

ledes en række nye finansielle instrumenter, herunder råvareinstrumenter. Råvareinstrumenter har dog været omfattet af den danske lovgivning i en årrække.

De regler, der gælder i MiFID-direktivet om hvilke virksomheder, der er undtaget fra direktivet, vil blive gennemført som en ændring af den gældende bekendtgørelse nr. 938 af 16. september 2004 om hvilke fysiske og juridiske personer, der kan udføre tjenesteydelser i forbindelse med værdipapirhandel på erhvervs-mæssigt grundlag uden tilladelse efter lov om finansiell virksomhed, der er udstedt med hjemmel i § 9, stk. 9, i lov om finansiell virksomhed. Samtlige de undtagelser, der gælder i henhold til direktivets artikel 2, og som er relevante efter danske forhold, vil blive sikret gennemført i dansk ret.

Udvidelsen af området for de fællesskabsretlige regler om investeringsservice medfører en udvidelse af det »europæiske pas« for de berørte virksomheder, der vil kunne udføre tjenesteydelserne i andre EU-lande på baggrund af tilladelsen i hjemlandet. Med det europæiske pas menes, at et selskab på baggrund af en tilladelse fra den kompetente myndighed i hjemlandet kan operere i hele Fællesskabet. MiFID-direktivet flytter samtidig på en række områder kompetencen til at føre tilsyn med et selskab fra værtslandet til hjemlandet.

Risikoen for, at der på investeringsserviceområdet indtræffer interessekonflikter, der kan skade kundernes interesser, øges i takt med, at virksomhederne yder flere former for investeringsserviceaktiviteter. For at beskytte investorerne mod interessekonflikter, der kan skade deres interesser, stiller MiFID-direktivet mere detaljerede og skærpede krav til organisation og indretning af værdipapirhandlervirksomheden.

MiFID-direktivet indeholder også nye regler om indberetning til de kompetente myndigheder for investeringsselskaber og kreditinstitutter, der har tilladelse til at yde investeringsservice, af transaktioner (f.eks. køb og salg) med finansielle instrumenter, der er optaget til handel på et reguleret marked. Et reguleret marked er i direktivets forstand det, vi i dag kender som fondsbørser og autoriserede markedspladser. Dette sker, for at de kompetente myndigheder skal kunne overvåge markedet, bl.a. med henblik på at kunne konstatere markedsmissbrug (f.eks. insiderhandel).

Direktivet indfører endvidere under nærmere fastsatte betingelser en pligt for de samme værdipapirhandlere til at offentliggøre bindende priser i aktier, hvis selskaberne på et organiseret, hyppigt og systematisk grundlag handler for egen regning ved at udføre kundeordrer i aktier uden for et reguleret marked el-

ler en multilateral handelsfacilitet. Dette kaldes i direktivet for systematisk internalisering. Pligten forudsætter, at aktierne er optaget til handel på et reguleret marked. En multilateral handelsfacilitet er et handelssystem, hvor der handles finansielle instrumenter, uden at de offentligretlige regler om bl.a. udsteders oplysningsforpligtelser og markedsmissbrug finder anvendelse. Værdipapirhandlere, der uden om et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet gennemfører transaktioner med aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked, forpligtes efter direktivet til at offentliggøre informationer om sådanne transaktioner.

2.2. Regulerede markeder og multilaterale handelsfaciliteter

MiFID-direktivet indfører regler om tilladelse og drift af markedspladser for finansielle instrumenter. Markedspladserne kan overordnet beskrives som de steder, hvor købere og sælgere på en organiseret måde kan mødes og indgå handel om finansielle instrumenter. Et eksempel på en sådan markedsplads her i landet er Københavns Fondsbørs. Direktivet sonderer mellem to typer markedspladser for finansielle instrumenter: regulerede markeder og multilaterale handelsfaciliteter.

Selv om begrebet »reguleret marked« anvendes i tidligere EU-direktiver, er det nyt, at der fastsættes EU-retlige regler om drift af og tilladelse til regulerede markeder. Multilaterale handelsfaciliteter er et nyt begreb i EU-retten. I Danmark er First North et eksempel på en multilateral handelsfacilitet.

Regulerede markeder og multilaterale handelsfaciliteter er ens som systemer betragtet. I MiFID-direktivet er forskellene på de to markedstyper, hvilke krav der stilles til tilladelse og drift. Med hensyn til selve driften af markederne er der overordnet set flere krav til de regulerede markeders regelsæt og funktion end til regelsæt og funktion for multilaterale handelsfaciliteter. Den største forskel mellem de to markedstyper er imidlertid de særlige retsvirkninger for udstedere og investorer m.v., der efter andre EU-direktiver knytter sig til, at finansielle instrumenter optages til handel på et reguleret marked. Blandt disse retsvirkninger kan nævnes, at reglerne om markedsmissbrug, overtagestilbud og oplysningsforpligtelser for udstedere finder anvendelse på finansielle instrumenter, der er optaget til handel på regulerede markeder, mens dette ikke er tilfældet for finansielle instrumenter, der om sættes på en multilateral handelsfacilitet. Tilsvarende vil reglerne om udformning af prospekter finde anvendelse ved optagelse af finansielle instrumenter til han-