



EUROPEISKA GEMENSKAPERNAS KOMMISSION

Bryssel den 14.11.2000
KOM(2000) 722 slutlig

MEDDELANDE FRÅN KOMMISSIONEN

**OM TILLÄMPNINGEN AV UPPFÖRANDEREGLER ENLIGT ARTIKEL 11 I
DIREKTIVET OM INVESTERINGSTJÄNSTER (93/22/EEG))**

MEDDELANDE FRÅN KOMMISSIONEN

OM TILLÄMPNINGEN AV UPPFÖRANDEREGLER ENLIGT ARTIKEL 11 I DIREKTIVET OM INVESTERINGSTJÄNSTER (93/22/EEG)

- SAMMANFATTNING -

Integrerade och effektiva finansiella marknader i EU är av central betydelse, allmänt sett för att den europeiska ekonomin skall fungera väl och särskilt för att klara övergången till en kunskapsekonomi. Stats- och regeringscheferna angav vid toppmötet i Lissabon att ett prioriterat mål bör vara att "underlätta för alla investerare att med framgång delta på en integrerad marknad". Detta meddelande avser att bidra till att uppfylla detta mål. I handlingsplanen för finansiella tjänster noteras att osäkerhet över hur bestämmelserna i artikel 11 i direktivet om investeringstjänster¹ bör tillämpas i praktiken utgör ett potentiellt hinder för ett sådant deltagande. Föreliggande meddelande utgör en del i ett mer omfattande brett samråd om utformningen av möjliga formella ändringar av investeringstjänstedirektivet (ISD)².

Miljön inom vilken denna bestämmelse tillämpas har undergått betydande förändringar de senaste åren:

- Nya typer av investerare har tillkommit på värdepappersmarknaderna.
- Värdepappersföretag utvecklar ny teknik för att tillgodose det ökade intresset för och efterfrågan på ett bredare spektrum av investeringsprodukter.
- Direktivet om vissa rättsliga aspekter på elektronisk handel kommer att träda i kraft vid utgången av 2001. Detta kommer att öppna vägen för en övergång till ett synsätt baserat på "hemlandsbaserat" synsätt i fråga om vilka regler som är tillämpliga – inklusive uppföranderegler – för tillhandahållande av elektroniska investeringstjänster till professionella motparter.
- Bildandet av *Forum for European Securities Commissions* (FESCO) öppnar vägen för ett mycket närmare samarbete än tidigare mellan nationella börstillsynsorgan, vilket bör leda till en gradvis tillnärmning av tillsynspraxis. Detta har framgått av den informella samsyn som uppnåtts i fråga om kategoriindelningen av investerare med avseende på artikel 11.

Detta meddelande innehåller en översikt över hur artikel 11 har genomförts i medlemsstaterna och ger riktlinjer för hur uppföranderegler bör tillämpas för att underlätta tillhandahållandet av tjänster över gränserna.

¹ Rådets direktiv 93/22/EEG av den 10 maj 1993 om investeringstjänster inom värdepappersområdet. EGT nr 141/27, 11.6.1993.

² Kommissionens meddelande: Modernisering av direktivet om investeringstjänster (ISD).

Nuläget i fråga om genomförande:

- Medlemsstaterna har vidtagit åtgärder för att ge uppförandereglerna rättslig verkan i enlighet med de principer som anges i artikel 11.1. De grundläggande rättsreglerna har kompletterats med detaljerade bestämmelser för verkställandet av uppföranderegler. Samtidigt som det finns skillnader mellan medlemsstaterna i fråga om det detaljerade innehållet i och formen för genomförandet av nationella uppföranderegelsystem, erbjuder dessa en jämförbar skyddsnivå för professionella aktörer i så måtto att de möjliggör för investeringsexperter att nå fram till underbyggda beslut om innehållet i den typ av tjänster som erbjuds.
- Det allmänna kravet att göra åtskillnad mellan yrkesmässiga investerare och övriga investerare avspeglas i flertalet tillämpningslagstiftningar. Denna distinktion har emellertid i praktiken genomförts på mycket olika sätt i medlemsstaterna, vilket medför att värdepappersföretag kan komma att klassas olika när de utför likartade transaktioner i olika medlemsstater. Detta får till följd att värdepappersföretag som bedriver gränsöverskridande verksamhet kan komma att omfattas av uppföranderegler med olika kvalitetskrav.
- Medlemsstaterna använder olika test för att i enlighet med artikel 11.1 bestämma "var tjänsterna tillhandahållits". I praktiken frångås emellertid dessa tester och i stället tillämpas inhemska uppföranderegler på utländska tillhandahållare av investeringstjänster, även om de uppföranderegler som tillämpas i tjänsteleverantörens hemland ger motsvarande skydd.

De ovan nämnda skälen gör det onödigtvis komplicerat att tillhandahålla investeringstjänster över gränserna, och också onödigt dyrt till följd av rättslig osäkerhet och överlappande regleringskrav. För att det skall vara möjligt att lyckas med att integrera värdepappersmarknaderna, i enlighet med stats- och regeringschefernas intentioner, är det absolut nödvändigt att uppnå större samstämmighet i fråga om tillämpningen av uppföranderegler. En sammanhängande och systematiskt synsätt som tar hänsyn till investerarens yrkesmässighet kan i hög grad bidra till att uppnå en inre marknad för investeringstjänster samtidigt som skyddet för investerarna fullt ut tillgodoses. Kommissionen förslår följande:

- **Beträffande artikel 11.1** bör medlemsstaternas skyldighet att beakta investerarens yrkesmässighet inte anses villkorad av att innehållet i uppförandereglerna redan harmoniserats. FESCO har nyligen nått enighet om ett system för att indela investerare i kategorier, vilket utgör en grundval för identifikation och tillsyn av yrkesmässiga investerare som det råder samförstånd om.
- **Beträffande artikel 11.2** kräver skyddet för det allmännas bästa att nationella tillsynsorgan beaktar vilken kategori av investerare det rör sig om och vilket "skyddsbehov" som krävs för den kategorin innan de bestämmer huruvida det är lämpligt att införa lokala uppföranderegler. En investerarens yrkesmässighet kan vara till hjälp för att avgöra huruvida införandet av värdlandets uppföranderegler är ett lämpligt sätt att tillgodose investerarens "skyddsbehov". Det bör också beaktas att uppföranderegler i samtliga medlemsstater redan erbjuder ett tillräckligt och jämförbart skydd till alla yrkesmässiga investerare. Investeringstjänster som tillhandahålls till yrkesmässiga investerare bör därför uteslutande regleras av de gällande uppförandereglerna i tjänsteleverantörens hemland utan föregående harmonisering. När det gäller mindre investerare, finns det fortfarande skillnader mellan nationella uppföranderegler. Myndigheterna i värdlandet kan därför tillämpa lokala uppföranderegler för sådana investerare som är förenliga med fördragets principer och sekundärlagstiftningen.

I meddelandet behandlas också tillämpningen av uppföranderegler på värdepappersföretags filialer. Effektiv tillsyn av uppföranderegler kommer att förstärkas av närheten mellan tillsynsmyndigheten och den del av bolaget som har kontakt med kunden. Detta antyder att tillsynsmyndigheten i det land där filialen är belägen kan vara bättre skickad att övervaka relationen mellan filial och kund. Både hänsynen till "det allmännas bästa" och bestämmelserna i direktivet om investeringstjänster ger stöd för detta. Denna slutsats är giltig för investeringstjänster som tillhandahålls av en filial till såväl yrkesmässiga och mindre investerare.

Den beskrivna strategin kan, om den genomförs på ett systematiskt sätt, underlätta tillhandahållandet av tjänster över gränserna till yrkesmässiga investerare utan att direktivet om investeringstjänster behöver ändras. Rättssäkerheten och tydligheten skulle dock ökas om lämpliga ändringar görs i direktivtexten. Ett bredare samråd om en genomgripande modernisering av direktivet om investeringstjänster har inletts genom det parallella meddelandet om moderniseringen av direktivet om investeringstjänster. Den analys som presenteras i detta meddelande kan ses som ett första steg i att utveckla ett synsätt som kommissionen kommer att försöka integrera i kommande formella revideringar av direktivet om investeringstjänster. Syftet är att upplysa Europaparlamentet, de nationella myndigheterna, tillsynsorgan och marknadsaktörer om vilket slags formella ändringar av artikel 11 och närliggande bestämmelser det kan bli fråga om. Detta meddelande innebär inte att medlemsstaterna åläggs några nya skyldigheter och det föregår inte heller den tolkning av frågeställningen som EG-domstolen kan tänkas göra.

- MEDDELANDE FRÅN KOMMISSIONEN -

I. INLEDNING

Detta meddelande har utarbetats som ett svar på handlingsplanen för finansiella tjänster³ som antogs vid Europeiska rådets möte i Köln och Lissabon. Vid Europeiska rådets möte i Lissabon fastställdes som prioriterad uppgift att "underlätta för alla investerare att med framgång delta på en integrerad marknad". Föreliggande meddelande kommer att bidra till att detta mål uppnås genom att det uppmuntrar till gränsöverskridande konkurrens mellan yrkesmässiga verksamheter.

Direktivet om investeringstjänster⁴ är hörnstenen i EU:s rättsliga ram för finansiella tjänster. Denna har flera syften. Ett av dessa är att leverantörer av investeringstjänster skall kunna erhålla ett enda pass för investeringstjänster. Alla medlemsstater har antagit nationella bestämmelser för att genomföra direktivet om investeringstjänster. De erfarenheter som gjorts efter det att åtgärderna antogs har emellertid givit belägg för att tillämpningen av artikel 11 omges av en betydande grad av osäkerhet, samtidigt som artikeln innehåller en rad principer som medlemsstaterna är skyldiga att iakttä när de tillämpar uppföranderegler.

Miljön i vilken dessa regler skall tillämpas har också under senare år i hög grad förändrats till följd av den tekniska utvecklingen och på grund av att nya typer av investerare på värdepappersområdet har tillkommit. Den stora tillströmningen av investerare som vill delta i direkta värdepappersbaserade investeringar ställer nya krav på den nuvarande tillsynstraditionen och de tillgängliga resurserna.

Det rättsliga regelverket kring tillhandahållandet av elektroniska tjänster över gränserna håller vidare på att förtydligas. Särskilt i direktivet om vissa rättsliga aspekter på e-handeln⁵ antyds att ursprungslandets lagstiftning är tillämplig på de företagsinvesteringstjänster som omfattas av direktivet. Detta direktiv kommer att börja gälla omedelbart efter det att direktivet träder i kraft den 17 januari 2002.

I detta meddelande anges kommissionens synpunkter på hur tillämpningen av artikel 11 i direktivet om investeringstjänster bör göras mer förenlig med målet om ett fritt tillhandahållande av tjänster. I meddelandet lämnas förslag på hur uppförandereglerna kan anpassas till rådande marknadsförhållanden och de förestående förändringarna i den rättsliga miljön. I meddelandet åläggs inte medlemsstaterna nya skyldigheter och det föregriper inte heller EG-domstolens tolkning i dessa frågor. I meddelandet utstakas en möjlig kurs för att komma tillrätta med de huvudsakliga stötestenarna vid tillämpningen av direktivet om investeringstjänster. Framtida justeringar av investeringstjänstedirektivet och gemenskapens politik på detta område kommer att eftersträva att ge full rättslig verkan åt detta synsätt. Därigenom förebådas i meddelandet ett potentiellt viktigt bidrag till tillväxt och sysselsättning samt till väl fungerande europeiska värdepappersmarknader.

³ KOM(99) 232, 11.5.1999.

⁴ Direktiv 93/22/EEG - EGT L 141, 11.6.1993, s. 27.

⁵ Antaget den 6 juni 2000.

II. PRESENTATION AV ARTIKEL 11 I DIREKTIVET OM INVESTERINGSTJÄNSTER OCH AV UPPFÖRANDEREGLERNA:

Genom direktivet om investeringstjänster öppnas möjligheter för värdepappersföretag i en medlemsstat att tillhandahålla motsvarande tjänstesortiment i alla övriga medlemsstater, efter det att de väl har erhållit auktorisation av tillsynsmyndigheterna i deras hemländer.⁶ De får utöva denna rättighet antingen genom att bilda filialer eller genom att tillhandahålla tjänster över gränserna. För att bekräfta "EU-passet" för värdepappersföretag, innehåller direktivet om investeringstjänster och därmed sammanhängande lagstiftning gemensamma bestämmelser om värdepappersföretags driftsmässiga villkor⁷. Artikel 11, som handlar om uppföranderegler, är i detta avseende en av de centrala bestämmelserna.

Artikel 11.1: Uppföranderegler

I artikel 11.1 fastställs att medlemsstaterna skall uppställa uppföranderegler som värdepappersföretagen vid varje tidpunkt skall efterleva. Dessa uppföranderegler har följande huvudsyften:

- Att styra förhållandet mellan den som tillhandahåller investeringstjänsten och den enskilda kunden för att säkerställa att kunden behandlas rättvist och att investerare inte lockas att göra investeringar som inte passar deras behov;
- Att säkerställa att värdepappersföretag styrs på ett sätt som gör att marknadernas integritet bibehålls.
- I artikel 11.1 föreskrivs inte det närmare innehållet i eller utformningen av medlemsstaternas uppföranderegler. I artikeln anges endast de allmänna principer som bör känneteckna sådana ordningar. Faktaruta 1.

Faktaruta 1: Översikt över uppförandereglerna:

Uppställandet av uppföranderegler syftar till att bevara investerarnas förtroende och marknadens integritet genom att ange normer för hur tillhandahållare av investeringstjänster skall bedriva sin verksamhet. Skälet till att dessa regler har införts är att det finns en risk för att vissa investerare kan missgynnas genom att de saknar tillgång till eller förmåga att på ett riktigt sätt analysera finansiell information.

Tillhandahållare av tjänster är framför allt skyldiga att

- bedriva sin verksamhet på ett hederligt och rättvist sätt och med vederbörlig skicklighet, omsorg och skyndsamhet samt med beaktande av kundernas bästa och marknadens integritet. Detta innebär att från sina kunder inhämta uppgifter om deras ekonomiska situation, erfarenhet av värdepappersmarknaden och de mål de vill uppnå med de tjänster de efterfrågar (dvs "know your customer"-principen),

⁶ Medlemsstaterna måste se till att det inte finns några hinder för verksamhet som har ömsesidigt erkännande att bedrivs på samma sätt som i företagets hemland så länge verksamheten inte strider mot gällande lagar och andra författningar till skydd för det allmänna bästa i värdlandet."(skäl nr 33 i direktivet om investeringstjänster).

⁷ De behöriga myndigheterna i hemlandsmedlemsstaten är ansvariga för den löpande övervakningen av att värdepappersföretagen efterlever dessa försiktighetsregler (se artikel 8), samt många av de sundhetsregler som används för att kontrollera värdepappersföretagens löpande verksamhet (artikel 10).

- lämna tillräcklig information om sådana omständigheter som är väsentliga i sammanhanget (dvs riskvarningar),
- försöka undvika intressekonflikter och när sådana inte kan undvikas se till att kunderna behandlas rättvist.

Enligt artikel 11 måste tillhandahållare av investeringstjänster även uppfylla "alla krav i tillämpliga bestämmelser [...] för att främja [...] marknadens integritet." Denna kategori uppföranderegler omfattar åtgärder för att bekämpa otillbörlig marknadspåverkan och andra otillåtna affärsmetoder. Dessa åtgärder omfattar inte uppföranderegler som syftar till att reglera förhållandet mellan tjänsteleverantören och kunden och som detta meddelande handlar om.

Artikel 11.1: den yrkesmässige investeraren

I artikel 11.1 föreskrivs att nationella myndigheter vid tillämpningen av uppföranderegler skall "beakta yrkesmässigheten hos den åt vilken tjänsten tillhandahålls". I skäl 32 i ingressen till direktivet om investeringstjänster klargörs att medlemsstaterna när de vidtar åtgärder i syfte att skydda investerare bör ta hänsyn "till de olika skyddskrav som olika kategorier av investerare har och deras olika grader av yrkeskunnande"⁸. Sammantaget ***anges i dessa bestämmelser att uppföranderegler till skydd för investerare bör beakta att vissa investerare i kraft av sitt yrkeskunnande eller de resurser de förfogar över behöver mindre lagstadgat skydd***. Dessa investerare har förmåga att bilda sig en väl underbyggd uppfattning om en föreslagen investerings affärsmissiga och rättsliga profil.

Artikel 11.2: tillämpning av uppföranderegler

I artikel 11.2 i direktivet om investeringstjänster konstateras att ansvaret för införandet och tillsynen av efterlevnaden av dessa regler i frånvaro av harmoniserade uppföranderegler åvilar den behöriga myndigheten i den medlemsstat där tjänsten tillhandahålls.

Artikel 11.3: kategori av slutlig investerare

I artikel 11.3 fastställs att värdepappersföretag som verkställer en order som lämnats av ett annat värdepappersföretag, enligt definitionen i direktivet om investeringstjänster, för en tredje parts räkning är skyldiga att bedöma vilken typ av investerare den slutlige investeraren är för att avgöra vilka uppföranderegler till skydd av investeraren som är tillämpliga.

Närliggande bestämmelser i direktivet om investeringstjänster

Direktivet om investeringstjänster innehåller andra bestämmelser som syftar till att reglera verksamheten och som är nära förbundna med, eller delvis överlappar, uppföranderegler.

⁸

Skälen i ingressen till ett direktiv tjänar som ett stöd för tolkningen såtillvida att de belysergemenskapslagstiftarens intentioner. Jmf Domstolens dom i mål 76/72 *Michel* [1973] REG 457 och mål C-238-94 *Garcia* [1996] REG I-1673.

- I artikel 10 föreskrivs de sundhetsregler som hemlandsmedlemsstaten är skyldig att upprätta och som de auktoriserade värdepappersföretagen enligt definitionen i direktivet om investeringstjänster är skyldiga att följa. Dessa bestämmelser innehåller en uppräkningslista av de organisatoriska åtgärder som auktoriserade värdepappersföretag är skyldiga att tillämpa till skydd för investerarnas intressen. Dessa krav gäller förvaltnings- och redovisningsförfaranden, åtgärder för att skydda investerarens äganderätt, förebygga att värdepappersföretaget använder investerarens medel för egen räkning samt krav på registrering av transaktioner. Dessa sundhetsregler har samma syfte som bestämmelserna i artikel 11. Det finns därför en komplementaritet och överlappning i fråga om tillämpningen av artiklarna 10 och 11. Denna samverkan försvåras av att ansvaret för tillämpningen av artikel 10 tilldelas tillsynsmyndigheten i hemlandet⁹ medan bestämmelserna i artikel 11 är mindre tydliga i fråga om ansvarsfördelningen.
- Genom artikel 13 tillåts värdepappersföretag att med alla tillgängliga kommunikationsmedel marknadsföra sina tjänster i en annan medlemsstat "i enlighet med de regler rörande form och innehåll i sådan marknadsföring som kan ha antagits för det allmänna bästa". Trots denna specifika bestämmelse om marknadsföring av investeringstjänster har många medlemsstater inkluderat bestämmelser om marknadsföring i sina uppföranderegler. Återigen kan detta leda till att samma verksamhet omfattas av överlappande bestämmelser i direktivet om investeringstjänster, vilka bygger på olika synsätt¹⁰.

III. TILLÄMPNINGEN AV ARTIKEL 11 I MEDLEMSSTATERNA:¹¹

- **Krav på att uppställa uppföranderegler (artikel 11.1)**

Medlemsstaterna har antagit detaljerade nationella bestämmelser för att genomföra de allmänna principerna i artikel 11. De har infört uppföranderegler till skydd för konsumenter och investerare som täcker följande områden:

- Reklam, marknadsföring och försäljning via förmedlare (ofta kompletterade av allmänna konsumentskyddsbestämmelser),
- Information till kunder såsom periodiska rapporter och riskvarningar);
- Information från kunderna som underlag för "lämplighets" test,
- provisioner, pålägg och avgifter;

⁹ Med undantag för förbehållet i artikel 10, femte strecksatsen, om värdlandets befogenheter att fastställa organisationskrav på filialer inom dess territorium för att begränsa intressekonflikter.

¹⁰ En del av osäkerheten på detta område skulle kunna lösas genom det direktiv om distansförsäljning av finansiella tjänster nu är under behandling i rådet och Europaparlamentet. Förslaget skulle kunna leda till en harmonisering av de nationella reglerna marknadsföring av och reklam för investeringstjänster såväl som av andra bestämmelser som rör förhandsinformation och marknadsföringstekniker.

¹¹ Denna analys grundas på svaren på den omfattande undersökning av nationella förfaranden för genomförandet av uppföranderegler som samordnats av FESCO, kompletterat av kommissionens analys av nationella genomförandelagstiftningar.

- krav på god handlarpraxis som t.ex. "löfte om att utföra tjänsten på bästa möjliga sätt".

Dessutom tillämpar de flesta medlemsstater motsvarande skyddsregler om särskiljande av verksamheter för att undvika intressekonflikter, samt om interna kontroller för att garantera tillbörlig noggrannhet och omsorg. Slutligen kräver nästan samtliga medlemsstater att skriftliga kundavtal och standarddokumentation används. Inte desto mindre föreligger vissa skillnader i den praktiska och detaljerade genomförandet av metoder för att skydda investerare.¹²

• **Krav på att beakta investerarens yrkesmässighet (artikel 11.1)**

Hittills har de nationella myndigheterna intagit mycket olika ståndpunkter när det gäller hur man bör göra åtskillnad mellan yrkesmässiga investerare och övriga investerare. Det förekommer skillnader i fråga om den exakta gränsdragningen mellan yrkesmässiga och övriga investerare, de förfaranden som tillämpas för att bestämma vilken grupp en investerare tillhör samt innehållet i det skydd som ges olika kategorier av investerare.

Få medlemsstater har i genomförandet av lagstiftning eller förvaltningsriktlinjer uttryckligen gjort åtskillnad mellan det särskilda skydd som uppföranderegler bör erbjuda yrkesmässiga respektive övriga investerare. I de nationella bestämmelserna i dessa medlemsstater anges i allmänhet (men dock inte systematiskt) de krav i uppförandereglerna som det är möjligt att bevilja lättnader eller undantag från för tjänster som tillhandahålls yrkesmässiga investerare. Även i dessa länder kvarstår en viss osäkerhet i det gränsfall som gäller huruvida en investerare från ett icke finansiellt företag eller en investerare med stor sakkunskap skall betraktas som en yrkesmässig investerare ("professional investor") eller en mindre investerare ("retail investor"). De flesta andra medlemsstater förlitar sig huvudsakligen på allmänna uttalanden i lagstiftning eller förvaltningsskrivelser för att verkställa skyldigheten att beakta investerarens yrkesmässighet.

Det finns också skillnader mellan medlemsstaterna när det gäller i vilken utsträckning de tillåter investerare att välja investeringar med uppföranderegler som ger ett mindre strikt skydd, samtidigt som flera medlemsstater har skräddarsytt sina uppföranderegler till den tjänst eller det finansiella instrument som avses.¹³ Detta funktionella eller produktbaserade synsätt har fått effekter som kan jämföras med en differentiering på grundval av kundkategori i så måtto att typen av skydd förändras till följd av att handeln i vissa specifika instrument är förbehållen investeringsspecialister vilka ofta omfattas av försiktighetskrav.

¹² Det råder enighet om att "bästa möjliga utförande" är liktydigt med en förpliktelse att garantera kunden bästa möjliga pris, men det finns skillnader mellan medlemsstaterna när det gäller de lämpliga förfarandena för att uppnå detta mål. Exempelvis lägger medlemsstaterna olika vikt vid förhindrande av intressekonflikter, förbud mot sådan verksamhet som att skumma marknaden ("churning"), obligatoriska regler orderlämning och tidsfrister, tilldelning och informationslämnande. Medlemsstaterna har också olika syn på i vilken utsträckning verksamhet som enbart inbegriper utförande ("execution only") fullt ut omfattas av uppförandereglerna, där vissa medlemsstater godtar ett mindre krävande skydd för denna typ av affärstransaktioner.

¹³ Följaktligen tillämpas i många medlemsstater skräddarsydda skyddsregler med avseende på företagsfinansiering, derivathandel, handel med statsobligationer, handel med warrant.

Principen i uppföranderegler till skydd för investerare att det bör göras åtskillnad mellan yrkesmässiga respektive mindre investerare har därför i stor utsträckning införlivats i nationell lagstiftning och förvaltningspraxis. Medlemsstaterna har emellertid genomfört denna distinktion på olika sätt, vilket fått till följd att samme investerare som genomför en jämförbar transaktion skulle kunna kategoriseras enligt olika medlemsstaters lagstiftning.

- **Ansvar för genomförande och tillsyn (artikel 11.2)**

Medlemsstaterna använder en rad olika kriterier för att fastställa var tjänsten tillhandahålls för att kunna fastställa vilka nationella uppföranderegler som är tillämpliga. Dessa tester innefattar allt från tester baserade på investerarens hemvist, tester för att fastställa varifrån förfrågan kommit till tester för att fastställa var förmedlaren av investeringstjänster har sin huvudsakliga verksamhet, grundat på en bedömning av var denne har de största resurserna för att utföra sina tjänster. Andra medlemsstater tillämpar en bedömning från fall till fall.¹⁴

I praktiken tillämpar de flesta medlemsstater sina inhemska uppföranderegler på gränsöverskridande investeringstjänster som tillhandahålls från andra länder utan att beakta vilken typ av tjänst eller kund det gäller. Tillämpning av hemlandsreglerna sker oavsett om tjänsten tillhandahålls tillfälligt eller varaktigt. Endast i två medlemsstater begränsas tillämpningen av hemlandets uppföranderegler till tjänster som tillhandahålls regelbundet.

I praktiken omfattas oftast investeringstjänster som tillhandahålls över nationsgränserna av en automatisk tillämpning av uppföranderegler i investerarens hemland (värdlandet). Tillämpningen av värdlandets uppföranderegler utgör ett ytterligare skydd utöver den heltäckande och rutinmässiga tillämpningen av uppföranderegler i tjänsteleverantörens hemland. Tillsynsmyndigheten i hemlandet övervakar i själva verket mycket noga alla tjänster som tillhandahålls av företag som är etablerade på deras territorium – utan att göra åtskillnad mellan tjänster som tillhandahålls inom landet och tjänster som tillhandahålls över gränserna. Detta gäller i synnerhet kraven på att kunna återskapa händelseförloppet i en omstridd transaktion (verifikationskedjor) samt registreringskraven.

Den nuvarande situationen medför därför att två olika nationella uppföranderegler till skydd för investerare ofta tillämpas på en given gränsöverskridande transaktion, oberoende av om det är fråga om en yrkesmässig investerare eller ej.

- **Tillämpning av kravet enligt artikel 11.3 att bedöma yrkesmässigheten hos den investerare från vilken ordern härrör ("look-through").**

Två medlemsstater har infört en strikt tolkning av artikel 11.3 och kräver att alla förmedlare som medverkar i en transaktion i flera led skall vara skyldiga att beakta vilken investerarkategori den slutlige investeraren tillhör. I sju medlemsstater

¹⁴

Detta lapptäcke av förhållningssätt kan ge upphov till situationer där en viss transaktion antingen omfattas av två uppsättningar skyddsregler (hemlandet tillämpar en utpräglad verksamhetsinriktad test medan värdlandet tillämpar en test som baseras på var kunden har sin hemvist) eller ingen skyddsregel alls (investerarens värdland tillämpar utpräglad verksamhetsinriktad test medan tjänsteleverantörens hemland tillämpar en test som grundas på var förmedlaren har sin hemvist).

inskränks skyldigheten att "känna kunden" till att enbart gälla det företag som har en direkt relation med kunden, såvida inte detta företag uppger investerarens identitet för sin motpart. Övriga medlemsstater har ännu inte antagit detaljerade regler om detta.

Det är inte helt klart hur denna bestämmelse verkställs när mer än en jurisdiktion berörs. I tre medlemsstater krävs regelmässig information om slutkundens kategoritillhörighet från samtliga inblandade förmedlare, oavsett kundens bosättningsland. I en annan medlemsstat har man lättat på kravet att "känna din kund" genom att godta att värdepappersföretaget förlitar sig på upplysningar om kunden som tillhandahållits av andra förmedlare eller som föreligger i form av bevis.

• **Genomförande av artikel 11 - slutsatser**

Av kommissionens analys av befintliga nationella förfaranden för genomförandet av uppföranderegler framgår följande:

- Det finns skillnader mellan medlemsstaterna när det gäller nivån på det skydd som ges mindre (retail) investerare. Dessa skillnader tycks vara mest framträdande när det gäller "bästa möjliga utförande", intressekonflikter och uppföranderegler för "execution only" transaktioner, systematisering av kontraktsvillkor, samt dokumentation. När det gäller yrkesmässiga investerare ger emellertid de nationella lagstiftningarna ett likvärdigt skydd.
- Det allmänna kravet att göra åtskillnad mellan yrkesmässiga och övriga investerare avspeglas i de flesta tillämpningslagstiftningar. Det finns dock betydande skillnader när det gäller hur denna distinktion har genomförts i praktiken.
- Formuleringen i artikel 11.2 resulterar i att skilda kriterier används i de olika medlemsstaterna för att fastställa "var tjänsten tillhandahålls". I praktiken bortses emellertid från dessa kriterier och istället tillämpas en tumregel som innebär att inhemska uppföranderegler tillämpas på investeringstjänster som tillhandahålls från andra länder. Dessa regler tillämpas även om tjänsteleverantörens hemland självt tillämpar väsentliga, annorlunda utformade men jämförbara uppföranderegler till skydd för investerare.

IV. DISTINKTIONEN MELLAN YRKESMÄSSIGA RESPEKTIVE MINDRE INVESTERARE GAGNAR DEN INRE MARKNADEN

En effektiv åtskillnad mellan yrkesmässiga och övriga investerare kan ha följande betydande fördelar:

- **Integrerade och likvida värdepappersmarknader och tillhandahållande av tjänster i konkurrens.** Det främsta syftet med EU:s lagstiftning på värdepappersområdet är att göra det möjligt för tillhandahållare av investeringstjänster att konkurrera utan att onödiga hinder uppställs. I vidare bemärkelse innebär det att investerare skall kunna leta fram och dra nytta av lönsammare investeringsmöjligheter. Att i onödan tillämpa två uppsättningar uppföranderegler på gränsöverskridande transaktioner leder till att det uppstår marknadstillträdes hinder som gör det svårare för parterna att träffa lönsamma

gränsöverskridande avtal och således leder till att marknaden fragmenteras, vilket försämrar likviditeten.

- Tillämpningen av uppföranderegler till skydd för yrkesmässiga investerare, som utformades med mindre investerare i åtanke, **medför ökade kostnader** och kan komma att begränsa deras användning av innovativa produkter. Den rättsliga osäkerheten kring klassificeringen av investerare leder också till betydligt ökade kostnader. Den nuvarande situationen förvärrar dessa risker genom att i själva verket kräva att värdepappersföretag som aktivt utnyttjar EU-passet skall uppfylla upp till 15 uppsättningar uppföranderegler. Indirekt gynnar detta de starkaste företagen, eftersom dessa har de flesta resurserna för att kunna hantera komplexitet.

En mer effektiv användning av tillsynsresurser. Tillsynsresurserna är knappa. För att kunna användas på bästa sätt bör de riktas mot de delar av marknaden som kan dra mest nytta av dem, nämligen hushållen och de mindre investerarna. Det krävs inte ett lika stort skydd för sofistikerade investerare som har så stor erfarenhet av att bedöma affärsmöjligheter att de kan ta vara på sina egna intressen eller som kan erhålla investeringsrådgivning för att fatta optimala investeringsbeslut.

V. ATT BEAKTA ÅTSKILLNADEN MELLAN YRKESMÄSSIGA INVESTERARE OCH MINDRE INVESTERARE I DE NATIONELLA UPPFÖRANDEREGLERNA (ARTIKEL 11.1).

Artikel 11.1 innehåller ett entydigt och ovillkorligt krav på att nationella myndigheter skiljer mellan yrkesmässiga och mindre investerare när de uppställer uppföranderegler till skydd för investerare. ***Medlemsstaternas skyldighet att beakta investerarens "yrkesmässighet" är inte betingad av en föregående harmonisering av innehållet i uppförandereglerna.*** De nationella myndigheterna skulle nu kunna börja att särskilja de regler som gäller för yrkesmässiga investerare.

De gällande nationella uppförandereglerna i alla medlemsstater innehåller redan omfattande uppföranderegler till skydd för investerare, vilka är tillräckliga för att yrkesmässiga investerare skall ha möjlighet att fatta underbyggda beslut. Det finns behov att ytterligare förfinas och förtydliga hur principerna i artikel 11.1 skall tillämpas för mindre investerare¹⁵. Det faktum att arbetet med att utforma ett lämpligt skydd till förmån för mindre investerare fortfarande pågår bör inte hindra att distinktionen mellan yrkesmässiga investerare och mindre investerare omedelbart genomförs genom att ta de befintliga nationella systemen som utgångspunkt för behandlingen av yrkesmässiga investerare.

Direktivet om investeringstjänster innehåller inte någon entydig definition av vad som utgör "yrkesmässighet". Det har lett till att en rad olika sätt att klassificera investerare uppkommit i medlemsstaterna. De nationella tillsynsmyndigheterna har

¹⁵

Nationella tillsynsmyndigheter för värdepappersmarknaderna, som arbetar inom ramen för FESCO, har upprättat en arbetsgrupp om normer för harmoniseringen av uppföranderegler. Detta viktiga arbete syftar till att uppnå enighet om en rad normer, däribland handelskrav, upplysningar som skall inhämtas från kunderna, upplysningar som skall ges till kunderna, användning av kundavtal och dokumentation.

emellertid nyligen vid ett möte i *Forum of European Securities Commissions* (FESCO) enats om en gemensam definition av vad som kännetecknar en yrkesmässig investerare¹⁶. De har förbundit sig att "anstränga sig" att säkerställa att denna definition görs operationell för alla investeringstjänster inom deras kompetensområde (inhemska och gränsöverskridande investeringstjänster).

Kommissionen anser att det skulle vara lämpligt att de nationella myndigheterna övervägde att i god tid vidta effektiva steg för att genomföra de lösningar som deras tillsynsmyndigheter har enats om inom FESCO.

Faktaruta 2: Översikt över FESCO:s klassificering:

Kategori 1. Investerare som betraktas som yrkesmässiga investerare utan att ytterligare formaliteter eller kontroller krävs. Denna uttömmande förteckning omfattar enheter som måste vara auktoriserade/reglerade för att bedriva verksamhet på finansiella marknader, däribland:

- Kreditinstitut (enligt definitionen i det andra bankrörelsedirektivet);
- Värdepappersföretag;
- Övriga auktoriserade eller reglerade finansiella institut (enligt definitionen i artikel 1.6 i det andra bankrörelsedirektivet);
- Försäkringsbolag;
- Kollektiva investeringsordningar och deras förvaltningsbolag;
- Pensionsfonder och deras förvaltningsbolag.

Statliga myndigheter, internationella och överstatliga organisationer.

Procedurmässiga överväganden: Varje investerare i denna kategori kan begära att behandlas som en icke yrkesmässig investerare (möjlighet att välja en högre skyddsnivå).

Kategori 2: Investerare som på begäran kan behandlas som yrkesmässiga investerare.

Stora och institutionella investerare inklusive:

- Övriga finansiella institut (som inte täcks av artikel 1.6 i det andra bankrörelsedirektivet);
- Stora aktiebolag och handelsbolag (bestämda tröskelvärden);
- Andra institutionella investerare än yrkesmässiga investerare vars bolagsändamål är att investera i finansiella instrument;
- Råvaruhandlare;
- Organisationer inom den offentliga sektorn;
- Utgivare av börsnoterade instrument.

Procedurmässiga överväganden: Investeraren måste informeras skriftligen om de skyddsinslag som han/hon går miste om och skriftligen bekräfta att han/hon är medveten om konsekvenserna av att förlora dessa skyddsinslag.

Kategori 3: övriga investerare som på begäran kan behandlas som yrkesmässiga investerare:

De kan få rätt att avstå från att omfattas av det skydd som vissa av uppförandereglererna ger efter en detaljerad bedömning av kundens kunnande och erfarenhet (FESCO föreslår användandet av duglighetskriterier för finansiell förvaltning). Detta system är utformat för att göra det möjligt för mycket kunniga och sofistikerade investerare att behandlas som yrkesmässiga investerare. Två av nedanstående kriterier måste uppfyllas:

- 10 transaktioner av betydande storlek per kvartal under fyra kvartal,
- en värdepappersportfölj som överstiger 0,5 miljoner euro,
- 1 års yrkeserfarenhet i branschen.

Procedurmässiga överväganden: Investeraren skall

1. skriftligen ange att han vill bli betraktad som yrkesmässig investerare,
2. erhålla förvarning från värdepappersföretag om skydd och rättigheter som han/hon riskerar att förlora,
3. skriftligen ange i ett särskilt dokument att han/hon är medveten om konsekvenserna av att förlora ett sådant skydd.

Dessa definitioner kan komma att ses över i framtiden. Erfarenheten av den överenskomna klassificeringen kommer att belysa hur den kan behöva anpassas till nya databaserade system för utövande av investeringstjänster samt till en allt större expertis på kundsidan i takt med att kunderna samlar ökade erfarenheter av att handla på värdepappersmarknaderna. Vid en eventuell framtida översyn skulle en breddning av investerarkategori 1 enligt FESCO:s definition kunna övervägas så att den även omfattar övriga finansiella institut och storföretag med egna finansavdelningar. En annan eventuell framtida utveckling skulle kunna vara att strömlinjeforma "opt-up/opt-down"-mekanismerna.

VI. ARTIKEL 11.2: ETT MÖJLIGT SÄTT ATT KLARGÖRA DEN GÄLLANDE ORDNINGEN:

I artikel 11.2 föreskrivs "utan att beslut som kan komma att fattas i samband med harmoniseringen av uppförandereglerna påverkas, skall ansvaret för införandet och tillsynen av efterlevnaden av dessa regler ligga kvar hos den medlemsstat där en tjänst tillhandahålls". I avsaknad av tydliga riktlinjer när det gäller att fastställa "var tjänsten tillhandahålls", har de nationella behöriga myndigheterna tenderat att tillämpa lokala uppföranderegler på investeringstjänster som tillhandahålls investerare som är etablerade på deras territorium. Tillhandahållare av investeringstjänster är därför skyldiga att rätta sig efter både hemlandets och värdlandets uppföranderegler.

Denna situation kan undersökas med hänvisning till underliggande principer i fördraget rörande frihet att tillhandahålla tjänster (som är det övergripande målet för direktivet om investeringstjänster), särskilda bestämmelser i direktivet om

investerings tjänster som medger beaktande av gällande lagar och andra författningar till skydd för det allmännas bästa samt EG-domstolens tillämpliga rättspraxis¹⁷.

Av fördraget och formuleringen av direktivet om investerings tjänster framgår tydligt att ett fritt tjänsteutbud grundat på hemlandsauktorisering föredras. I skäl 3 i ingressen till direktivet om investerings tjänster klargörs att direktivets målsättning är "... att säkerställa ömsesidigt erkännande av auktorisation och tillsynssystem som är baserade på försiktighetsprincipen och därmed göra det möjligt att lämna ett enda, för hela gemenskapen gällande verksamhetstillstånd samt tillämpning av principen om hemlandstillsyn."¹⁸

I de tillämpliga bestämmelserna i direktivet om investerings tjänster tillåts emellertid uttryckligen värdlandets myndigheters medverkan vid tillsynen om så erfordras med hänvisning till "det allmännas bästa". I stycke 33 i ingressen anges att "Medlemsstaterna måste se till att det inte finns några hinder för verksamhet som har ömsesidigt erkännande att bedrivas på samma sätt som i företagets hemland så länge verksamheten inte strider mot gällande lagar och andra författningar till skydd för det allmänna bästa i värdlandet". I artiklarna 17.4 och 18.2 i direktivet om investerings tjänster fastställs att hemlandets myndigheter, som mottar en anmälan från ett värdepappersföretag från ett partnerland som önskar etablera verksamhet eller tillhandahålla tjänster på dess territorium skall, om nödvändigt, "för värdepappersföretaget ange de villkor, däribland uppföranderegler, som de som tillhandahåller investerings tjänsterna **för det allmännas bästa** måste följa i värdlandet". Genom denna formulering anges tydligt följande:

- Värdlandet måste förhandsanmäla vilka regler som är tillämpliga.
- De värdlandsmyndigheter som önskar tillämpa lokala uppföranderegler som är mer normativa än den minimiharmonisering av principerna för uppföranderegler som uppnåtts genom artikel 11.1 kan göra det om det är i det "allmännas" intresse.

Artikel 19.6 ger också värdlandets myndigheter möjlighet att ingripa för att förhindra överträdelser av "uppföranderegler som införts enligt artikel 11 och av andra bestämmelser i lagar eller andra författningar som utfärdats i det allmännas intresse".

I flera bestämmelser i direktivet om investerings tjänster antyds omfattande kvarvarande befogenheter för värdmedlemsstatens myndigheter vid verkställandet av uppföranderegler med hänvisning till "det allmännas bästa".

¹⁷ "... när en bestämmelse i sekundärlagstiftningen kan tolkas på flera olika sätt, bör den tolkning som gör bestämmelsen förenlig med fördraget föredras, snarare än en tolkning som gör att bestämmelsen blir oförenlig med fördraget. Följaktligen bör inte direktivet tolkas isolerat och det är nödvändigt att undersöka huruvida de ifrågavarande kraven strider mot de ovan nämnda bestämmelserna i fördraget och att resultatet av denna undersökning härvidlag bör läggas till grund för tolkningen av direktivet." (Kommissionen mot Franska republiken, C-220/83: Domstolens dom, 4.12.1986). [Inofficiell svensk översättning. Officiell svensk översättning ej tillgänglig.]

¹⁸ Skälen i ingressen till ett direktiv tjänar som ett stöd för tolkningen i den meningen att de belyser gemenskapslagstiftarens intentioner. Jmf Domstolens dom i mål 76/72 *Michel* [1973] REG 457 och mål C-238-94 *Garcia* [1996] REG I-1673.

Å andra sidan har EG-domstolen konsekvent hävdad att införandet av nationella bestämmelser, även om det sker på en icke diskriminerande grund, kan bli föremål för omprövning enligt artiklarna 49 och 50¹⁹. I detta hänseende kan det hänvisas till aktuell rättspraxis (Mål Parodi mot Banque Albert de Bary om tillhandahållande av hypotekslån inom banksektorn: C-222 [1997] REG I-3899) där EG-domstolen fastslagit följande:

"[...] Mot bakgrund av vissa tjänsters särskilda beskaffenhet kan det [emellertid] inte anses strida mot fördraget att kräva att tjänsteutövaren uppfyller vissa särskilda krav som skulle kunna vara berättigade med hänsyn till tillämpningen av regler som gäller för sådan verksamhet.

Det skall dock påpekas att friheten att tillhandahålla tjänster , som är en grundläggande princip i fördraget, endast kan begränsas genom bestämmelser som är berättigade av tvingande allmänna intressen och som omfattar varje person eller företag som utövar verksamhet på mottagarstatens territorium, i den mån detta intresse inte redan skyddas genom bestämmelser som tjänsteutövaren omfattas av i den medlemsstat där han är etablerad. I synnerhet skall dessa krav vara objektivt nödvändiga för att säkerställa iakttagandet av de bestämmelser som gäller för viss yrkesverksamhet liksom för att skydda mottagaren av tjänsterna, och de får inte gå utöver vad som är nödvändigt för att uppnå dessa mål [...]"

Artikel 11 i direktivet om investeringstjänster tillåter en aktiv roll för värdlandets myndigheter vid genomförandet av de uppföranderegler som avses i artikel 11. Kommissionen anser dock att det kan vara motiverat att värdlandets myndigheter beaktar de två följande överväganden när de utövar sina befogenheter för genomförandet av uppförandereglerna: att 1) huruvida tjänsteleverantörens hemland tillämpar uppföranderegler som ger ett motsvarande skydd, och 2) huruvida tillämpning av värdlandets regler är en åtgärd som står i proportion till syftet att säkerställa hänsynen till "det allmännas bästa".

¹⁹

"[...]... innebär artikel 49 i fördraget inte bara att det nödvändigt att avskaffa all form av diskriminering på grund av nationalitet av ett tjänsteföretag som är etablerat i en annan medlemsstat , utan även att det är nödvändigt att avskaffa varje inskränkning - även om den är tillämplig på inhemska tjänsteföretag och tjänsteföretag från andra medlemsstater utan åtskillnad - som innebär att tjänster som tillhandahålls av ett tjänsteföretag som är etablerat i en annan medlemsstat, där detta lagligen utför liknande tjänster, förbjuds, hindras, eller blir mindre attraktiva" (se dom i mål Arblad & Leloup, C 369/96 och C376/96 [1999] REG. I-8543).

- När det gäller bedömningen av "proportionaliteten", är det nödvändigt att definiera kriterier som kan kunna komma att användas för att fastställa hur värdlandets myndigheter skulle kunna utöva sina befogenheter att tillämpa inhemska uppföranderegler. Kommissionen anser att ett tänkbart kriterium i detta hänseende är "behovet av skydd för investerare och konsumenter"²⁰.

Inriktningen på "behovet av skydd" stöds också genom hänvisning till andra EU-rättsakter på området för investeringstjänster och värdepapper²¹. Grundtanken är att investerarna - eller deras rådgivare - måste göra en egen bedömning av detaljerna i ett givet investeringsförslag. Syftet med uppföranderegler för värdepappersföretag är endast att tillse att investerare inte leds att göra olämpliga investeringar och att skydda investerare mot missbruk och dålig förvaltning. Lagstiftningen på området för investeringstjänster och värdepapper inriktas därför i hög grad på principerna om offentliggörande av information för att göra det möjligt för investerare att fatta väl underbyggda beslut. Lagstiftning på värdepappersområdet grundar sig i stor utsträckning på principerna om tillhandahållande av information så att rationella investerare kan fatta välgrundade beslut.

Mot bakgrund av det ovanstående är "behovet av skydd" ett tänkbart kriterium som kan användas av värdlandets myndigheter när de behöver bedöma huruvida uppförandereglererna är "proportionella".

1. Skydd för yrkesmässiga investerare:

Sakkunskap och förmåga att tillvarata sina egna intressen är de viktigaste faktorerna när det gäller att särskilja mellan yrkesmässiga och mindre investerare. Om investeraren är yrkesmässig kan det hävdas att han eller hon har den förmåga och de kunskaper som krävs för att fatta välgrundade eller kvalificerade investeringsbeslut.

Ett sådant synsätt har föreslagits av EG-domstolen i många ärenden. Domstolen har särskilt fastställt att bestämmelser som syftar till att skydda den svagare parten i ett avtal inte kan anses uppfylla kravet om det "allmännas bästa" om motparten är en yrkesmässig aktör²². Detta resonemang baseras på avsaknaden av "skyddsbehov". Samma resonemang kan vara användbart när det gäller yrkesmässiga investerare. I närliggande rättspraxis på försäkringsområdet har EG-domstolen resonerat att

²⁰ Detta är det bakomliggande motivet för de ifrågavarande uppförandereglererna. Det är också en genomgående princip i direktivet om investeringstjänster som klart uttrycks i en rad bestämmelser: I stycke 32 i ingressen anges att det är "lämpligt att ta hänsyn till de olika skyddskrav som olika investerarkategorier har och deras olika nivåer av yrkeskunnande".

Som ovan visas motiveras de uppföranderegler som föreskrivs i artikel 11.1 av behovet att garantera ett tillräckligt skydd för och en rättvis behandling av kunden.

I artikel 14.4 föreskrivs att medlemsstaterna skall ta hänsyn till olika investerares olika skyddsbehov och särskilt yrkesmässiga och institutionella investerares förmåga att tillvarata sina egna intressen när man beslutar om en investerare skall beviljas undantag från kravet i artikel 14.3 på att transaktionerna skall utföras på en reglerad marknad.

²¹ Det är lämpligt att hänvisa till direktivet om system för ersättning till investerare (97/9/EEG). I detta direktiv anges att vissa kategorier av yrkesmässiga och institutionella investerare kan undantas från det obligatoriska skydd för investerare som tillhandahålls i direktivet (artikel 4.2) "om en medlemsstat anser att vissa typer av investeringar eller särskilt angivna investerare inte har behov av något särskilt skydd /.../ enligt systemen för ersättning till investerare" (skäl 17). I direktivet om system för ersättning till investerare är helt klart "behovet av skydd för investerare" ett centralt begrepp.

²² Mål C-205/84 Kommissionen mot förbundsrepubliken Tyskland.

yrkesmässiga försäkringsförmedlare och förmedlare med stor sakkunskap behöver mindre skydd än de enskilda konsumenterna (C-220/83). Ett liknande resonemang låg i stora delar till grund för domstolens argumentation i Alpine-ärendet (C-384/93) där den uttalade stöd för tillämpningen av striktare regler för marknadsföring av och reklam för derivatbaserade investeringar som riktar sig till mindre investerare.

Den distinktionen mellan yrkesmässiga investerare och mindre investerare som medlemsstaterna är skyldiga att tillämpa enligt artikel 11.1 kan vara relevant för att förtydliga i vilken utsträckning en investerare har "behov av" det skydd värdlandets uppföranderegler ger utöver det skydd som hemlandsreglerna ger.“ Proportionalitetskriteriet" kan vara svårare att uppfylla när det gäller yrkesmässiga investerare med hänsyn till att de senare har mindre behov av skydd.

Möjligheten att den yrkesmässige investerarens behov av skyddande regler garanteras av hemlandets uppföranderegler förstärks av konstaterandet att samtliga medlemsstater tycks införa ett tillräckligt och jämförbart skydd för yrkesmässiga investerare. Som ovan visats innehåller alla nationella ordningar tillräckliga skyddsbestämmelser för att göra det möjligt för yrkesmässiga investerare och investeringsexperten att fatta välgrundade investeringsbeslut och att vidta mått och steg för att försvara sina kommersiella intressen.

Fördelarna av hemlandets skyddsregler utsträcker sig i fyll utsträckning till företag som är verksamma i andra medlemsstater. Detta beror på att värdepappersföretaget innan det genomför en transaktion med en kund i ett partnerland kommer att behöva fastställa motpartens identitet och företa de nödvändiga lämplighetsbedömningarna. Detta kommer i sin tur att utlösa en automatisk tillämpning av viktiga delar av hemlandets uppföranderegler (registrering, tillhandahållande av upplysningar, löfte om att utföra tjänsten på bästa möjliga sätt) vilka bäst kan kontrolleras och upprätthållas genom hemlandstillsynsmyndigheternas försorg²³.

Följande praktiska överväganden bör också beaktas:

- Praktiska överenskommelser som används i stor utsträckning (s. k. Master Agreements, och andra kodifierade överenskommelser) erbjuder yrkesmässiga investerare en kontraktsmässig grund för att för att lösa eventuella klagomål mot motparter inom en rimlig tidsperiod och på ett kostnadseffektivt sätt.
- Direktivet om vissa rättsliga aspekter på elektronisk handel skall ha genomförts före utgången av 2002. Syftet med detta direktiv är att skapa en rättslig ram som främjar utvecklingen av e-handel i Europa. Den vägledande synen på investeringstjänster i direktivet är att varje tjänst som tillhandahålls elektroniskt kommer att regleras av den gällande lagstiftningen i "ursprungslandet". Detta synsätt kommer att gälla utan undantag för e-handel mellan företag, sk k.

23

Generaladvokatens ståndpunkt i Alpine målet (C-384/93) är i detta sammanhang värd att citera. Generaladvokaten anförde att "den medlemsstat från vilken telefonsamtalet härrör, är bättre lämpad att reglera så kallad "cold calling" än mottagarmedlemsstaten. Även om den medlemsstat, som mottar telefonsamtalet, vill förbjuda "cold calling" eller vill att det underställs vissa villkor, har den ingen möjlighet att förhindra eller kontrollera telefonsamtal från en annan medlemsstat utan samverkan från den behöriga myndigheten i den medlemsstaten." [Inofficiell svensk översättning. Officiell svesnk översättning ej tillgänglig.]

business-to-business, eller mellan yrkesmässiga aktörer men kommer inte att gälla kontraktsmässiga förpliktelser som följer av konsumentavtal.

Av ovanstående skäl anser kommissionen att nationella uppföranderegler kan anses ge yrkesmässiga investerare ett tillfredsställande och jämförbart skydd. Med hänsyn till detta anser kommissionen att nationella behöriga myndigheter skulle kunna överväga att avstå från att tillämpa värdlandets uppföranderegler på gränsöverskridande investeringstjänster som tillhandahålls till lokalt etablerade yrkesmässiga investerare.

Faktaruta 3. Vilka yrkesmässiga investerare skulle kunna medges undantas från värdlandets uppföranderegler?

I det nyligen ingångna FESCO-avtalet om indelningen av investerare i kategorier med avseende på tillämpningen av artikel 11 utpekas en kärna av investerare som automatiskt bör behandlas som "yrkesmässiga". ***Investeringsstjänster som tillhandahålls dessa investerare skulle kunna enbart regleras av de gällande uppförandereglerna i tjänsteleverantörens land ("hemland")²⁴.***

Förutom för denna grupp av "automatiskt yrkesmässiga investerare" kan de nationella myndigheterna även besluta om att tillämpa eller att avstå från att tillämpa lokala uppföranderegler i fråga om investerare som inte automatiskt kan kvalificeras som "yrkesmässiga". Denna bedömning skulle återigen kunna göras på grundval av hänsynen till den medlemsstatens "allmänna bästa".

2. Skydd för mindre investerare:

Eftersom situationen beträffande avtalsgrundade respektive icke-avtalsgrundade ramar och kontrollsystem för närvarande är fragmenterad kan de nationella myndigheterna vara oroad över att de mindre investerarna utsätts för rättslig osäkerhet eller motpartsrisk. I avdelning III ovan belystes de skillnader i tillämpningen av uppföranderegler till skydd för investerare som förhindrar att dessa regler förmodas ge ett "jämförbart" skydd för mindre investerare. Att tillämpa lokala uppföranderegler på transaktioner som inbegriper mindre investerare med lokal hemvist kan därför öka skyddet för mindre investerare.

Följaktligen behöver mindre investerare mer skydd än yrkesmässiga investerare. Medlemsstaterna kan tänkas beakta detta vid överväganden rörande genomförandet av artiklarna 11.1 och 11.2 i direktivet om investeringstjänster.

Denna bedömning i fråga om mindre investerare kan komma att utvecklas mot bakgrund av ändrade marknadsförhållanden och ett mer utvecklat samarbete på tillsynsområdet. Utvecklingen av nya affärsmodeller grundade på elektronisk kommunikation och distribution kan innebära att det vid en senare tidpunkt kan komma att bli nödvändigt att förändra de nuvarande synsätten. Den rättsliga miljön för tillhandahållande av elektroniska informationstjänster kommer också att förändras. Det sätt på vilket nationella behöriga myndigheter samarbetar för att

²⁴

Investerare som automatiskt definieras som yrkesmässiga behåller inte desto mindre möjligheten att begära en högre skyddsnivå av motparten.

verkställa uppföranderegler till skydd för investerare kan också påverkas av denna utveckling. Kommissionen behandlar också dessa frågor i samtidigt framlagda meddelande om moderniseringen av direktivet om investeringstjänster, om e-handel och finansiella tjänster.

En annan utveckling värd att notera är det sätt på vilket FESCO, efter avtalet om ett system för indelning av investerare i kategorier, nu arbetar på gemensamma normer för uppföranderegler till skydd för investerare. En gemensam inställning till hur mindre investerare bör behandlas, kan innebära att frågan om huruvida "det allmännas bästa" fortsatt kräver att värdlandets uppföranderegler tillämpas kan komma att behöva omprövas.

3. Behandling av filialer:

Det finns drag som särskilt utmärker filialbaserad investeringsverksamhet och som i enlighet med fördraget motiverar tillämpningen av värdlandets uppföranderegler på samtliga filialens kundrelaterade funktioner. Denna slutsats gäller för investeringstjänster som tillhandahålls av en filial till både yrkesmässiga och mindre investerare.

Myndigheterna i det land där filialen är etablerad är bäst skickad att anta ta huvudansvaret för att övervaka att uppförandereglerna till förmån för båda kategorier av investerare efterlevs. Värdepappersföretags filialer i andra medlemsstater driver i allmänhet i förhållande till moderbolaget oberoende system för kundadministration. Tillsynsmyndigheten i det land där filialen är belägen befinner sig på platsen och har direkt tillgång till filialens verifikationskedjor och register och har större möjligheter att kontrollera hur den direkta relationen mellan filialen och dess kunder sköts.

Detta resonemang är i överensstämmelse med artikel 10 (femte strecksatsen) i direktivet om investeringstjänster, där det fastställs att "om en filial inrättas får dock inte dess organisation strida mot de uppföranderegler som värdlandet ställt upp i fråga om intressekonflikter".

VII. SLUTSATSER

I detta meddelande görs en genomgång av hur medlemsstaterna genomför de i artikel 11 föreskrivna uppföranderegler. Detta har lett till följande slutsatser:

- Även om det föreligger skillnader mellan medlemsstaterna i fråga om det specifika innehållet i och formen för genomförandet erbjuder de nationella uppförandereglerna en jämförbar skyddsnivå för yrkesmässiga investerare i den meningen att de gör det möjligt för investerare med specialistkunskaper att fatta välgrundade beslut om de erbjudna tjänsternas karaktär.
- Det allmänna kravet på att skilja mellan yrkesmässiga investerare och övriga investerare avspeglas i flertalet genomförandebestämmelser. Det finns emellertid stora variationer mellan medlemsstaterna när det gäller hur denna distinktion har genomförts i praktiken, vilket lett till att värdepappersföretag kan få olika klassificering i olika medlemsstater med avseende på likartade transaktioner. Det kan leda till att värdepappersföretag som bedriver gränsöverskridande verksamhet kan komma att omfattas av kvalitativt olika uppförandekrav.

- Medlemsstaterna tillämpar inhemska uppföranderegler på investeringstjänster som tillhandahålls från utlandet utan att ta hänsyn till om tjänsteleverantörens hemland tillämpar uppföranderegler som ger ett jämförbart skydd.

Den resulterande kombinationen av rättsosäkerhet och överlappande krav är oekonomisk och är splittrart i hög grad tillhandahållandet av tjänster över gränserna. Dessa kostnader kan undvikas – vad angår investeringstjänster som tillhandahålls mellan yrkesmässiga aktörer – genom att en sammanhängande och systematisk åtskillnad införs mellan yrkesmässiga och övriga investerare.

Artikel 11.1 innehåller ett klart krav på de nationella myndigheterna att vid genomförandet av uppföranderegler till skydd för investerare skilja mellan yrkesmässiga investerare och övriga investerare. Kommissionen anser att genomförandet av denna skyldighet inte förutsätter en föregående harmonisering av innehållet i uppförandereglerna till skydd för investerare. Direktivet om investeringstjänster innehåller visserligen inte någon klar definition av begreppet "yrkesmässighet", men FESCO har nyligen enats om en gemensam modell för att definiera yrkesmässiga investerare. När yrkesmässigheten beaktas med hänvisning till tillämpningen av artikel 11.1, kan det finnas anledning för de nationella myndigheterna att överväga FESCO:s avtal om klassificering av yrkesmässiga respektive mindre investerare.

I detta meddelande skisseras också en möjlig metod för att ge vägledning åt värdlandets myndigheter när de utövar sina befogenheter i fråga om genomförandet av de uppföranderegler som avses i artikel 11.2 och beaktandet av det "allmännas bästa". Värdlandets myndigheter skulle i synnerhet kunna vinnlägga sig om att tillämpa uppförandereglerna på ett proportionerligt sätt i förhållande till det konkreta behovet av skydd för investerare. I meddelandet har vissa faktorer anförts som pekar på att ***yrkesmässiga investerare, såsom de definieras i kategori 1 i FESCO:s klassificering, som har de specialistkunskaper som krävs för att bedöma särdragen i en föreslagen investeringstransaktion kan utnyttja investeringstjänster som endast omfattas av tjänsteleverantörens hemlands uppföranderegler till skydd för investerare.*** Tillämpningen av uppföranderegler av hemlandets tillsynsmyndigheter ger ett jämförbart skydd för denna kategori av investerare.

I meddelandet föreslås att mindre investerare behöver det skydd som tillämpningen av värdlandets uppföranderegler erbjuder. Frågan om i vilken utsträckning tillämpningen av värdlandets uppföranderegler är en proportionell åtgärd för att skydda mindre investerare kan komma att omprövas om exempelvis de nuvarande ansträngningarna inom ramen för FESCO att standardisera uppförandereglerna till skydd för icke yrkesmässiga investerare leder till en tillnärmning av nationell praxis.

I meddelandet behandlas också hemlandets respektive värdlandets tillsynsmyndigheters roll och ansvar när det gäller tillämpningen av uppföranderegler på filialer till värdepappersföretag. En effektiv tillsyn av uppförandereglerna underlättas av närheten mellan tillsynsmyndigheten och den del av företaget som handlar med kunden. Detta antyder att tillsynsmyndigheten i det land där filialen är belägen kan ha bättre förutsättningar att övervaka relationen mellan kunden och filialen än tillsynsmyndigheten i moderbolagets hemland. Såväl hänsynen till "det allmännas bästa" som bestämmelserna i direktivet om investeringstjänster ger stöd åt denna uppfattning. Denna slutsats gäller för investeringstjänster som tillhandahålls

av ett värdepappersföretags filial till både yrkesmässiga investerare och mindre investerare.

Genomförandet av åtskillnaden mellan yrkesmässiga respektive mindre investerare bör underlätta tillhandahållandet av investeringstjänster över gränserna till yrkesmässiga investerare utan att det krävs en formell ändring av direktivet om investeringstjänster. Rättslig klarhet och rättssäkerhet utgör emellertid argument som talar för en formell ändring av artikel 11 och närstående bestämmelser i direktivet om investeringstjänster. Det samtidigt framlagda meddelandet i vilket en övergripande modernisering av direktivet om investeringstjänster stakas ut kommer under de kommande månaderna att bli föremål för omfattande samråd med nationella myndigheter, tillsynsorgan och marknadsaktörer. I detta meddelande beskrivs en möjlig inriktning för ändringarna av direktivet om investeringstjänster. Deltagarna i den samrådsprocessen kan finna skäl att beakta den analys som presenteras i detta dokument, vilken skulle kunna utgöra underlag för utformningen av deras kommentarer och reaktioner på översynen av direktivet om investeringstjänster.