

vurdere markedsforholdene forud for indgåelsen af en handel og for efterfølgende at kontrollere, hvorvidt en transaktion er foregået på betingelser svarende til markedsforholdene. Indberetningsreglerne fastlagt i § 33 har til formål at sikre, at markedsovervågningen understøtter et redeligt værdipapirmarked, samt at sikre tilstedeværelsen af de fornødne oplysninger, der skal danne grundlag for gennemsigtigheden.

Initiativet til at fastsætte gennemsigtighedsregler er tillagt fondsbørserne, som har det nærmeste kendskab til markedsdeltagernes, herunder investorernes, forskellige behov under hensyntagen til markedsforholdene. Der er valgt ikke i forslaget at foreslå præcise regler, men i stedet give fondsbørserne en mulighed for fleksibilitet, således at der kan tages hensyn til, at der er behov for forskellige gennemsigtighedsregler om et kernemarked og et detailmarked, og desuden til værdipapirernes forskellige karakteristika. Der gives således mulighed for at indføre regler, der fastsætter forskellige krav til gennemsigtighed. Dette kan for f.eks. være nødvendigt for transaktioner med store poster af likvide papirer i prisdrevne markeder (blokhandler). Indberetningskrav for disse transaktioner kan være forskellige fra de krav, der er tale om ved handel med andre papirer, ligesom krav til efterhandelsinformationer og førhandelsinformationer kan være forskellige.

Reglerne skal muliggøre, at fondsbørsmedlemmerne kan benytte dele af en fondsbørs' systemer til at vise handelsinteresser over for hinanden, uden at investorer eller konkurrenter, der ikke er medlemmer af fondsbørsen, kan aflæse sådanne interesser. Det forudsættes dog, at gennemsigtigheden i prisdannelsen bibeholdes, eksempelvis ved hurtig information om alle indgåede handler, jf. dog ovenfor om særligt store handler, ligesom det forudsættes, at investorer kan forlange at få vist deres kommissionshandler i fondsbørsens åbne systemer. Reglerne skal endvidere tage hensyn til, at fondsbørserne kan indrette deres systemer efter standarder, der gør dem konkurrencedygtige sammenlignet med konkurrerende handels- og informationssystemer, som medlemmerne kan nå ved grænseoverskridende tilslutning.

Det forudsættes, at gennemsigtighedsregler på en fondsbørs fastsættes på grundlag af objektive kriterier, der skaber et fair og velordnet marked.

Det forudsættes ligeledes, at der ikke ved lovens ikrafttræden, hvor der kun forventes at være én fondsbørs, sker afgørende ændringer i forhold til det nuværende gennemsigtighedsniveau.

Det følger af investerings servicedirektivets artikel 15, stk. 1, at kreditinstitutter og fondsmæglerselska-

ber, der har det europæiske pas til at udøve investerings servicevirksomhed, skal have adgang til en fondsbørs. Hovedprincippet er, at der skal være fri adgang. For udenlandske kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber gælder adgangen såvel ved filiale-tabling som ved grænseoverskridende tjensteydelser.

Ved fastsættelsen af reglerne for adgangen til markedet herunder i tilslutningsaftalen, jf. nr. 2, kan der stilles forskellige betingelser for adgangen til de enkelte markeder, men fondsbørserne kan også stille de samme betingelser for deltagelse på alle markederne. De vilkår, der stilles over for medlemmerne, skal derfor være objektive og ikke-diskriminerende. Der vil kunne stilles krav om engangsvederlag, tilslutningsafgift og linieføring, gennemførelse af optagelsestest, opfyldelse af visse uddannelseskrav m.v. Opregningen er ikke udtømmende.

Det skal desuden af tilslutningsaftalen fremgå, at fondsbørsen kan stille krav om, at de oplysninger, som er nødvendige for at sikre, at indberetning i henhold til § 33, efterleves.

Efter bestemmelsen i nr. 3 skal en fondsbørs fastsætte børsetiske regler. Med denne bestemmelse kan en fondsbørs fastsætte regler som supplement til de regler om god værdipapirhandelsskik og god prospektskik, som fastsættes i værdipapirhandelsloven i modsætning til i dag, hvor de fremgår af de børsetiske regler. De børsetiske regler skal omfatte regler om »best execution«, dvs. at en værdipapirhandler altid har pligt til at udføre en investors ordre til en pris som angivet på en fondsbørs, også selv om handelen ikke er sket over fondsbørsen. Det betyder, at den kurs, som en værdipapirhandler eksekverer investors ordre til, ikke må afvige væsentligt fra kursen fastsat på en fondsbørs, idet værdipapirhandlerens fortjeneste skal fremstå klart for kunden i form af kurtage o.l. og ikke skjules i kursen. I andre situationer kan »best execution« være, at handelen foretages hurtigt uden hensyn til, at der er stillet købs- og salgskurs på en fondsbørs. Det er under alle omstændigheder investors forhold, der er afgørende for indholdet af, hvad der er »best execution« i en konkret transaktion. Indeholder de børsetiske regler ikke regler om »best execution« kan Fondsrådet pålægge en fondsbørs at fastsætte sådanne regler.

Det følger af forslaget § 18, stk. 2, nr. 3, jf. § 19, stk. 1, nr. 3, at den enkelte fondsbørs skal påse, at værdipapirhandlerne (fondsbørsmedlemmerne) overholder de børsetiske regler, herunder reglerne om »best execution«. Endvidere skal en fondsbørs efter forslaget § 11 meddele Finanstilsynet, hvis den bliver bekendt med eller får formodning om, at no-