

Regulering inden for Fintech: Konsekvenserne af en dynamisk reguleringskonkurrence for de traditionelle reguleringsstrategier

Formålet med projektet

De seneste år er antallet af virksomheder og produkter på Fintech området vokset i meget høj grad¹, hvilket har skabt en stor international interesse. Samtidig er der over de seneste år opstået en massiv international interesse for den teknologiske innovation inden for finansielle tjenesteydelser (benævnt Fintech). Det indbefatter grundlæggende udviklingen af teknologibaserede finansielle tjenester, som ændrer traditionelle services ved at skabe online versioner, som er tilgængelige overalt. Der kan være tale om produkter som betalingstjenester, crowdfunding og kryptovalutaer, som muliggøres af bagvedliggende teknologier som blockchain og artificial intelligence (AI).² Et område der udvikler sig hurtigt har også brug for dynamisk lovgivning, som udvikler eller tilpasser sig sammen med området. FSB³ har i en rapport fra 2017⁴ rettet lovgivers opmærksomhed mod reguleringsbehovet indenfor Fintech med henblik på at sikre den finansielle stabilitet, da de nye finansielle produkter som Fintech introducerer til det finansielle marked typisk ikke passer ind i den eksisterende regulering.⁵

Ved at skabe konkurrencedygtige vilkår for iværksættere og aktører indenfor Fintech, kan nationalstaten tiltrække mulighed for vækst og udvikling. Det er attraktivt for flertallet af stater at skabe sådanne vilkår, hvorfor der opstår en konkurrence mellem nationalstater, om at skabe de bedst mulige attraktive rammer gennem reguleringen. Finanstilsynet har, for at imødekomme den seneste vækst, skabt en dansk sandkasse⁶, hvor iværksættere kan udvikle sig, få hjælp til at forstå den relevante lovgivning og opnå sparring fra erfarne virksomheder, og samtidig kan Finanstilsynet opnå en større forståelse for fremtidige reguleringsbehov og -udfordringer. Ligeledes har Financial Conduct Authority (FCA) skabt en ”sandbox” med det formål at introducere flere innovative produkter til markedet hurtigere og med lavere omkostninger samt større finansieringsmuligheder.⁷ Tilsynsmyndighederne vælger her at sætte ind over for nye potentielle aktører for at teste, hvorvidt de traditionelle reguleringsstrategier i form af regeludstedelse, autorisation, tilsyn og håndhævelse, passer til de nye innovative finansielle produkter og teknologier. De traditionelle reguleringsstrategier kan derfor potentielt blive sat under pres i forsøget på at finde den rigtige balance i reguleringen, som passer til såvel Fintech produkter som de traditionelle finansielle produkter og aktiviteter.

Ph.d.-projektet søger at belyse, hvordan reguleringen på Fintech-området udvikles, og hvilke konsekvenser det har for karakteren af reguleringen. Nærmere bestemt skal projektet besvare følgende to forskningsspørgsmål:

- Kan retsudviklingen på Fintech-området forklares som en *dynamisk reguleringskonkurrence* mellem stats- og markedsaktører?

¹ Se [KPMG-2018-pulse-of-fintech.pdf](#) og [EY-the-future-of-fintech](#) (26.11.2018)

² Se <https://ec.europa.eu/> (26.11.2018)

³ Financial Stability Board

⁴ Financial Stability Implications from Fintech 27.6.2017

⁵ L. Nielsen i *Finansret*, s. 735

⁶ Se <https://finanstilsynet.dk - FT-Lab> (17.11.2018).

⁷ Se FCA – Regulatory sandbox, november 2015

- Hvis ja, hvorledes påvirker denne konkurrence de traditionelle *reguleringsstrategier* (hvv. regeludstedelse, autorisation, tilsyn og håndhævelse) på Fintech-området i EU og USA?

På den baggrund formuleres der et antal retspolitiske anbefalinger henvendt til lovgiver og offentlige myndigheder.

Teoretisk fundament

Problemformuleringen giver anledning til, at forskningsspørgsmålene skal besvares på to analyseniveauer⁸, som kombineres i projektet, hvorved deres indvirkning på hinanden ligeledes kan undersøges. På systemniveau skal forholdet mellem jurisdiktioner undersøges, da det påvirker forholdet mellem national tilsynsmyndighed og finansiel virksomhed på enhedsniveau. På enhedsniveau skal forholdet mellem finansiel virksomhed og national tilsynsmyndighed ligeledes undersøges for at analysere, hvorledes forholdet påvirker reguleringen og muligheden for innovation. Det kan herved belyses, hvilke konsekvenser reguleringskonkurrencen medfører, herunder hvilke regulatoriske muligheder der åbnes.

Konkurrencen mellem nationalstater har visse fællestræk med udviklingen på selskabs- og skatterettens område⁹. Det finansielle område adskiller sig dog ved i vidt omfang at være føderalt reguleret i EU, som ønsker at skabe en fælles regelbog, der kan bidrage til at harmonisere nationalstaternes regulering såvel som at svække områdets konkurrenceaspekt¹⁰. Der er herved inden for Fintech både et forhold mellem stater og et forhold mellem markedsaktører og stat, som kan undersøges for at finde frem til, hvordan de bedste regulatoriske rammer kan skabes for aktører på Fintech-markedet, som Finanstilsynet og FCA også har taget de første skridt til at undersøge ved hjælp af sandkasser, hvilket kan bidrage med en praktisk vinkel på dette projekt.

Ved at tilføje enhedsniveauet i form af markedsaktører, søger dette projekt at udvide begrebsrammen for reguleringskonkurrence således at det også omfatter markedsaktører. Herved bliver der mulighed for at anvende begrebet i videre omfang og på specifikke områder. Det kan ved denne udvidelse af begrebet også udledes, hvilke parametre aktører på systemniveau og enhedsniveau kan skrue på for at skabe optimale reguleringsstrategier. Endelig kan analysen af konsekvenserne af reguleringskonkurrencen også skabe samfundsmæssig værdi for såvel statsaktører som markedsaktører. Dette teoretiske bidrag kan således skabe værdi indenfor såvel Fintech, som inden for andre specifikke områder, hvor der består et interdependent forhold.

Metodiske overvejelser

Til at besvare projektets problemformulering kombineres den retsdogmatiske metode med hhv. retsøkonomiske og komparative elementer. Derudover er der udvalgt en række cases for at illustrere områdernes retsudvikling samt belyse, hvorledes denne påvirker tilsynsmyndighedernes reguleringsstrategier og omvendt.

⁸ Se J.D. Singer i The level of analysis problem

⁹ Se H.S. Birkmose i Konkurrence mellem retssystemer, Delaware-effekten set i et europæisk selskabsretligt perspektiv og S.F. Hansen m.fl. i Dansk Selskabsret 1, s. 35ff

¹⁰ Se også NTS 2011:4 s. 106

Den retsdogmatiske metode beskriver og systematiserer gældende ret¹¹, og metoden kan derfor anvendes til at skabe fundamentet for projektets analyser. De relevante retskilder til at fastlægge gældende ret vil på dette område særligt også omfatte administrative afgørelser fra eksempelvis Det Finansielle Ankenævn, der er en godkendt privatretlig instans, men som aktørerne almindeligvis indretter sig efter. Herudover har EU-retskilder også en væsentlig betydning, da en stor del af reguleringen forefindes i forordninger og direktiver. Den juridiske litteratur på området vil have betydning ved fastlæggelsen af gældende ret, da litteraturen netop er et forsøg fra den enkelte forfatter på at fremlægge vedkommendes opfattelse af gældende ret på baggrund af en fortolkning af de normative retskilder som afgørelser, love, forarbejder mv.¹²

Det må forventes, at der under projektet kan opstå en beskrivelsesproblematik, hvor beskrivelsen af faktum er problematisk, da der er tale om særlige tekniske termer, som kan være svære at beskrive¹³. Denne beskrivelsesproblematik kan derfor også besværliggøre fastlæggelsen af, hvilke retsregler de enkelte produkter og teknologier er omfattet af. Dette problem er søgt løst ved at begrænse projektet til at omfatte tre cases, som kan beskrives og identificeres dybdegående, således at det er muligt at besvare problemformuleringen.

Den komparative metode belyser udvalgte retsområder i de udvalgte sammenligningslande, hvorfor metoden i nærværende projekt skal bidrage til at analysere, hvorledes regulatoriske problemer eller udfordringer håndteres i henholdsvis USA og EU herunder ved inddragelse af konkret udvalgte delstater og medlemsstater. Der vil således være særligt fokus på sammenligning på mikroniveau, om end visse aspekter fra makroniveau også bør inddrages.¹⁴ Der udføres ikke en traditionel landesammenligningsanalyse, da en analyse som sætter fokus på konkrete regulatoriske cases og mulige løsningsmuligheder i højere grad bidrager til at skabe samfundsmæssig værdi. På Fintechs nuværende udviklingsniveau spiller både globalisering og digitalisering en væsentlig rolle¹⁵, hvorfor det for det konkrete projekt er fundet mest nyttigt at anvende de komparative analyseelementer til at fastlægge gældende ret i sammenligningsstaterne, herunder med en afklaring af, hvilke reguleringsstrategier der er taget i anvendelse, effekten heraf samt anbefalinger til fremtidig regulering.

Ved retsøkonomi skal forstås den økonomiske analyse af retsregler, som efterprøves i retlig sammenhæng ved brug af den sædvanlige retskildelære.¹⁶ Der kan argumenteres for, at retsøkonomi er essentiel inden for kapitalmarkedsretten¹⁷, da hele retsområdet baserer sig på økonomiske og finansielle tendenser, produkter, teknologier mv. De økonomiske hensyn er inden for kapitalmarkedsretten væsentlige, og ofte er disse hensyn med til at sætte aktørernes dagsorden¹⁸, hvorfor det retsøkonomiske element ikke kan udelades i dette projekt. Konkret skal elementet bidrage med en målestok til at vurdere, hvorvidt der i de tre cases og den komparative analyse opnås en ligevægt mellem

¹¹ Se P. Blume i Retssystemet og juridisk metode, s. 66

¹² Se note 11, s. 154ff

¹³ Se M.B. Andersen i EDB og ansvar, s. 26

¹⁴ Se Zweigert og Kötz i Comparative law, s. 4f.

¹⁵ Se note 5 s. 736

¹⁶ Se J.L. Hansen i U1999B.115

¹⁷ Se note 5 s.736

¹⁸ Se note 5 s. 36

tilsynsmyndighedernes regulering og markedsaktørernes mulighed for at agere på markedet samtidig med at reguleringens effektivitet ikke fortabes og markedsaktørernes muligheder for fx vækst maksimeres¹⁹ på en måde, hvor Kaldor-Hicks-effektivitet opnås. Det, der måles, er således markedsaktørernes vilje til at begå sig på det konkrete marked frem for sammenligningsmarkedet ved at måle markedernes omsætning og vækst.

Til udvælgelsen af projektets cases er der lagt vægt på, at områderne ikke altid har været reguleret, og derfor kan være blevet utilsigtet ramt af regulering, eller for nylig er blevet omfattet af eksisterende regulering. Derudover relaterer alle tre cases sig til den almindelige kapitalmarkedsret i form af børsretten, bankretten og finansretten, hvilket knytter problemstillingerne i de tre cases sammen og skaber sammenhæng og mulighed for overførsel af reguleringsstrategier. De tre cases er a) investeringsbaseret crowdfunding, b) tokens (ICO'er) og c) tredjepartsudbydere. Case c adskiller sig fra a og b ved også at være et almindeligt produkt ved veletablerede finansielle virksomheder, men kan også være udviklet af startup-virksomheder.

De ovenfor beskrevne metodiske elementer behandles i teorien ofte separat, men kombineres i praksis, for at sikre samfundsmæssig relevans og anvendelighed af det ellers teoretiske produkt. Ved kombinationen mellem retsdogmatik, retsøkonomi og komparativ metode i nærværende projekt søges kapitalmarkedsrettens grundlæggende hensyn til økonomi, stabilitet og samfundsmæssig ansvarlighed opfyldt, således at projektet kan bidrage til såvel teoretisk som praktisk udvikling for det i projektet behandlede område.

4. Foreløbig litteratur

M.B. Andersen - EDB og ansvar, 1989

H.S. Birkmose - Konkurrence mellem retssystemer, Delaware-effekten set i et europæisk selskabsretligt perspektiv, 2004

P. Blume – Retssystemet og juridisk metode, 2011, 1. udg.

J.L. Hansen – U1999B.115 og NTS 2011:4

S.F. Hansen og J.V. Krenchel – Dansk selskabsret 1, 2014, 4. udg.

L. Nielsen – Finansret, 2019, 1. udg.

J.D. Singer - The level of analysis problem, 1961

K. Zweigert og H. Kötz – An introduction to comparative law, 1998, 3. udg.

¹⁹ Se S.F. Hansen m.fl. i Dansk selskabsret 1, s. 347-351