



B Ø R S M Æ G L E R F O R E N I N G E N

**Bestyrelsens mundtlige beretning ved formanden Steen
Blaafalk aflagt på Børsmæglerforeningens årsmøde
11. marts 2010**

Velkomst

Det er mig en glæde at kunne byde velkommen til Børsmæglerforeningens årsmøde. Velkommen til vores indbudte gæster og selvfølgelig en særlig velkomst til vores indlægsholdere

- Ulrik Nødgaard, Finanstilsynet
- Roger Cogan, International Swaps and Derivatives Association (ISDA)

Inden jeg går over til mit indlæg, kan jeg oplyse, at efter den netop afholdte generalforsamling består foreningens bestyrelse af følgende medlemmer:

Georg Andersen
Nykredit Bank

Peter F. Andersen
Jyske Bank

Steen Blaafoalk
Danske Bank

Lars Bolding
Sydbank

Peter Høltermand
SEB

Peter Fly Lundby Hansen
Carnegie Bank

Side 2

Gorm Praefke
Nordea Bank Danmark

Jan Gerhardt
Spar Nord Bank

Carsten Hammershøj
Arbejdernes Landsbank

1. Indledning

Ikke overraskende var finanskrisen også hovedtemaet sidste år. 2009 bliver derfor heller ikke året, jeg vil se tilbage på med glæde på trods af en pæn aktivitet på børsmæglerområdet og fornuftige afkast.

Vi har et stort arbejde foran os med at få genskabt branchens troværdighed. Der er overordentlig mange grunde til, at det gik så galt – også selvforkyldte elementer. Derfor har vi i år lagt vægt på konsekvenserne - altså hvad vi kan forvente på reguleringsfronten.

Og det er omfattende. Eller sagt på en anden måde:
Først kom krisen, så kom hjælpen, og nu kommer regningen.

Det er i den forbindelse vigtigt for mig at fremhæve, at det ikke er muligt at regulere sig ud af alle risici. Værdipapirmarkedene skal grundlæggende opfylde to behov: Udstedernes behov for kapital og investorernes behov for fornuftige afkast og risikospredning. Sådan vil det altid være. Det er hele ideen med et værdipapirmarked. Lad os derfor i fællesskab finde nogle fornuftige modeller, der indebærer, at de finansielle markeder kan dække behovene med den rigtige adfærd. Alternativet er næppe godt for ret mange.

Både Ulrik Nødgaard og Roger Cogan vil i deres præsentationer fokusere på reguleringstemaet. Ulrik vil have de brede reguleringsbriller på, mens Roger Cogan vil have de smalle reguleringsbriller på og fokusere på den kommende regulering af "Over-The-Counter" derivater, også kaldet OTC-derivater.

Side 3

Emnerne for min præsentation er følgende:

[planche 2: Emner]

2. Eftervirkninger af Finanskrisen og exit fra bankpakkerne

Markedssituationen:

Verdensøkonomien er i bedring. Særligt har Asien med Kina i spidsen formået at ryste krisen af sig, men også i USA og dele af Europa peger de økonomiske nøgletal på stigende økonomisk aktivitet. Der er næppe tvivl om, at de historisk store og koordinerede aktioner fra verdens regeringer og centralbanker har bidraget markant til at vende udviklingen.

Det globale, relativt positive billede passer også – om end lidt forsinket - på Danmark. Virksomhederne signalerer positive forventninger til stigende efterspørgsel hos kunderne som følge af skattelettelser og lavere renter.

På værdipapirsiden kan optimismen også spores så småt. Omsætningen er stigende og kursudviklingen positiv.

[Planche 3: Finanskrisen (1) Indeksudviklingen]

Aktieafkastene har været meget fine i 2009. Dette afspejler, at virksomhedernes indtjening indtil nu har været drevet af besparelser. Den stigende efterspørgsel bør fremadrettet kunne skabe en øget indtjening hos virksomhederne som følge af stigende aktivitet.

[Planche 4: Finanskrisen (2) Spænd mellem sikrede/usikrede renter]

Tilsvarende er pengemarkedet tørt op, og rentespændet mellem de sikrede og usikrede renter er indsnævret betydeligt både i Danmark, i Europa og i USA. Tilliden er dog ikke kommet af sig selv – den er først og fremmest genskabt i kraft af støtte fra regeringer og centralbanker verden over. For Danmarks vedkommende har Bankpakke 1 og 2 stor værdi for bankerne, da det har skabt tillid hos kunderne i både Danmark og udlandet.

Der udestår nu en endelig afklaring af exit-strategier på hjælpepakkerne.

Reguleringsfronten:

Både G20 og EU har varslet en markant strammere kurs i forhold til den finansielle sektor. Der er tale om hårde reguleringsmål, som skal sikre, at vi ikke får en ny krise. Det er et godt formål, og der er utvivlsomt behov for at ændre reguleringen visse steder.

Men den nye regulering skal være gennemtænkt og global, så vi undgår overregulering og konkurrenceforvridning. Og så må reguleringen ikke sigte på at regulere den krise, vi har været igennem. Fremtidens kriser vil have nye ansigter. Derfor bad vi sidste år, ligesom vores kollegaer verden over, myndighederne om at tænke sig godt om, inden de under presset fra krisen lod sig overvælde af trangen til at udvise handlekraft og indføre en regulering, der sigter på at eliminere alle risici.

Ulempen er jo, at velfungerende markedsmekanismer sættes ud af kraft og begrænser den private sektors adgang til kapital og fjerner muligheden for at afdække risici på de regulerede markeder.

Reguleringstrangen ser imidlertid ud til at vinde: Både fra G20 landene, Basel, EU og fra de danske myndigheder er forslagene og det fælles fodslag linet op. Flere af forslagene er fornuftige og forventelige. Andre forslag er derimod bekymrende. På planchen er nævnt de mest centrale for os:

[planche 5: Finanskrisen (3) Nye reguleringstiltag]

[planche 6: Finanskrisen (3) – fortsat]

Som I kan se, er der nok at gå i gang med, og jeg har endda "kun" opridset forslag, der vedrører værdipapirhandelssiden direkte. Bank-siden, det vil sige regnskabs- og kapitaldækningsiden, har jeg ikke medtaget. Det dækkes i andre fora, og vi vil forsøge at holde overblikket. Det håber vi også, at lovgiverne gør, så vi undgår indbyrdes modstridende lovgivning eller lovgivning, der rammer flere gange.

Side 5

De gennemgående temaer for den nye regulering står mejslet i sten: Vi skal have mere gennemsigtighed og bedre risikostyring.

Ny EU tilsynsstruktur

Helt overordnet bliver der implementeret en ny tilsynsstruktur i EU ved oprettelsen af to nye institutioner: European Systemic Risk Board (ERSB) samt European System of Financial Supervisors (ESFS) og en single rulebook for tilsyn. Formålet er blandt andet at styrke og ensarte tilsynet med de finansielle markeder i Europa. Jeg vil ikke gå i dybden med denne del, da Ulrik vil fortælle mere om det i sit indlæg. Men jeg vil benytte lejligheden til at hilse initiativet velkomment. Samtidig vil jeg opfordre til styrket, globalt samarbejde. De finansielle markeder er ikke lokale eller nationale. De er globale for en lang række aktører og produkters vedkommende. Det skal såvel regler som tilsyn afspejle. Ikke mindst fordi tilsynsarbitrage – altså at markedsaktører placerer sig, og produkter handles i de lande med mest lempelige tilsyn – er noget rigtig skidt og meget skadeligt for hele branchens troværdighed.

Reformering af aflønning og bonuspolitikker

Der er stor fokus på bonus og aflønning i den finansielle sektor. Argumenterne er, at overdreven løn og bonus i den finansielle sektor har understøttet en u hensigtsmæssig incitamentsstruktur og bidraget til overdreven risikotagning.

Vi er helt enige i, at bonusprogrammer ikke må understøtte kortsigtethed og u hensigtsmæssig adfærd. Men hvis reglerne skal have den

ønskede effekt, er det en forudsætning, at reglerne implementeres på globalt plan. Ellers opstår der konkurrenceforvridning – eller bonusarbitrage – og de bedste medarbejdere flygter og tager kunderne med til lande med den mest lempelige fortolkning af reglerne.

Side 6

Konkret har regeringen spillet ud med en model, hvor bestyrelse og direktion opfordres til at følge anbefalingerne om aflønning fra Komiteen om god selskabsledelse. Herudover skal branchen udarbejde et bindende kodeks om lønpolitik i den finansielle sektor. Organisationerne er langt i dette arbejde, og i forslaget lægges der op til regulering af variable løndele, herunder bonus. Reguleringen skal gælde for den øverste ledelse og for det, man kan betegne som risikotagere, det vil sige de medarbejdere, hvis handlinger kan risikere at vælte en finansiell virksomhed. I kodekset vil der blive lagt op til langtidsholdbare løsninger, herunder at der ikke vil ske belønning af medarbejdere, når det går skidt for virksomheden. Alt i alt vil kodeksflugten henstilling, der kom fra EU-Kommissionen før sommerferien, som blandt andet indeholder krav om, at minimum 60 procent af den variable løndel skal fordeles over minimum tre år.

Vi er dog bekymrede for, at beslægtede virksomheder uden for organisationernes område ikke bliver reguleret i første omgang. Kodekset kommer eksempelvis ikke til at gælde for ATP og LD, som også disponerer betydelige formuer. Dette skaber selvsagt en ulige konkurrencesituation. Det skal også nævnes, at det muligvis bliver nødvendigt at se på lovgivningen, herunder funktionærloven og skattelovgivningen. Der er nemlig bestemmelser og praksis, som kan give problemer for de ansatte, når udbetaling af betydelige bonusbeløb udskydes. Skatteretligt skal det fastlægges, hvornår der er erhvervet endelig ret til bonussen, da beskattningen falder på dét tidspunkt.

Likviditetsregler og realkreditobligationer

Basel-komiteen har i december 2009 offentliggjort forslag til, hvordan den fremtidige regulering af bankernes likviditetsstyring kan udformes. Det kan få stor betydning for det danske realkreditmarked.

Et særligt kritisk emne er behandlingen af Covered Bonds, som i høj grad kan påvirke, hvordan bankernes beholdning af realkreditobligationer kan indgå i likviditetsberedskabet. Eksempelvis foreslås haircut på 20 procent for Covered Bonds med AA eller højere rating og 40 procent for Covered Bonds med rating på mindst A. Såfremt forslaget blive gennemført i sin nuværende form, kan det blive endog meget svært for bankerne fremadrettet at opretholde den nuværende beholdning af realkreditobligationer. Det vil selvsagt påvirke det danske realkreditmarked i negativ retning og også have en meget negativ virkning på det danske pengemarked, da F1 obligationer anvendes aktivt i fundingen.

3. Regulering af derivathandlen

OTC-derivater er et andet, centralt fokusområdet for os. Et derivat er et finansielt instrument, som er baseret på et underliggende aktiv – det kan være aktier, obligationer, valuta, råvarer og så videre. Og prædikatet "OTC-derivat" skyldes, at derivatet ikke handles på en reguleret markedsplads eller tilsvarende handelspladser.

Finanskrisen har indebåret betydelig fokus på OTC-derivater generelt. Uagtet en af årsagerne til krisen kan spores tilbage til **en delmængde** af OTC-derivaterne – de såkaldte strukturerede kreditderivater – er signalerne fra EU-Kommissionen meget klare. OTC-derivater skal **generelt** ændres fra primært at være bilaterale produkter til central clearing og handel. En sådan generalisering finder vi bekymrende, og i øjeblikket er der følgende forslag til regulering af OTC-derivater:

[planche 7: Forslag til regulering af OTC-derivater]

- Der foreslås krav om brug af central modpartsclearing (CCP) for såkaldte "CCP-egnede" derivater
- Der foreslås øgede kapitalkrav ved bilateral clearing
- Der skal være mere handel via regulerede markeder og MTF'ere
- Der skal være mere gennemsigtighed og bedre overvågning.

Ordet "derivat" er blevet et skældsord – oven i købet et af de værre af slagsen. Betegnelser som "Toxic Assets" eller "Financial Weapons of Mass Destruction" flyver i flæng. Lad mig slå det fast med det samme: Det er en misforståelse at skære derivater over én kam. Derivater dækker over alt fra helt almindelige "hedgeprodukter", altså produkter, der har til formål at fjerne kundens risiko, til særdeles komplekse strukturerede kreditderivater, der dækker over udlån, der er pakket om og solgt videre som avancerede værdipapirer. Og mens det absolut giver mening at se på processerne for strukturerede kreditderivater, vil det være overregulering af værste skuffe og meget problematisk, ikke mindst for slutbrugerne af derivatmarkedet, ukritisk at kræve central clearing og central handel af alle OTC-derivater.

Side 8

Eksempelvis kan et derivat først meningsfuldt handles på en reguleret markedsplads eller MTF, hvis det er standardiseret og tillige er genstand for en bred handelsinteresse, så der kan genereres en kritisk omsætning. Standardisering giver imidlertid ikke mening for en betydelig andel af OTC-derivaterne, da de netop er skræddersyede til at matche kundernes eksakte behov. Desuden er høj grad af standardisering ikke ensbetydende med, at der kan opnås den nødvendige likviditet. Det kræver, at der er tilstrækkelig bred interesse for at handle det pågældende produkt. Og tvinges derivater med lille volumen alligevel til at blive handlet via et reguleret marked eller anden form for handelsplads, vil det blive meget dyrt både at indgå denne handel, da der vil være meget store forskel mellem købs- og salgspriser, og at afslutte den.

Tilsvarende forhold gør sig gældende for central clearing: En CCP indtræder i handlen mellem køber og sælger efter, at disse har indgået en handel. Parterne vil herefter have den afviklingsmæssige risiko på CCP'en og ikke på hinanden. Fordelen ved en CCP er dermed fordeling af risici mellem CCP'ens medlemmer og den multilaterale netting, hvor multilateral netting indebærer, at køb og salg mellem flere parter udlignes til en nettoposition. Imidlertid er der en række nødvendige betingelser for CCP-clearing:

- Handels- og afviklingsflowet skal være tilstrækkeligt standardiseret, og der skal være en likviditet i produktet.
- Det juridiske grundlag skal være standardiseret.
- Der skal være produktstandardisering af betalingsrækker og betalingsdatoer for blandt andet at muliggøre netting.

Side 9

Udspillene tyder på, at CCP-clearing bliver et krav for såkaldte "CCP-egnede" produkter. Heri ligger en erkendelse af at ikke alle produkter er egnede til CCP-clearing. Det er vi meget enige i. Hvis man tvinger uegnede produkter til CCP-clearing vil det betyde unødigt store risici og omkostninger for CCP'erne og deres brugere. Ikke mindst i dette lys er det helt centralt, at det er branchen – altså CCP deltagere og CCP'ere, der i fællesskab beslutter, hvilke kontrakter der er CCP-egnede.

Udspillene tyder også på, at kapitalkravene vil blive øget for bilateral clearing for at motivere parterne til at benytte CCP-clearing. Allerede nu er der et betydeligt incitament til CCP-clearing, da modpartsrisici vurderes til at være nul for CCP-clearede kontrakter, hvilket ikke er tilfældet for bilateralt clearede kontrakter. Vi ser derfor ingen grund til at øge kapitalkravene for bilateralt clearede handler yderligere, da incitamentsstrukturen allerede er til stede, og da øgede kapitalkrav selvsagt øger omkostningerne for OTC-derivater. Og hvad nu hvis et produkt ikke er egnet til CCP-clearing? Skal kapitalkravene så også øges? Som nævnt er en lang række produkter netop ikke CCP-egnede, da de er skræddersyede og dermed ikke kan standardiseres tilstrækkeligt, uden at de mister deres værdi.

Lad mig komme med et eksempel:

Antag vi har en virksomhed, der har brug for at fjerne sin valutakursrisiko i en bestemt periode som i led i sin handel med udlandet. Normalt kan virksomheden få et skræddersyet produkt, der præcist matcher virksomhedens behov. I yderste konsekvens risikerer virksomheden fremover, at det ønskede afdækningsprodukt enten ikke fås, eller at det bliver meget dyrt. Konsekvensen er, at virksomheden enten ikke kan komme af med sin uønskede valutakursrisiko,

eller at prisen for at få den fjernet bliver betydelig. Reguleringen rammer altså ikke mindst slutkunderne, og prisen kan være meget høj – i det aktuelle eksempel vil det ramme den internationalt orienterede virksomhed, som vores lille, åbne økonomi har så hårdt brug for.

Side 10

Afslutningsvis vil der blive krav om indberetning af alle derivattransaktioner til en eller flere databaser – også kaldet Trade Repositories. Formålet er at øge gennemsigtigheden for myndighederne og forbedre deres tilsyn. Vi hilser princippet velkomment. Alle har en interesse i et velfungerende og redeligt derivatmarked. Det er dog vigtigt for os at understrege, at for netop at sikre overskueligheden bør der ideelt set kun være en Trade Repository globalt set pr. aktiv klasse.

4. MiFID II

Et af de mest gennemgribende reguleringsmæssige tiltag i branchen har været MiFID-implementeringen i 2007. Sigtet var som bekendt harmonisering af investorbekyttelsen samt liberalisering af aktiemarkedet og handelsinformationen. Vi har oplevet en hastig udvikling på handelssiden og er blevet nogle erfaringer rigere:

[Planche 8: MiFID II (1): Hvad fungerer og hvad fungerer ikke]

I forhold til investorbekyttelse, er MiFID-reglerne gode og omfattende. Regimet har dog mildt sagt fået en ilddåb under finanskrisen, og der har desværre været nogle kedelige enkeltsager. Det er klart min opfattelse, at selv det bedste regime næppe kunne klare finanskrisens pres uden ridser i lakken. Jeg vil også godt understrege, at en del af de sager, vi har set med dårlig investorbekyttelse, stammer fra tiden før MiFID. Dette har dog ikke forhindret Økonomi- og Erhvervsministeriet i at kræve MiFID suppleret med en særlig dansk mærkningsordning i form af risikoklassificering af værdipapirer, altså en slags Smiley-ordning for værdipapirer.

Jeg synes, det er beklageligt, at Danmark går enegang i reguleringen og dermed underminerer "indre marked" tankegangen. Det bedste havde naturligvis været, at tiltag på området havde afventet EU udspil.

Side 11

Set med vores briller har MiFID haft enorm betydning på de europæiske værdipapirmarkeder. Meget er godt – især har liberaliseringen af aktiehandlen og opbruddet af børsernes monopol skabt en række nye handelspladser, som konkurrerer intenst med hinanden og de traditionelle børser om at tiltrække mest mulig likviditet. Det vrirler med nye markedspladser, og priserne for handel er på vej den rigtige vej – nemlig ned. Derimod kniber det gevaldigt med at få etableret en positiv udvikling og effektiv konkurrence på informations siden. Den fragmenterede handel stiller store krav til informationshåndtering – og dér er der lang vej endnu.

Og konkurrence er godt. Det holder markedsaktørerne skarpe og innovative. Det ved vores branche bedre end mange. Eksempelvis har vi i årevis konkurreret med udlandet om den danske aktieomsætning. I øjeblikket har udenlandske medlemmer knap 50 procent af omsætningen på NASDAQ OMX.

Konkurrencen har haft betydelig effekt, som I kan se på oversigten bag mig. Det er kampen om de største aktier – bluechip-aktierne – der først og fremmest er i spil.

[Planche 9: MiFID II (2) Fordeling af aktieindeks – FTSE 100, DAX, CAC40]

Særligt markant er udviklingen for de store indekser som det engelske bluechip-indeks FTSE100, hvor en fjerdedel af systemhandlen foretages uden om London Stock Exchange, mens godt en femtedel af handlen i det tyske bluechip-indeks DAX og det franske bluechip-indeks CAC40 handles uden om henholdsvis Xetra og EuroNext Paris.

[Planche 10: MiFID II (2 – fortsat) Fordeling af aktieindeks – C20, S30, H25, OBX]

Her i Norden er billedet knap så markant endnu. Tydeligste udvikling ses i Sverige, hvor mere end 10 procent af systemhandlen i det svenske bluechip-indeks S30 foretages uden om NASDAQ OMX, mens det er knap 9 procent af det finske bluechip-indeks H25. For Danmarks vedkommende er det blot ca. 4 procent af systemhandlen i C20, der foretages uden om NASDAQ OMX.

Side 12

Årsagen til den beskedne fragmentering i Danmark skal først og fremmest findes i, at de systemer, der hurtigt kan finde de bedste priser og transportere ordrer derhen (kaldet Smart Order Routing), endnu ikke er så udbredt hverken i Danmark eller i det øvrige Norden. Markedernes størrelser har formentlig også en vis betydning. Når flere benytter sig af disse værktøjer, vil I formentlig meget hurtigt se en udvikling som i England, Tyskland og Frankrig.

Som I også kan se, så udgør de nye markedspladser en reel trussel mod de etablerede børsers:

[Planche 11: MiFID II (3) Markedspladsernes andel af den samlede omsætning]

Det interessante billede er nu, at en af udfordrerne – Chi-X – nu er den største markedsplads i Europa med cirka 18 procent af omsætningen, skarpt forfulgt af London Stock Exchange, der har cirka 15 procent af omsætningen, mens NASDAQ OMX (altså Sverige, Finland og Danmark) har knap 6 procent af omsætningen.

Drivkraften i udviklingen er utvivlsomt de meget lavere fees på de nye handelspladser.

Men MiFID har også vist nogle svagheder. For hvor handlen er blevet direkte konkurrenceudsat med lavere priser og mere effektivitet som en naturlig konsekvens, er det anderledes med handelsinformationen. Konkurrencen har ikke fået rigtig fat, og priserne på informa-

tion er uændret. Det er desværre en uheldig udvikling, da de mange handelspladser indebærer fragmenteret kursinformation og usikkerhed om datakvaliteten. Informationsområdet er helt centralt. Fyldestgørende førhandelsinformation er forudsætningen for troværdig og effektiv prisdannelse, og fyldestgørende efterhandelsinformation er et vigtigt kontrolredskab for markedsaktørerne for at sikre, at de har opnået det ønskede handelsresultat. Den værdifulde information er med andre ord den konsoliderede information.

Side 13

Det er min opfattelse, at ikke mindst priserne er en hindring for den nødvendige datakonsolidering. Desværre har vi indtil nu set, at de traditionelle børser er de mest prisrigide.

Hvordan får vi den nødvendige datakonsolidering? Kan markeds kræfterne skabe de nødvendige resultater eller skal EU på banen og – som i USA – lave regler for konsolideret information? Vi foretrækker klart den markedsdrevne model – men vi oplever, at forudsætningerne for denne model ikke er på plads. EU bør derfor lave de justeringer, der kan understøtte den markedsdrevne model. Vi opfordrer derfor til, at EU ser på følgende:

[Planche 12: MiFID II (4) Hvad skal EU fokusere på]

- Der er tvivlsom datakvalitet uden klare informationsstandarder. Og er beregningsmodellerne korrekte?
- Der er ingen enkelt myndighed, der overvåger data og datakvalitet på tværs af landegrænser.
- Er der den rette incitamentsstruktur på informationsområdet?
- Er informationsejerskabet for rigtigt?

5. Certificering

I 2006 indførte Børsmæglerforeningen krav om certificering af nye medarbejdere hos medlemsvirksomhederne inden for aktie- eller erhvervsobligationsområdet på engrosmarkedet. De omfattede

medarbejdere er personer, der er ansat som sales, sales tradere, tradere eller analytikere. Vi opfordrer også de erfarne medarbejdere til at tage certificeringen.

Side 14

Formålet med certificeringen er blandt andet at understøtte tilliden til Børsmæglerforeningens medlemmer og til værdipapirmarkedet generelt.

Der er nu gået cirka fire år, siden beslutningen blev truffet, og vi har været meget glade for certificeringen, som både har givet et godt løft i vidensniveauet blandt de omfattede medarbejdere og tilmed fået gode evalueringer fra deltagerne.

Spørgsmålet om certificering er nu blevet aktuelt for en noget bredere medarbejderskare i den finansielle sektor. Økonomi- og Erhvervsministeriet har i januar 2010 meldt ud, at der er behov for at indføre en certificeringsordning, der skal sikre, at de personer, der yder rådgivning om værdipapirer, har de fornødne kompetencer.

Børsmæglerforeningen hilser initiativet velkomment, og vi er af den opfattelse, at vi i fællesskab kan finde en effektiv løsning, som er til gavn for alle parter.

6. Shortselling

I oktober 2008 blev der i Danmark indført et midlertidigt forbud mod shortselling i bankaktier. Tilsvarende, midlertidige forbud blev indført i en lang række andre lande. Baggrunden for det midlertidige forbud var at mindske uroen på aktiemarkederne, at undgå kortsigtet spekulation i kursfald i bankaktier og ikke mindst at følge udviklingen i de toneangivende, europæiske lande for at undgå regelarbitrage.

Som nævnt var bekendtgørelsens forbud af midlertidig karakter – det fremgår tydeligt af bemærkningerne til loven, og vi har med rette forventet, at bekendtgørelsen ville blive ophævet, da markedet gik tilbage til mere normale tilstande.

Dette er desværre ikke sket trods henvendelser til myndighederne.

Jeg vil gerne understrege, at de særlige markedsmæssige omstændigheder fra efteråret 2008, som nødvendiggjorde det omtalte forbud, ikke længere er til stede. Yderligere har hovedparten af de øvrige lande ophævet deres shortselling-forbud. Alt i alt indtager Danmark nu en uheldig særstatus i kraft af det fortsatte shortselling-forbud, og Børsmæglerforeningen opfordrer til, at forbuddet ophæves snarest.

Side 15

7. Skat

Sædvanligvis plejer jeg at bruge en del plads på at opfordre regeringen til at gennemføre en gennemgribende forenkling af kapitalindkomstbeskatningen, fordi den er voldsomt kompliceret og i visse tilfælde urimeligt høj. Glædeligt nok pegede Skattekommissionen sidste år på, at der bør tages yderligere skridt til at nedbringe og forenkle beskatningen af kapitalindkomst.

Et skridt i den rigtige retning er det seneste lovforslag om ophævelse af skattefrihed på blåstemplede obligationer erhvervet fra og med den 27. januar 2010.

Lovforslaget indfører en generel skattepligt på privates gevinst på fordringer. Provenuet herfra anvendes til en gradvis satsnedsættelse – fra 51,5 procent til 42 procent – af skatten på kapitalindkomst. Lovforslaget indebærer, at privates investeringer i højere grad vil være båret af hensynet til afkast før skat end af hensyn til et skattefrit kurselement og understøtter således reelle investeringer frem for skattetænkning.

Desuden indebærer forslaget en forenklet beskatning af investeringsforeningsområdet. Lovforslaget er i fin tråd med Børsmæglerforeningens ønsker og hilses derfor velkomment.

Jeg føler mig dog nødsaget til at kommentere opfordringer fra forskellige sider til IMF om at overveje en omsætningsskat på finansiel-

le transaktioner. Der er tale om en slags global Tobin tax på grænseoverskridende finansielle transaktioner – eksempelvis på aktie- og valutahandel – dels for at straffe bankerne, dels for at dæmpe såkaldt "uproduktiv, risikofyldt og spekulativ adfærd" på de finansielle markeder og sluttelig for at sikre skatteborgerne mod regninger fra fremtidige bankkriser.

Side 16

Ideen om en omsætningskat på finansielle transaktioner er blevet afvist mange gange – også af IMF. Vi har en globaliseret verden – alt hænger sammen – også kapitalmarkederne. Og indførelse af en omsætningskat indebærer mindst én ting – nemlig faldende omsætning – og så er det kriseprovenu udhulet.

Derudover forringer forslaget kursdannelsen på de omfattede finansielle instrumenter, øger virksomhedernes finansieringsomkostninger og hæmmer kapitalfremskaffelsen. Så udover at straffe bankerne – så straffes kunderne mindst lige så hårdt – og det var vel næppe hensigten.

Slutteligt finder vi, at der er bedre midler til at dæmpe "uproduktiv, risikofyldt og spekulativ" adfærd – nemlig bedre regulering og overvågning af de finansielle markeder. Og som jeg har nævnt tidligere, er der allerede taget godt fat på de områder.

Det kan derfor næppe undre jer, at også Børsmæglerforeningen tager stærkt afstand fra den slags forslag.

I sommer var Socialdemokraterne og Socialistisk Folkeparti på banen med et forslag om genindførelse af en aktieomsætningsafgift – uagtet de selv havde fjernet afgiften i 1999 i erkendelse af aktieomsætningsafgiftens skadelige effekter. Tilsvarende erfaringer har Sverige gjort sig, hvorefter de også fjernede afgiften.

At forslaget så ydermere var ensidigt, gjorde det endnu værre, for de globale aktiemarkeder er tæt forbundne. En ensidig genindførelse af aktieomsætningsafgiften vil gå imod udviklingen af integrerede kapitalmarkeder og sætte Danmark på verdenskortet som et af de få lande, der har en aktieomsætningsafgift. Tiltaget vil være konkurrenceforvridende for danske borgere og virksomheder. Konsekvensen er, at aktieomsætningen flytter til udlandet.

Jeg håber, den slags forslag bliver begravet én gang for alle.

8. Afslutning

[Planche 13: Indlægsholdere]

Lige om lidt vil jeg overlade ordet først til Ulrik Nødgaard og derefter til Roger Cogan, som vil bidrage med forskelligt vinklede indlæg om den kommende regulering.

Inden da vil jeg gerne slutte med en tak til vores samarbejdspartnere. Tak til Økonomi- og Erhvervsministeriet, Finanstilsynet, Fondsrådet, Nationalbanken, NASDAQ OMX og Værdipapircentralen samt organisationer, presse og andre for et godt samarbejde.

Tak for jeres opmærksomhed.