 2000 fra BGH*²² i Tyskland om ønsket om risikoløse investeringer, blev disse forhold ikke varetaget af indklagede og denne blev efter daværende tysk lovgivning kendt erstatningsansvarlig for mangelfuld investeringsrådgivning. Klager ønskede en risikoløs investering med henblik på en pensionsopsparing. Indklagede rådede klager til en bestemt investering (Fokker), som efter indklagedes udsagn var meget sikker. Handelen blev gennemført i 1993 over to gange for i alt 300.000 Euro. I 1996 gik Fokker konkurs og klager gik rettens vej for at gøre indklagede erstatningsansvarlig, hvilket skete ved BGH den 9. maj 2000. Da indklagede i sagen ikke tog højde for klagers ønsker og manglende risikovillighed, ville indklagede også blive kendt erstatningsansvarlig efter MiFID-reglerne i dag.

8.4.3. KUNDENS FINANSIELLE SITUATION

For at investeringsrådgiveren på bedst mulig vis kan rådgive kunden i en given investering, skal investeringsrådgiveren Jf. § 16 stk. 2 i BEK 809/2007, finde ud, af om kunden finansielt

22

er i stand til at bære de med handlen forbundne investeringsrisici. Rådgiveren skal derfor have et overblik over kundens formue, aktiver såvel som passiver og skatteforhold.

I sagen *213/2007 af 11. november 2007* om hjemtagelse af lån, bliver klager tilbudt det i den givne situation bedst egnede og billigste lån på markedet. Klageren kræver efterfølgende erstatning for mangelfuld rådgivning, hvilket hun ikke blev tilkendt og heller ikke vil blive i dag, da hun er blevet ydet den bedst mulige rådgivning ud fra hendes finansielle situation.

Rådgivning om skat er vigtig i forhold til detailkunder specielt privatkunder, da det danske skattesystem er meget komplekst i forhold til investering i aktier, obligationer og finansielle kontrakter. Beskatningen af de enkelte finansielle instrumenter er ikke ens og man kan derfor opnå skattefrie kursgevinst ved at fordele sine investeringer optimalt mellem frie og pensionsmidler. Rådgivning om skat kan derfor være altafgørende i forhold til placering og fordelingen af investeringerne. Det er dog ikke kun for private, at skatterådgivning ved investering er vigtig, selskaber kan også opnå en lempelig beskatning, såfremt investeringshorisonten fastlægges optimalt. For at kunne yde investeringsrådgivning, er det derfor vigtigt at have et overblik over kunden økonomiske og skattemæssige situation.

8.4.4. KUNDENS KENDSKAB TIL INVESTERINGSPRODUKTER

De seneste år er udbudet af investeringsmuligheder blevet større, hvorfor det nu kan være svært både for kunden og rådgiveren at bevare overblikket over alle disse begreber, hvilket nødvendiggør, at kundens kendskab hertil afdækkes.

Når rådgiveren indhenter oplysninger om kundens kendskab til og erfaring på investeringsområdet, er det Jf. § 18, stk. 1 i BEK 809/2007 af betydning, hvilken type tjenester, transaktioner og finansielle instrumenter kunden er bekendt med. Også arten, antallet og hyppigheden af kundens transaktioner i finansielle instrumenter er af betydning, såvel som kundens uddannelsesniveau, beskæftigelse eller tidligere beskæftigelse kan være relevant.

8.4.5. KUNDENS HOLDNING TIL RISIKO

Kundens holdning til risiko er Jf. § 18, stk. 3 vigtig at få klarlagt for investeringsrådgiveren, da mange kunder ikke selv kan gennemskue, hvor meget de reelt er villige til at tabe og også hvad deres økonomi kan bære, såfremt investeringen giver et negativt afkast.

Kunders forhold til risiko ændres ofte i takt med lange perioder af enten fald eller stigninger i aktiekurserne. Rådgiveren skal derfor være særlig opmærksom, når der laves investeringer efter en lang periode med positive markeder, da kunder vil være langt mere risikoberedte her end efter en lang periode med negativt afkast.

Er kunden risikovillig, vil dette ofte afspejles i afkastet, da der er en naturlig sammenhæng mellem afkast og risiko.

8.4.6. TIDSHORISONTEN

Kundeoplysningerne, skal Jf. § 18, stk. 3 i BEK 809/2007, når det er relevant, indeholde oplysninger om tidshorisonten.

Tidshorisonten har stor betydning for, hvad der investeres i og for, hvor stor andelen af risikofyldte investeringer, herunder aktier der skal være. Investeres der i aktier, skal der være en vis tidshorisont, hvis man vil undgå tab, da aktiemarkedet er karakteriseret ved store procentvise udsving i forhold til obligationsmarkedet.

De fleste pensionsopsparinger har en lang tidshorisont, medmindre de står for at skulle udbetales. Den lange tidshorisont betyder, at opsparingen ofte er investeret med en større andel i aktier, hvilket tydeligt kan ses på afkastet.

Hvis ikke der foreligger tilstrækkeligt med oplysninger om kundens forhold, enten fordi kunden ikke vil oplyse dem eller fordi de af anden grund ikke kan fremskaffes, må der Jf. § 16, stk. 4 i BEK 809/2007 ikke ske investeringsrådgivning af kunden.

Udarbejdelsen af en egnethedsvurdering, giver investeringsrådgiveren muligheden for, at oplyse kunden om netop den specifikke type produkt eller tjenesteydelse, der passer til den enkeltes risikoprofil. I sagen *XI ZR 170/07 af 19. februar 2008* fra BGH i Tyskland om manglende overholdelse af kundens strategi, havde klager underskrevet en dokument, hvori der var dokumenteret, hvor stor en risiko, klager var villig til at tage. Indklagede overholdt ikke denne aftale og vil også i dag blive kendt erstatningsansvarlig, for ikke at overholde aftalen og dermed ikke at respektere kundens ønske om en moderat risikovillighed.

8.4.7. HENSIGTSMÆSSIGHEDSVURDERING

Hensigtsmæssighedsvurderingen ligger mellem egnethedsvurderingen og execution only. Vurderingen indebærer, at værdipapirhandleren, når der ikke er tale om egentlig investeringsrådgivning, laver et overordnet skøn af, om den investering kunden efterspørger, er hensigtsmæssig for kunden.

Værdipapirhandleren skal ifølge § 17 i BEK 809/2007 ved værdipapirhandel udbede sig oplysninger fra kunden om dennes kendskab og erfaring på det investeringsområde, som er relevant for den type produkt eller tjenesteydelse, der udbydes eller efterspørges. På baggrund heraf, skal værdipapirhandleren vurdere, om det påtænkte produkt eller den påtænkte tjenesteydelse er hensigtsmæssig for kunden, Jf. dog § 19.

Hvis ikke værdipapirhandleren mener, at produktet eller tjenesteydelsen er hensigtsmæssig for kunden, skal kunden gøres udtrykkeligt opmærksom herpå.

Giver kunden utilstrækkelige oplysninger om sit kendskab og erfaring, skal kunden gøres udtrykkelig opmærksom på, at værdipapirhandleren på baggrund af de mangelfulde oplysninger, ikke kan afgøre, om den givne handel vil være hensigtsmæssig for kunden.

Ønsker kunden stadig at gennemføre en handel selv om værdipapirhandleren fraråder dette, skal værdipapirhandleren udtrykkeligt gøre opmærksom på, at kunden ikke har modtaget rådgivning og der derfor ikke kan gøre et krav gældende mod værdipapirhandleren, såfremt kunden måtte lide tab ved handlen.

8.4.8. RISIKOSPREDNING

Et nøgleord i finansiel rådgivning er risikospredning, da en satsning på en eller få aktier, obligationer eller andet kan få fatale følger for kunden. Investeringsrådgiveren skal derfor altid råde kunderne til at sprede deres investeringer Jf. sagen *147/2007 af 11. december 2007* om placering af formue i aktiebaserede investeringsbeviser. Klager ønskede at investere i 4 selskaber, hvor indklagede på baggrund af klagers ønsker, alder, risikoprofil og investeringserfaring i stedet rådede klager til at investere halvdelen af pengene i investeringsforeningen Lån og Spar Rationel Verden og den anden halvdel i enkeltaktier. Klager var senere ikke tilfreds med afkastet og ønskede derfor erstatning. Indklagede må dog i denne sag siges at have overholdt alle gældende regler om god investeringsrådgivning, hvorfor denne ikke ifaldt og ikke kan ifalde et erstatningsansvar.

For mange mindre banker er salget af egne aktier en del af hverdagen og som udgangspunkt er der intet til hinder for, at dette finder sted, dog kræver MiFID-direktivet, at bankerne giver detail-kunder en række informationer om banken selv og om de værdipapirer banken tilbyder. Ikke mindst skal kunden oplyses om de risici, der er forbundet med værdipapirerne. De fleste banker, yder ikke investeringsrådgivning på deres egne aktier og sælger kun få aktier til hver kunde, for at det ikke senere kan komme på tale, at der forelå en interessekonflikt.

Sagen om den tidligere nævnte BankTrelleborg har på det seneste sat fokus på bankernes salg af egne aktier. Efter BankTrellebogs kollaps, blev banken den 22. januar 2008 overdraget til Sydbank A/S, som købte aktierne ved tvangsindløsning til kurs 59,30 pr. 20 kr.'s aktie.

Fredag den 18. januar 2008 stod aktierne endnu til kurs 219,50 pr. 20 kr.'s aktie, hvilket altså gav et tab på ca. 160 kr. pr. 20 kr.'s aktie på bare ganske få dage.

Det blev ved salget tydeligt, at mange kunder ikke havde en risikoprofil, der var gearret til at klare et så stort tab, som salget medførte. Bankerne skal altid sikre sig, at en investering passer til den enkelte kundes risikoprofil, denne specifikke del af investeringsrådgivningen, kan dog ikke siges at være blevet varetaget på rimelig vis i BankTrelleborg.

Banken i denne specifikke sag, har netop valgt at rådgive kunder til køb af bankens egne aktier, hvor finansieringen heraf i flere tilfælde tilmed er sket ved lånoptagelse i banken.

Som følge af MiFID-reglerne, må det formodes, at BankTrelleborg bliver gjort erstatningsansvarlig, da der ikke er blevet taget højde for de forskellige kunders risikoprofiler ved investeringsrådgivningen.

8.5. OPSUMMERING

En værdipapirhandler er en virksomhed, der har tilladelse som pengeinstitut, såfremt denne har tilladelse efter lov om finansiel virksomhed. Når værdipapirhandleren udøver rådgivning, skal denne gøre brug af ”kend din kunde”-princippet, som indebærer en opdeling af kunderne i kategorier efter kendskabet til investeringer og kundernes formue, for at sikre detail-kunder en bedre beskyttelse. Endvidere skal der laves en egnethedsvurdering, der er en undersøgelse af kundens kendskab til investeringsprodukter, holdning til risiko, hvilken tidshorisont kunden ønsker at have på sine investeringer, samt kundens finansielle situation, hvilket er et overblik over aktiver såvel som passiver og kundens skatteforhold. I visse handelssituationer, kan det

dog være tilstrækkeligt at gøre brug af en hensigtsmæssighedsvurdering, hvor værdipapirhandleren laver en vurdering af om en given investering er hensigtsmæssig for kunden.

Når værdipapirhandleren rådgiver kunden om investeringer i finansielle instrumenter, skal denne sørge for, at gøre opmærksom på risikoen ved at satse på en eller få investeringer.

Såfremt en værdipapirhandler ikke rådgiver en kunde på rette vis, så dennes investeringer er i overensstemmelse med den udarbejdede kundeprofil og de gældende investorbeskyttelsesregler og kunden herefter realiserer et tab som følge af mangelfuld eller ukorrekt rådgivning, kan værdipapirhandleren gøres erstatningsansvarlig for tabet, som det i dag ville ske i sagerne 272/2002 af 11. februar 2003 om fejlagtig salg af investeringsbeviser og XI ZR 159/99 af 9. maj 2000 fra BHG i Tyskland om ønsket om risikoløse investeringer.

Da summen af en erstatningssag ganske hurtigt vil kunne medføre en værdipapirhandlers konkurs, skal værdipapirhandleren have tegnet en forsikring, der dækker såfremt værdipapirhandleren ifalder et erstatningsansvar uagtsomt.

9. UDFØRELSE AF HANDLER

Ved værdipapirhandel forstås Jf. BEK 1413/2007 i bilag 4 afsnit A og bilag 5, modtagelse og formidling for investors regning af ordrer vedrørende bl.a. omsættelige værdipapirer, obligationer, aktier, optioner, swaps, futures og terminskontrakter.

MiFID-direktivet sonderer mellem to typer markedspladser for finansielle instrumenter, nemlig regulerede markeder og multilaterale handelsfaciliteter.

Et reguleret marked er i direktivets forstand det, der i dag kendes som fondsbørser og autoriserede markedspladser. Regulerede markeder skal drives af en markedsoperatør. MiFID-direktivet stiller krav til ledelsens og ejerens egnethed og hæderlighed og til organiseringen af det regulerede marked.

Multilaterale handelsfaciliteter er et handelssystem, hvor der handles finansielle instrumenter uden, at de offentligretlige regler om bl.a. udstederes oplysningsforpligtigelser og markedsmissbrug finder anvendelse. Efter MiFID-direktivet er drift af multilaterale handelsfaciliteter en investeringsaktivitet, der kan udføres af investeringselskaber, kreditinstitutter og operatører af regulerede markeder²³.

I MiFID-direktivet er der krav om gennemsigtighed og offentliggørelse af informationer om handel på markedet vedrørende såvel priser som volumen. Formålet med gennemsigtighedsreglerne er dels, at det skal være muligt for en investor, at vurdere markedet forud for indgåelsen af en handel og dels at investorerne skal have mulighed for efterfølgende at kontrollere, hvorvidt en handel er gennemført på de vilkår, der var gældende i markedet.

Førhandelsoplysningerne viser til hvilke priser, de enkelte værdipapirer kan handles ved en bestemt mængde og omsætnings hastighed. Efterhandelsoplysningerne derimod viser, den faktiske handelspris af værdipapirerne. Jf. VHL §§ 18a og 18b.

²³ Børs- og kapitalmarkedsret afsnit 1.1.2.8.

Reglerne om indberetningspligt findes i VHL §§ 33-33b. I medfør af § 33, stk. 5 er bekendtgørelse om indberetning af transaktioner med værdipapirer, Jf. seneste bekendtgørelse om indberetning af transaktioner med værdipapirer, udstedt og i medfør af VHL § 33a, stk. 4 og § 33b, stk. 3 er bekendtgørelse om bindende prisstillelser på aktier samt gennemsigtighed for handel med værdipapirer, Jf. seneste bekendtgørelse 1178/2007, udstedt.

Jf. BEK 1189/2007, skal transaktioner der er gennemført med værdipapirer, som er optaget til handel på et reguleret marked eller på en alternativ markedsplads, indberettes hurtigst muligt og senest ved det pågældende markeds lukketid hverdagen efter transaktionens gennemførelse.

Indberetningen påhviler Jf. bekendtgørelsens § 1, stk. 2 værdipapirhandleren selv, en tredjemand på værdipapirhandlerens vegne eller af et af Finanstilsynet godkendt match- og rapporteringssystem og skal Jf. bekendtgørelsens § 1, stk. 4 ske til Finanstilsynet eller til den, som Finanstilsynet har bemyndiget til at modtage indberetningerne på Finanstilsynets vegne. Indberetningen skal ske i et eller flere formater fastsat af Finanstilsynet Jf. bekendtgørelsens § 1, stk. 5.

Indberetning af transaktioner med værdipapirer, der er optaget til handel på en alternativ markedsplads, skal Jf. bekendtgørelsens § 3 indeholde følgende 25 punkter:

identifikation af det indberettende selskab, handelsdag, handelstidspunkt, købs- og salgskindikator, handelskapacitet, identifikation af værdipapirer, værdipapirets kodetype, identifikation af det underliggende værdipapir, kodetypen for identifikation af det underliggende instrument, instrumenttype, forfaldsdag, derivattype, put/call, aftalekurs, prismultiplikator, enhedspris, prisnotering, kvantitet, kvantitetsnotering, modpart, identifikation af handelssystem, transaktionens referencenummer, annulleringsangivelse, depotnummer på den kunde, på hvis vegne værdipapirhandleren har gennemført transaktionen og navnet på den kunde, på hvis vegne værdipapirhandleren har gennemført transaktionen.

Kravene finder dog ikke anvendelse på indberetninger af transaktioner i obligationer og investeringsforeningsbeviser Jf. bekendtgørelsens § 3, stk. 2.

Fra den 1. november 2007 har alle værdipapirhandlere skullet indberette transaktioner til Finanstilsynet, hvorfor Finanstilsynet har etableret et nyt transaktionsindberetningssystem også

kaldet TRS. Finanstilsynet har valgt at deltage i et nordisk/baltisk samarbejde og anvender derfor et transaktionsrapporteringssystem, der er udarbejdet af det svenske finanstilsyn (Finansinspektionen).²⁴

Efterhandelsoplysninger om transaktioner, der gennemføres i et reguleret markeds system eller en multilateral handelsfacilitets system, skal i den almindelige åbningstid offentliggøres så tæt på realtid som muligt og senest tre minutter efter, at transaktionen har fundet sted Jf. BEK 1178/2007 § 10. Oplysninger uden for den almindelige åbningstid offentliggøres før den næste handelsdag for det handelssystem, hvor transaktionen fandt sted, begynder Jf. § 10, stk. 2. Oplysningerne betragtes som offentliggjorte eller gjort tilgængelige for offentligheden, når de via faciliteterne på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, en tredjeparts faciliteter eller værdipapirhandlerens egne faciliteter er blevet stillet til rådighed Jf. bekendtgørelsens § 11.

Jf. bekendtgørelsens § 7, skal alle operatører af regulerede markeder og selskaber, der driver multilaterale handelsfaciliteter offentliggøre pris, mængde og tidspunkt for transaktioner, der er gennemført inden for deres systemer med realkreditobligationer, særligt dækkede obligationer m.v. der er optaget til handel på et reguleret marked her i landet, i overensstemmelse med §§ 8-12 i denne bekendtgørelse.

Offentliggørelsen af pris, mængde og tidspunkt for transaktionerne skal indeholde følgende oplysninger:

Handelsdagen hvor transaktionen blev udført, tidspunktet for transaktionens gennemførelse, identificering af værdipapiret ved angivelse af fondskode, handelskursen på værdipapiret eksklusiv provision og eventuelle påløbne renter, valutaen, i hvilken prisen er angivet, handelsmængde, identificering af handelssystemet, hvor transaktionen er udført eller hvis der ikke er tale om et ”OTC” og eventuelle ændringer i tidligere offentliggjorte oplysninger Jf. bekendtgørelsens § 8, stk. 1.

²⁴ www.ftnet.dk/sw27557.asp

Udføres en transaktion uden for et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, skal en af følgende værdipapirhandlere, Jf. bekendtgørelsens § 8, stk. 2, efter aftale mellem parterne sørge for at offentliggøre oplysningerne som angivet i § 8, stk. 1:

- 1) den værdipapirhandler, der sælger det pågældende værdipapir,
- 2) den værdipapirhandler, der handler på vegne af eller sørger for transaktionen for sælger,
- 3) den værdipapirhandler, der handler på vegne af eller sørger for transaktionen for køber eller
- 4) den værdipapirhandler, der køber det pågældende værdipapir.

Såfremt der ikke foreligger en aftale, påhviler pligten den værdipapirhandler, der sælger det pågældende papir, subsidiært den værdipapirhandler, der på vegne af eller sørger for transaktionen for sælger, mere subsidiært den værdipapirhandler, der handler på vegne af eller sørger for transaktionen for køber eller mest subsidiært den værdipapirhandler, der køber det pågældende værdipapir Jf. bekendtgørelsens § 8, stk. 2.

Den indberetningspligtige skal opbevare dokumentation for den indberettede handel i mindst fem år efter at indberetningen er sket, Jf. VHL § 33, stk. 4.

En værdipapirhandler skal kun stille bindende priser, hvis der findes et likvidt marked for den pågældende aktie. Findes der ikke noget likvidt marked for den aktie, der systematisk internationaliseres i, skal værdipapirhandleren meddele bindende priser efter anmodning Jf. bekendtgørelsens § 2, stk. 2. Værdipapirhandleren kan Jf. § 2, stk. 4, bestemme inden for hvilken eller hvilke størrelser, værdipapirhandleren vil stille priser. Værdipapirhandleren kan således differentiere sine priser i forhold til størrelsen. Når værdipapirhandleren stiller priser, skal prisstillelsen omfatte en bindende købs- og salgspris eller priser for en eller flere mængder op til normal markedsstørrelse for den aktieklasse, som aktien tilhører. Prisen skal afspejle de gældende markedsvilkår for den pågældende aktie Jf. bekendtgørelsens § 2, stk. 5.

Priserne skal Jf. bekendtgørelsens § 3, offentliggøres løbende i den almindelige åbningstid og skal ske på en måde, der er let tilgængelig for andre markedsdeltagere og på rimelig forret-

ningsmæssige vilkår. Værdipapirhandleren har ret til at opdatere sine prisstillelser på et hvilket som helst tidspunkt, samt at trække sine prisstillelser tilbage under usædvanlige markedsforhold Jf. bekendtgørelsens § 3, stk. 2 og 3.

Værdipapirhandlere der systematisk internaliserer, skal udføre ordrer fra detail-kunder til de priser, der er stillet på det tidspunkt, hvor ordren modtages. Ordre skal udføres på de for kunden gunstigste vilkår i overensstemmelse med reglerne herom i bekendtgørelse om værdipapirhandleres udførelse af ordrer § Jf. § 4 i BEK1178/2007. I sagen **180/2007 af 11. december 2007** om ikke gennemført købsordre, forsøgte klager den 18. juni 2007 på åbningsauktionen at købe 2.000 aktier i Euroinvestor til kurs 20,80. Den første handel blev gennemført til kurs 20,70, men ordren blev ikke effektueret og klager forsøgte derefter at annullere ordren, for at fremtvinge en meddelelse om gennemførelsen, hvilket ikke skete. Klager sendte herefter en E-mail til bankens hotline, for at få afklaret problemet. Denne blev besvaret med, at klager kunne købe aktien til samme kurs, som han ville have købt til om morgenen. Klager indvilligede heri, men ville bibeholde retten til samtidig at sælge til kurs 22,30, som han ville have gjort tidligere. Banken har i dette tilfælde, forsøgt at effektuere ordren på bedst mulig vis, efter at fejlen er blevet opdaget, men da klager ikke kan påvise en tabt fortjeneste, blev og kan indklagede ikke blive gjort erstatningsansvarlig. Dette ville have været muligt at påvise, såfremt klager i første E-mail havde indlagt en ordre på salg til kurs 22,30, enten mens kursen stadig lå under 22,30 og var på vej i positiv retning eller mens aktien endnu kunne handles over 22,30.

For at begrænse risikoen for at blive udsat for gentagne transaktioner med samme kunde, har værdipapirhandlere, der systematisk internaliserer, Jf. bekendtgørelsens § 6, ret til på en ikke-diskriminerende måde at begrænse antallet af transaktioner fra samme kunde.

Endvidere kan værdipapirhandleren på grundlag er kommercielle overvejelser nægte at etablere forretningsforbindelser med investorer eller afbryde sådanne. Kommercielle overvejelser kan Jf. bekendtgørelsens § 5, stk. 2 være investorens kreditværdighed, modpartsrisiko og endeligt afvikling af transaktionen. I sagen **300/2005 af 26. januar 2006** om køb af en aktie i 30 selskaber, ønskede klager at købe én aktie i 30 selskaber noteret i det amerikanske Dow Jones-indeks, indklagede afviste dog at gennemføre handlerne, da købsprisen ville overstige

værdien af aktierne. Klagen blev afvist og ville også blive det i dag, da pengeinstitutter ikke har pligt til at gennemføre handlen, når den ikke er rentabel for kunden.

9.1. DØRSALG

En yderligere beskyttelse af investorerne gør sig gældende ved forbudet mod uanmodet henvendelse fra en værdipapirhandler også kaldet ”dørsalg”. Regler om forbud mod ”dørsalg”, dvs. aftaler indgået som følge af uanmodet henvendelse til forbrugeren Jf. forbrugeraftalelovens §§ 2-4. Reglerne støtter sig på direktiv 85/577/EØF af 20. december 1985.

Herhjemme er flere finansielle aftaler blevet underkendt pga. dørsalgsreglerne bl.a. i **U.1997.511Ø af 23. januar 1997** om en optionsinvestering (El-forretning) og i **U.1999.322Ø af 19. november 1998** om en optionsinvestering (ApS). I begge domme blev der blevet rettet uanmodet henvendelse til firmaernes ejere, som indgik aftaler med de indklagede om køb af optioner og oprettelse af en optionskonto. I begge sager blev de finansielle aftaler underkendte og vil også blive det i dag, da de indklagede havde rettet henvendelse til privatpersoner og ikke til selskaberne. Reglen beskytter dog ikke kunder, der har retsform som selskaber, Jf. **U.1999.1768Ø af 2. juli 1999** om optionssalg som ikke var en forbrugeraftale, hvor der blev rettet henvendelse til direktøren i et firma. Denne købte efter flere henvendelser fra sagsøger optioner gennem firmaet, men fortrød senere. Sagsøgte kunne og kan heller ikke i dag komme ud af aftalen, da indsigelsen hverken var rettidig eller retsmæssig efter dørsalgsreglerne, da han købte optionerne på vegne af et selskab.

Værdipapirhandlerens opringning til en kunde med en anbefaling om at sælge et papir, kan derfor rammes af dørsalgsreglerne, såfremt kunden ikke har givet samtykke til sådanne henvendelser. I afgørelsen **334/2000 af 19. april 2001** om råd om salg af aktier ved dørsalg, kendtes klagers salg af en post aktier i William Demant Holding ugyldig, fordi indklagede havde kontaktet klager uopfordret og anbefalet salget.

Det er selve den uanmodede henvendelse (dørsalget), der medfører aftalens ugyldighed, uafhængigt af, om kunden er blevet rådgivet korrekt eller ukorrekt. Kunder kan dog i et vist omfang spekulere heri, da de hvis rådet er ”dårligt” kan påberåbe sig ugyldighed og såfremt rådet

er ”godt” kan de fastholde aftalen. Passivitet vil dog kunne afskære kunden fra at påberåbe sig ugyldigheden.

9.2. BEST EXECUTION

Begrebet ”Best execution” svarer i hovedtræk til de tidligere gældende regler om god værdipapirhandelsskik. I dag er det beskrevet i MiFID-reglerne, hvordan Best Execution kan opnås og hvilken dokumentation, der er påkrævet. I sagen *216/2007 af 11. december 2007* om modstridende oplysninger i forbindelse med effektuering af salgsordrer i nyttegnede aktier i Adserving International, forsøgte klager den 6. juli at gennemføre et salg af aktier til kurs 21,70. Indklagede oplyste, at der var sket en fejl ved udstedende bank og at aktien først kunne handles fra den 9. juli. Indklagedes oplysninger baserede sig på afdelingsdirektøren for den udstedende banks udtalelser til RP-Børsen. Efterfølgende opdagede klager, at aktierne var blevet handlet den 6. juli og ønskede derfor indklagede gjort erstatningsansvarlig for de urigtige oplysninger. Da udtalelsen til RP-Børsen ikke er en fondsbørsmeddelelse, burde indklagede have undersøgt problemet nærmere og ville herved have opdaget, at der i løbet af dagen, havde været handlet i den pågældende aktie. Indklagede har derfor givet klager vildledende information og blev og kan også i dag gøres erstatningsansvarlig i medfør heraf.

Best Execution betyder at en værdipapirhandler ved udførelsen af kundeordrer skal sikre de efter omstændighederne bedste betingelser for kunden. Ved udførelsen af ordren skal der tages højde for priser, omkostninger, hastighed, sandsynlighed for ordrens gennemførelse, ordrestørrelse, ordretyper og andre forhold med relevans for udførelsen af ordren. I sagen *270/2005 af 26. januar 2006* om manglende salg af aktier, sendte klager en E-mail til indklagede den 28. juli kl. 10.29, hvor klager ønskede at sælge bedst muligt, når kursen passerede 700. Indklagede svarede kl. 14.55 og ønskede oplyst, om klager ville limitere sit salg på kurs 700. Samtidig blev markedskursen på det gældende tidspunkt oplyst. Klager gav herefter først et svar kl. 23.44, hvorfor ordren først blev ekspederet næste dags morgen. Ved limiteringens udløb den 4. august, kontaktede indklagede klager om forlængelse af limiteringen og oplyste samtidig markedskursen kl.10.00, som var 698. Klager besvarede denne E-mail den 7. august, hvor forlængelsen bekræftedes. Aktien blev ikke handlet til kurs 700 eller derover i perioden den 29. juli og frem til den 15. august, hvor limiteringen blev ophævet. Klager ønskede følgende indklagede gjort erstatningsansvarlig for manglende salg af aktier. Klager har

dog selv udvist passivitet og manglende klarhed omkring salget, hvorfor indklagede ikke blev og ikke kan drages til ansvar.

Modsætningsvist kan der dog argumenteres for, at indklagede burde have forsøgt at kontakte klager per telefon for at afklare den tvetydige ordreafgivelser ”...*bedst muligt når kursen passerer 700*”.

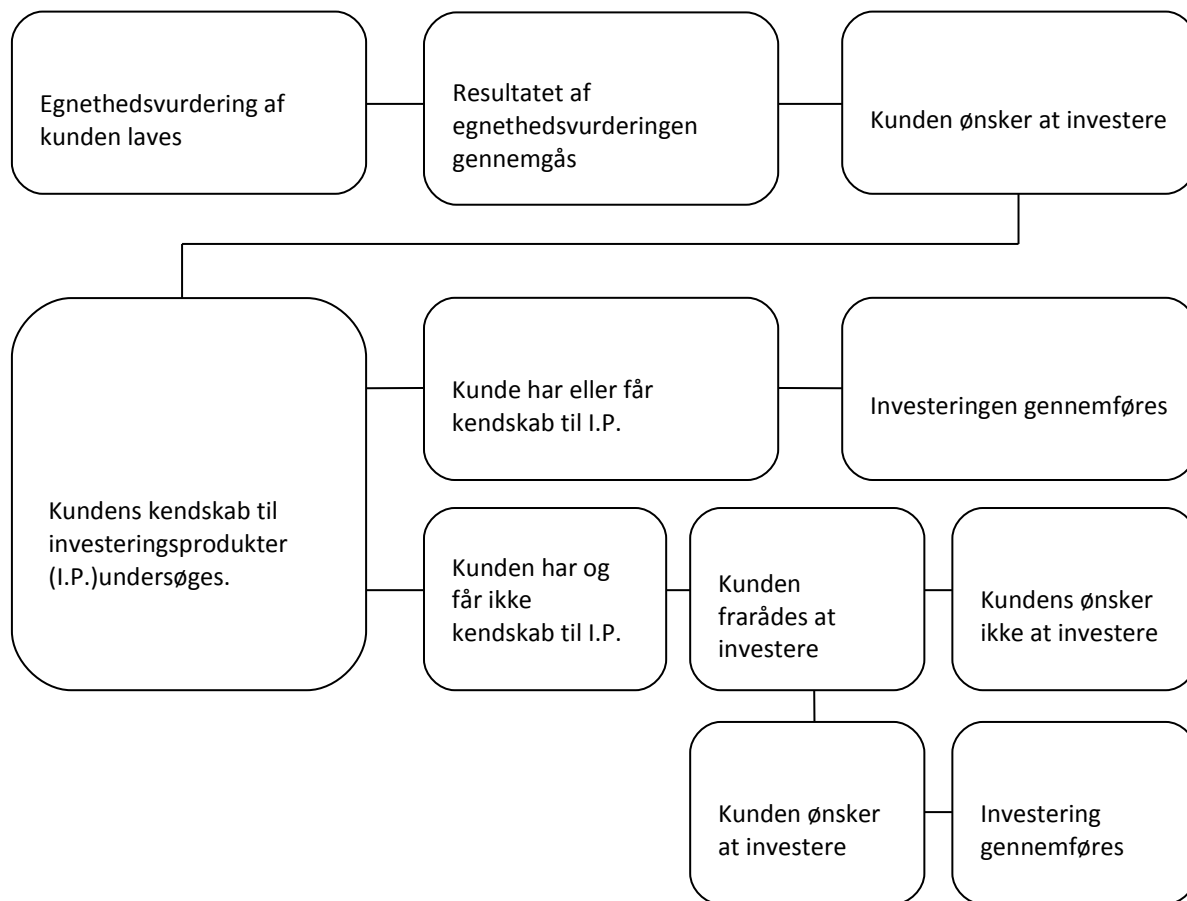
Da kontakt via telefonen, må antages at være den hurtigste frem for en E-mail, burde rådgiveren have anvendt denne form for kontakt, for at tage højde for priser og hastighed på markedet, da kursen kan ændre sig hurtigt, hvilket rådgiveren burde være bevidst om.

For detailkunder bestemmes best execution ud fra det samlede vederlag og udgifter i forbindelse med udførelsen. Værdipapirhandleren skal tage hensyn til kundens økonomiske forhold og dennes bevæggrunde for handelen Jf. ”kend din kunde”-princippet.

For at sikre at kundeordren udføres korrekt, skal værdipapirhandleren have en fast procedure, samt en politik for ordreudførelser. Formålet med en sådan politik er, at kundens interesser er prioriteret over virksomhedens.

Det er et krav, at kunden bliver bekendt med denne politik og at kunden giver sit samtykke før der indgås en aftale. Efterfølgende skal virksomheden kunne påvise overfor kunden, at ordren er udført i overensstemmelse med virksomhedens politik Jf. § 26 i BEK 809/2007 Jf. § 4 i bekendtgørelse om værdipapirhandleres udførelse af ordrer. I sagen **15/2007 af 3. maj 2007** om manglende gennemførelse af ordre, skulle indklagede den 11. december 2006 faxe en tegningsformular til pengeinstituttet P for klager. Faxen gik ikke igennem, da medarbejderen forsøgte at faxe den kl. 9.00, medarbejder opdagede først dette kl. 11.00, hvorefter han sendte faxen på ny, men på dette tidspunkt var tegningsperioden udløbet grundet overtegning. Da medarbejderen ikke afventede bekræftigelsen for afsendelse af faxen kl. 9.00, modtog denne ikke fejlmedlingen fra faxen og kunne derfor ikke informere klager rettidigt, så denne selv kunne have taget sine forbehold. Klagen blev ikke taget til følge, men indklagede ville i dag Jf. BEK 809/2007 § 27, stk. 1 og 3 ifalde et erstatningsansvar.

DIAGRAM 1 – BEST EXECUTION



Ved en best execution handel, laves først en egnethedsvurdering af kunden, som følgende bliver gennemgået med kunden. Ønsker kunden herefter stadig at investere, undersøges kundens kendskab til det pågældende investeringsprodukt, kunden ønsker at investere i. Såfremt kunden har eller får kendskab til investeringsproduktet, kan handlen gennemføres.

Har kunden derimod ikke kendskab til investeringsproduktet, frarådes kunden at gennemføre handlen. Ønsker kunden dog stadig at investere, gennemføres handelen, dog oplyses kunden om, at handlen er gennemført uden investeringsrådgivning, så der nu er tale om en execution only handel.

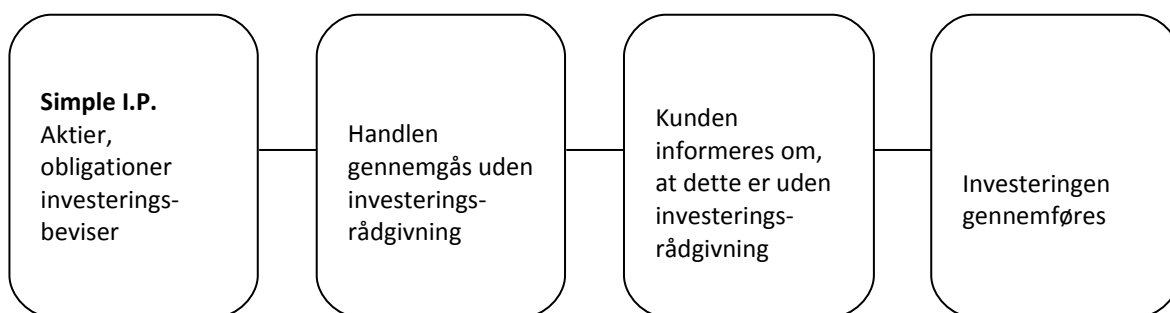
9.3. EXECUTION ONLY

Det vil som følge af MiFID-direktivet i fremtiden være muligt at udføre udelukkende ordredførelser også kaldet "Execution Only", uden forudgående investeringsrådgivning eller indhentelse af oplysninger vedrørende kundens investeringsprofil og økonomiske forhold.

Når der udføres execution only-transaktioner, skal kunden Jf. § 19 i BEK 809/2007 ved værdipapirhandel oplyses om, at denne nu ikke nyder beskyttelse efter bekendtgørelsens §§ 16 og 17.

Ved execution only skelnes der mellem transaktioner med simple og komplekse investeringsprodukter.

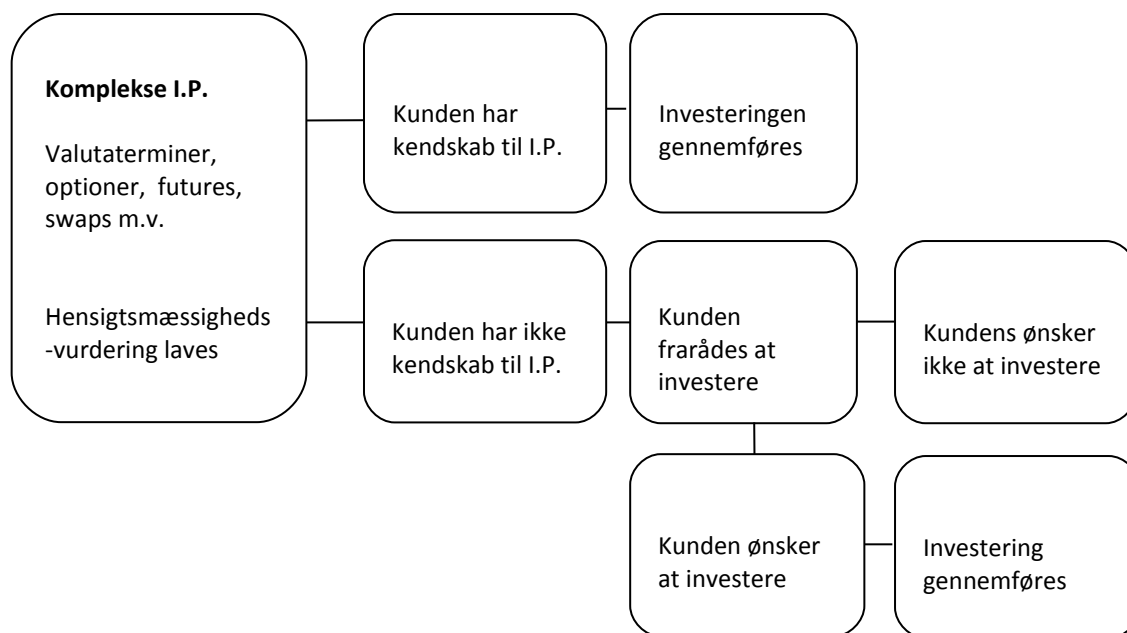
DIAGRAM 2 – EXECUTION ONLY – SIMPLE INVESTERINGSPRODUKTER



Når der gennemføres execution only transaktioner med simple investeringsprodukter, gennemgås investeringen med kunden, men der indgår ingen investeringsrådgivning heri, hvilket kunden informeres om. Ønsker kunden herefter stadig at investere, gennemføres transaktionen.

Denne form for investering er ofte brugt på internettet, når kunder investerer i aktier over deres netbank. Kunden skal i forbindelse med Execution Only-transaktioner have en standard-advarsel om, at kunden ikke har modtaget investeringsrådgivning i forbindelse med transaktionen.

DIAGRAM 3 – EXECUTION ONLY – KOMPLEKSE INVESTERINGSPRODUKTER



Ønsker en kunde at gennemføre en Execution Only-transaktion på et komplekst værdipapir, skal værdipapirhandleren forinden lave en hensigtsmæssighedsvurdering af kunden. Har kunden kendskab til investeringsprodukterne kan transaktionen gennemføres. Har kunden derimod ikke kendskab til investeringsprodukterne, frarådes kunden at investere. Ønsker kunden herefter stadig at investere, gennemføres transaktionen. Kunden informeres dog om, at denne ikke har modtaget rådgivning, hvorfor værdipapirhandleren ikke kan gøres ansvarlig for rådgivningen på et senere tidspunkt.

9.4. OPSUMMERING

Ved værdipapirhandel forstås modtagelse og formidling for investors regning af ordrer vedrørende fx værdipapirer, obligationer, optioner og swaps.

I MiFID-direktivet er der krav om gennemsigtighed og offentliggørelse af informationer om handel på markedet vedrørende såvel priser og volumen. Grunden er, at det skal være muligt for kunderne at vurdere markedet både før og efter handlen. Førhandelsoplysningerne viser hvilke priser, de enkelte værdipapirer kan handles til ved en bestemt mængde og omsætning, hvorimod efterhandelsoplysningerne viser den faktiske handelpris.

Værdipapirhandlere der systematisk internaliserer, skal udføre ordrer fra Detail-kunder til de priser, der er stillet på det tidspunkt, hvor ordren modtages og skal udføres på de for kunden

gunstigste vilkår i overensstemmelse med reglerne herom i bekendtgørelse om værdipapirhandlers udførelse af ordrer.

For at beskytte kunderne, er det ikke lovligt for værdipapirhandlere at kontakte detail-kunder uopfordret også kaldet dørsalg, da de herved kan påvirke kunderne, uden at disse har fået de nødvendige oplysninger i forbindelse med investeringen, hvorfor disse aftaler efterfølgende kan underkendes af domstolene, som det skete i dommene UfR1997.511Ø af 23. januar 1997 om en optionsinvestering (El-forening) og UfR1999.322Ø af 19. november 1998 om en optionsinvestering (ApS).

Når kunder selv henvender sig for at handle med finansielle instrumenter, findes der overordnet to måder, hvorpå dette kan foregå. Enten sker handlen på baggrund af investeringsrådgivning fra værdipapirhandleren og ellers uden rådgivning.

Når det sker på baggrund af investeringsrådgivning kaldes det best execution og rådgivningen bundet i kend din kunde-princippet, hvorigennem værdipapirhandleren har fået de nødvendige oplysninger om kunden, til at gennemføre ordren.

Sker der ikke investeringsrådgivning af kunden kaldes dette execution only. Er der tale om handel med simple værdipapirer som fx aktier og obligationer, kan kunden gennemføre handlen uden at der foretages yderligere. Er der derimod tale om handel med komplekse værdipapirer som fx optioner, futures og swaps, laves der en hensigtsmæssighedsvurdering af kunden, for at give kunden et indblik i, om investeringen vil være rentabel for vedkommende.

Er investeringen ikke rentabel for kunden eller har denne ikke fået kendskab til investeringsprodukterne, medfører dette dog ikke et handelsforbud, kunden skal blot indformeres om, at denne ikke har modtaget rådgivning og at værdipapirhandleren derfor ikke på et senere tidspunkt kan drages til ansvar for handlen.

10. AFSLUTTENDE ANALYSE OG PERSPEKTIVERING

Efter MiFID-direktivets implementering i nationalret den 1. november 2007, er værdipapirhandlerne i medlemslandene af det finansielle samarbejde underlagt de samme regler om, hvorledes rådgivning om finansielle instrumenter skal ske, hvilket giver et ensartet grundlag for konkurrencen mellem værdipapirhandlerne.

Der skal i dag i langt højere grad spørges ind til kundernes finansielle situation, for at sikre kunderne den bedst mulige handel ud fra deres kundeprofil. Formålet hermed er at sikre kunder, specielt detail-kunderne en bedre beskyttelse end tidligere, da disse er afhængige af god rådgivning grundet deres eget begrænsede kendskab til investeringer.

Konsekvenserne af MiFID-direktivets indførelse har endnu ikke vist sig i det store omfang gennem domme og afgørelser i forhold til finansiell rådgivning. Grunden hertil er, at en stor del af afgørelserne endnu bliver afgjort efter de gamle ”god skik”-regler, da sagerne vedrører forhold, der er indtruffet før den 1. november 2007.

På baggrund af de undersøgelser der er lavet af domme og afgørelser afgjort inden den 1. november 2007, formodes det, at disse i høj grad er præget af, at værdipapirhandlerne i et stort omfang har indgået forlig med kunderne, når de har været bevidste om deres fejl. Sagerne bærer også i stor udstrækning præg af, at klagerne har en forventning om, at erstatningen kan overstige det reelle tab og giver det indtryk, at klagerne ikke har ønsket at indgå et forlig med værdipapirhandleren i troen om, at opnå en højere erstatning ved doms- eller ankenævnets afgørelse. Dette har ikke været tilfældet tidligere og bliver det ej heller efter MiFID-reglerne, da kunderne Jf. reglerne normalt skal stilles, som var handlen ikke indgået.

Endvidere giver en del sager det indtryk, at klagerne gennem afgørelser ved domstolene og pengeinstitutankenævnet, har ville gøre værdipapirhandlerne erstatningsansvarlige for bristede forventninger i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter. Sagerne er ikke blevet taget til følge af hverken domstolene eller pengeinstitutankenævnet, da dette ikke kan begrundes med mangelfuld eller ukorrekt rådgivning, da kunderne måtte indse, at de selv bare risikoen for deres investeringer, da de selv har truffet den endelige afgørelse om køb og salg.

Stramningen betyder, at kunderne i fremtiden vil være langt stærkere stillet, nu hvor MiFID-reglerne regulerer forholdet mellem kunder og værdipapirhandlere. Kunderne vil i fremtiden kunne kræve erstatning af værdipapirhandlerne, såfremt disse yder mangelfuld rådgivning i

forbindelse med finansiel rådgivning. Set i lyset af dette ansvar som er pålagt værdipapirhandlerne i forbindelse med finansiel rådgivning, vil det være naturligt, at værdipapirhandlerne fremover vil være tilbageholdende med at tilbyde detail-kunderne komplekse instrumenter.

På sigt formodes der ikke at komme så mange afgørelser på baggrund af de nye krav om kunde-profiler, da det må forventes, at værdipapirhandlerne kan leve op til kravene om kend din kunde-princippet. Derimod kan det dog frygtes, at execution only handlerne kan medføre store bevismæssige tvister, i de tilfælde hvor værdipapirhandleren på kundens anmodning, har gennemført en handel og der efterfølgende opstår tvivlsspørgsmål om, hvorvidt handel er gennemført som execution only eller om der har været ydet rådgivning.

Et yderligere formålet med MiFID-direktivet er, at skabe en bedre gennemsigtighed på markedet både før og efter at handler gennemføres. Ulempen herved er dog, at komplekse værdipapirer ofte bliver handlet over OTC (ikke regulerede markeder), hvilket fortsat bevirker, at store dele af området omkring handel med finansielle instrumenter forbliver uigennemsigtig. Herudover bruger værdipapirhandlere ofte lokale samhandelspartnere i mindre likvide markeder, da disse har et bedre kendskab til markedsdeltagerne og lokalforhold, da dette er altafgørende for at undgå ”skæve” priser.

Disse faktorer kan være hæmmende for konkurrencen på tværs af landegrænserne i det finansielle samarbejde, da dette ofte resulterer i at markederne forbliver lukkede med få markedsdeltagere og manglende konkurrence, hvilket MiFID-direktivet ikke ændrer på.

MiFID-direktivet ændrer grundlæggende på forholdet mellem detail-kunder og værdipapirhandleren og detail-kundernes beskyttelse ved indgåelse af handel med finansielle instrumenter.

MiFID-direktivet har skabt meget administrativt arbejde for værdipapirhandlerne i forbindelse med implementeringen for at kunne leve op til kend din kunde-princippet og er nu et halvt år senere forankret i værdipapirhandlernes forretningsgange. Hvordan udviklingen vil fortsætte i forbindelse med MiFID-direktivet, bliver spændende at følge.

11. RESUMÉ PÅ TYSK

Am 30. April 2004 wurde die Direktive 2004/39/EC "Markets in Financial Instruments Directive" auch Wertpapierdienstleistungsrichtlinie II genannt, von der Europäischen Kommission in Kraft gesetzt und am 1. November 2007 wurde die Implementierung der MiFID in allen Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums durchgeführt.

Mitglieder des Europäischen Wirtschaftsraums sind die 27 Länder der Europäischen Union, sowie auch Island, Liechtenstein und Norwegen.

Mit MiFID ist es gelungen eine europaweite Harmonisierung von Geschäftsabläufen und Regeln durchzuführen. Um den Anlegerschutz zu stärken sind die Regeln für Anlageberater erheblich gestrafft worden.

Anlageberater brauchen eine Zulassung als Finanzdienstleistungsinstitut um beraten zu dürfen und wer ohne Zulassung berät, muss mit gravierenden Folgen rechnen. Vermögensschäden müssen ersetzt werden, und der Kunde muss so gestellt werden, wie er ohne Beratung stehen würde und selbst entgangene Gewinne müssen dem Kunden ersetzt werden, sofern er diese nachweisen kann.

Um eine solche Entschädigung zu meiden, muss der Anlageberater jetzt seine Kunden in 3 Kategorien, je nach zu erwartendem Wissen über die Geschäftsabläufe einstufen. Dies sind jeweils Kleinanleger, Professionelle und geeignete Gegenparteien.

Für jede Kundengruppe gilt ein anderes Schutzniveau, wobei insbesondere der Kleinanleger geschützt wird.

Bevor ein Privatkunde bezüglich Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten beraten wird, muss der Anlageberater erst eine Eignungsschätzung des Kunden durchführen. Hier wird der Kunde nach seiner finanziellen Situation, und sein Wissen über die Geschäftsabläufe und Produkte gefragt. Ausserdem muss festgelegt werden über welchen Zeitraum der Kunde anlegen möchte und auch welches Risiko er eingehen will.

Hierdurch kann der Anlageberater dem Kunden eine bessere Beratung geben, die der finanziellen Situation und den Wünschen des Kunden entsprechen.

Der Kleinanleger hat zwei Möglichkeiten eine Anschaffung von Finanzinstrumenten durchzuführen.

”Best Execution” ist eine Forderung der ”bestmöglichen Ausführung” von Wertpapierhandelsaufträgen für den Kunden, welches der Anlageberater sicherstellen muss. Dies gilt jedoch nur, wenn der Kunde sich vom Anlageberater beraten lässt und danach nur eine Transaktion durchführen lässt, sofern dies seiner finanziellen Situation entspricht.

Die nächste Möglichkeit ist ”Execution only” und gilt, wenn der Kunde keine Beratung haben möchte oder die gegebene Beratung nicht folgt. In solchen Fällen kann der Anlageberater später nicht ersatzpflichtig werden, da dies nicht als Anlageberatung betrachtet werden kann.

Zwischen einer Eignungsschätzung und Execution Only liegt die Zweckmässigkeitschätzung, die von dem Anlageberater erstellt wird, wenn es sich nicht um eine eigentliche Beratung handelt. Hier wird der Kunde nach Kenntnis und Erfahrung auf dem Investitionsgebiet gefragt, die für das nachgefragte Produkt Relevanz hat. Dies geschieht um zu beurteilen ob der betreffende Wertpapiergeschäft für den Kunden zweckmässig ist.

Um einen besseren Kundenschutz zu gewährleisten, muss der Anlageberater jetzt auch Informationen bezüglich der Preise und den Umfang seines Handels am Markt veröffentlichen.

Das Ziel der Transparenzdirektive ist es, dem Kunden zu ermöglichen vor einem Handelsabschluss den Markt zu beurteilen, sowie auch im Nachhinein zu kontrollieren, inwieweit ein Handel unter Berücksichtigung der Umstände die am Markt geltend waren, durchgeführt wurde.

Vorhandelspreise zeigen zu welchen Preisen die einzelnen Wertpapiere bei einer bestimmten Menge und Umsatzgeschwindigkeit gehandelt werden können.

Nachhandelspreise zeigen dagegen den faktischen Handelspreis der Wertpapiere.

12. KILDEFORTEGNELSE

12.1. DIREKTIV

Direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter af 21. april 2004

12.2. FORORDNING

Forordning 1287/2006 af 10. august 2006

12.3. LOVE

Værdipapirhandelsloven

Lov om finansiel virksomhed

12.4. BEKENDTGØRELSER

Bekendtgørelse om investorbekendtgørelse ved værdipapirhandel nr. 809 af 29/06/2007

Bekendtgørelse om investeringsrådgiveres ansvarsforsikring nr. 1528 af 13/12/2007

Bekendtgørelse om lov om finansiel virksomhed nr. 1413 af 10/12/2007

Bekendtgørelse af lov om værdipapirhandel m.v. nr. 1077 af 04/09/2007

Bekendtgørelse om indberetning af transaktioner med værdipapir nr. 1189 af 10/10/2007

Bekendtgørelse om bindende prisstillelser på aktier samt gennemsigtighed for handel med værdipapirer nr. 1178 af 11/10/2007

Bekendtgørelse om hvilke fysiske og juridiske personer der kan udføre tjenesteydelser i forbindelse med værdipapirhandel på erhvervsmæssigt grundlag uden tilladelse efter lov om finansiel virksomhed nr. 440 af 11/05/2007

Bekendtgørelse om udarbejdelse og udbredelse til offentligheden af visse investeringsanalyser nr. 1234 af 22/10/2007

12.5. BØGER

Peer Schaumborg-Müller og Erik Werlauff, Børs og Markedsret 4. udgave, 2008

Cato Baldvinsson, Torben Bender, Kim Busck-Nielsen og Flemming Nytoft Rasmussen, Dansk Bankvæsen, 5. udgave, 2005

12.6. INTERNET-SIDER

www.retsinformation.dk

www.finansraadet.dk søgeord "MiFID"

www.pengeinstitutkendelser.dk

www.ftnet.dk/sw27557.asp den 20/04/2008

12.7. AFGØRELSER

41/2007 af 30. august 2007	side 14
60/2007 af 22. juni 2007	side 14
58/1997 af 27. maj 1997	side 15
86/1997 af 27. maj 1997	side 15
224/1997 af 14. oktober 1997	side 15
83/1997 af 19. november 1997	side 15
272/2002 af 11. februar 2003	side 21
213/2007 af 11. december 2007	side 23
147/2007 af 11. december 2007	side 25
180/2007 af 11. december 2007	side 32
300/2005 af 26. januar 2006	side 32
334/2000 af 19. april 2001	side 33
216/2007 af 11. december 2007	side 216
270/2005 af 26. januar 2006	side 34
15/2007 af 3. maj 2007	side 35

12.8. DOMME

U.2000.2176H af 6. juli 2000	side 15
U.1997.511Ø af 23. januar 1997	side 33
U.1999.322Ø af 19. november 1998	side 33
U.1999.1768Ø af 2. juli 1999	side 33

12.9. UDENLANSK INTERNET-SIDER

www.ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm den 20/05/2008

www.en.wikipedia.org/wiki/MiFID den 18/01/2008

www.versicherung-in.de den 04/05/2008

www.westlb.de den 04/05/2008

www.europa.eu den 18/01/2008

12.10. UDENLANDSKE DOMME

ZIP 1996.1161.BGH side 13

XI ZR 159/99 af 9. maj 2000 side 22

XI ZR 170/07 af 19. februar 2008 side 24