

ÅRSBERETNING 2006



Indhold

Forord	5
KAPITEL 1	
Temaartikler	7
Covered Bonds/Særligt dækkede obligationer	7
Konsekvenser af MiFID	11
KAPITEL 2	
Udvikling og initiativer på den danske markedsplads	15
Obligationsmarkedet	15
Aktiemarkedet	16
Ny markedsplads for investeringsforeningsbeviser	18
Sanktionssystem i VP	18
KAPITEL 3	
Regulering - nationalt og EU	21
EU-harmonisering af clearing og afvikling	21
Code of Conduct	21
TARGET2-Securities	21
EU-reglerne for værdipapirhandel	22
MiFID	22
Selskabers oplysningsforpligtelser og storaktionærers flagning	24
Markedsmisbrug	25
KAPITEL 4	
Skatteforhold	27
Forenkling af værdipapirbeskatning	27
Beskatning af derivater	28
KAPITEL 5	
Medlemsfortegnelse, bestyrelse, sekretariat, udvalg og ekstern repræsentation	31
Børsmæglerforeningen	31
Repræsentation i eksterne udvalg	32

FORORD

Forord

Værdipapirmarkederne gennemgår i disse år en betydelig internationalisering, og det er også en udvikling, der involverer det danske marked.

På det regulative område er det især MiFID¹, som er i fokus. MiFID er også i den danske debat blevet omtalt som "en lille børnsreform". Reglerne vil især sætte nye, høje standarder for investorbeskyttelse. Børsmæglerne skal efterleve de nye regler fra 1. november 2007. Det er en betydelig opgave for virksomhederne at blive klar til at overholde de nye regler inden for denne tidsfrist. Alle lande er næppe klar den 1. november, hvilket giver betydelig usikkerhed for værdipapirhandlere med grænseoverskridende aktiviteter. Direktivet vil betyde en væsentlig liberalisering af markedsadgang og en nedbrydning af kendte nationale monopoler. Med en betydelig udenlandsk deltagelse på det danske marked har de danske aktører allerede vænnet sig til den internationale konkurrence og til markedsåbningen.

Det vil nok i første omgang mærkes mere markant i lande, som indtil nu har haft mere lukkede markeder. Især handels- og informationsmarkedet liberaliseres, og det vil ændre spillereglerne mellem markedsdeltagerne, hvor deltagerne, herunder børserne, ikke længere kan læne sig op ad en lovgivning, som i vid udstrækning har virket beskyttende.

I det kommende år står vi også over for at skulle have ny lovgivning om særligt dækkede obligationer (SDO'er), hvormed der sker en liberalisering af markedet for funding af boliglån. Denne lovgivning har også baggrund i ændrede EU-regler. Det er selvsagt vanskeligt at spå om, hvilken indvirkning det vil få på det danske obligationsmarked, men at vi vil komme til mærke en vis ændring og en yderligere internationalisering, er der næppe tvivl om.

God læselyst

¹ Direktivet om Markeder i Finansielle Instrumenter

KAPITEL 1

Temaartikler

Covered Bonds/ Særligt dækkede obligationer

I Danmark er der i længere tid arbejdet på et lovforslag om indførelse af covered bonds eller særligt dækkede obligationer/særligt dækkede realkreditobligationer (SDO-/SDRO'er) for at bruge det danske ord. Lovforslaget, der snart forventes fremsat, er en implementering af visse dele af EU-direktivet om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut, som tager sit udgangspunkt i Basel II om kapitaldækning. Af dette direktiv fremgår blandt andet, hvilke aktiver, herunder fordringer, fast ejendom og skibe, der kan anvendes som sikkerhed for udstedelsen af SDO'er. Lovforslaget giver endvidere banker og sparekasser samme muligheder for at finansiere lån med pant i fast ejendom, som realkrediten hidtil har haft eneret til.

Lovforslaget ventes at muliggøre anvendelse af SDO'er i Danmark med samme opbygning som i en lang række af de øvrige EU-lande. Internationale investorer formodes at være interesseret i at investere i SDO'er, idet obligationerne vil være genkendelige for en international investorkreds på grund af de fælles EU-rammebetingelser, som regulerer SDO'en.

Hvorfor særligt dækkede?

Status som "særligt dækkede" er først og fremmest en fordel for investorerne. Det giver dem en række fordele og dermed også en billigere finansieringsmulighed for kreditinstitutterne end ved at udstede obligationer, som ikke er særligt dækkede.

Den privilegerede behandling af SDO'er på de europæiske markeder består af højere investeringsrammer og lavere risikovægte. For obligationer med SDO-status har institutionelle investorer og investeringsforeninger højere investeringsgrænser på henholdsvis 40 og 25 pct. på investering i obligationer fra en enkelt udsteder i forhold til de normale 5 pct. For obligationer med SDO-status får kapitalbelastede investorer ved anvendelse af standardmetoden for opgørelse af kapitalkrav en lavere risikovægtning på 10 pct. på deres in-

vestering i modsætning til 20 pct. på investering i tilsvarende obligationstyper uden covered bond-status.

SDO'er er ikke nyt set med danske øjne, idet de danske realkreditobligationer er covered bonds i henhold til eksisterende lovgivning. Det nye i lovforslaget består først og fremmest i, at man åbner op for en liberalisering af finansiering af lån med pant i fast ejendom og opdaterer den danske lovgivning i henhold til nye skærpede krav til covered bond-status fra EU. Realkreditobligationer udstedt efter 1. januar 2008 vil derfor ikke være covered bonds.

Løbende overholdelse af beløbsgrænser

Til forskel fra det, som vi i dag kender fra realkreditobligationer, hvor låneloftet kun skal være opfyldt på långivningstidspunktet, skal låneloftet for SDO'er løbende overholdes. Bliver låneloftet overskredet, skal udstederen af obligationen, dvs. kreditinstituttet, stille supplerende sikkerhed for obligationsudstedelsen.

Balanceprincippet

Institutter med tilladelse til at udstede SDO'er skal overholde et balanceprincip. Balanceprincippet sætter grænser for kreditinstituttets markedsrisiko i forlængelse af asymmetri mellem udlån og obligationsudstedelse. Der vil før lovens ikrafttræden blive udstedt en bekendtgørelse, som fastlægger de nærmere regler for et nyt dansk balanceprincip.

I forbindelse med, at der åbnes op for bankernes udstedelse af SDO'er, er der udtrykt ønske om at tilpasse det eksisterende danske balanceprincip, således at adskillelse af lån og finansiering i højere grad muliggøres. Det eksisterende danske balanceprincip sikrer en direkte sammenhæng mellem lån og funding gennem snævre grænser for de markedsrisici, som det udstedende kreditinstitut må påtage sig.

De forskellige obligationstyper

I det kommende lovforslag forventes der at komme to typer covered bonds, nemlig de særligt dækkede obligationer (SDO'er) og særligt dækkede realkreditobligationer (SDRO'er). Bankerne kan kun udstede

SDO'er, mens realkreditinstitutter kan udstede både SDO'er og SDRO'er. Samtidig lægger lovforslaget op til, at det fortsat vil være muligt for realkreditinstitutter at udstede realkreditobligationer efter de eksisterende regler. Realkreditobligationer udstedt *efter* 1. januar 2008 vil ikke have status som covered bonds, mens realkreditobligationer udstedt *før* 1. januar 2008 vil have status som covered bonds til udløb (hvis disse lukker for udstedelse før 1. januar 2008 og bliver omfattet af en "grandfathering" klausul under CRD). Endelig vil den seniorgæld, som kreditinstitutterne forventes at få lov til at optage i forbindelse med supplerende sikkerhedsstillelse, repræsentere endnu en ny obligationstype.

Som det fremgår ovenfor, er der ingen reelle lovgivningsmæssige forskelle på de to varianter af særligt dækkede obligationer SDO'er og SDRO'er, udover at det kun er realkreditinstitutter, som må udstede SDRO'er, og at SDRO'er ikke kan udstedes mod pant i skibe, ligesom kun pengeinstitutter og skibsfinansieringsinstitutter må udstede SDO'er mod pant i skibe.

Markedsmæssige aspekter

Adgangen til at udstede SDO'er har flere facetter. Set fra et børsmæglersynspunkt er det især påvirkningerne af det eksisterende obligationsmarked, som er interessante. Man må selvfølgelig regne med, at der vil være en vis effekt på det danske obligationsmarked, når der indføres skærpede betingelser for obligationsudstedelse, og udstederkredsen udvides.

Det vil formentlig have en vis betydning for et velfungerende dansk obligationsmarked, at der fortsat sker udstedelse i Danmark, og at der også fortsat sker udstedelse i DKK. Helt overordnet er valget af udstedelsesvaluta dog næppe afgørende for, at det indenlandske obligationsmarked er velfungerende, idet man allerede i dag handler obligationer udstedt i blandt andet euro i stor udstrækning.

I dag har vi i Danmark et stort velfungerende obligationsmarked. Det danske realkreditobligationsmarked er i dag det næststørste i Europa i absolutte tal og på størrelse med det tyske covered bond-marked baseret på ejendomsfinansiering. Det må forventes, at vi også efter skærpelsen af kravene til SDO'er og udvidelsen af udstederkredsen vil have et velfungerende obligationsmarked i Danmark.

Internationaliseringen af de tidligere nationale covered bonds-markeder i Europa begyndte med indførelsen af Jumbo Pfandbriefe i Tyskland. Den tyske Jumbo blev introduceret for at opnå en stor og likvid standardudstedelse, der kunne tiltrække internationale institutionelle investorer, og bevirkede en dramatisk forøgelse i den samlede udstedelse af "Pfandbriefe". Med introduktionen af euro i 1999 har Jumbo-begrebet bredt sig til en lang række europæiske lande og vundet international anerkendelse. Som følge af den direkte sammenhæng mellem lån og funding i den eksisterende danske realkreditfinansiering har det ikke hidtil været muligt at koble udstedelse af danske realkreditobligationer på denne udvikling. Udstedelse af danske Jumbo'er vil blive muligt, hvis der i den kommende SDO-lovgivning åbnes op for et mere fleksibelt balanceprincip end det nuværende.

Betydning for udbud og forskellighed på kapitalmarkedet

Det øgede produktudbud de seneste 10 år, [...], er blandt andet i kraft af balanceprincippet og obligationsbekendtgørelsen i øvrigt, [...], blevet afspejlet i forskellige typer af realkreditobligationer. Antallet af fondskoder er således vokset betydeligt på Københavns Fondsbørs.

Med det udgangspunkt vil indførelsen af særligt dækkede obligationer næppe i sig selv medføre mange flere fondskoder på markedet, end der ellers ville være kommet. Det skyldes de fordele, der er ved at have serier med en vis volumen. En stor volumen kan bidrage til en mere effektiv handel med obligationerne. Det vil samtidig mindske sandsynligheden for at skabe indlåsnings effekter i de tilfælde, hvor en låntager ønsker at indfri sit lån før tid.

Der findes allerede i dag et velfungerende europæisk SDO-marked. Danske realkreditobligationer svarer ikke til standarden på dette marked som følge af den danske tradition for lange, konverterbare, fastforrentede lån og den i praksis direkte sammenhæng mellem lån og funding. Danske låntagere har på den baggrund adgang til indfrielse af lån ved fx opkøb af de bagvedliggende obligationer i markedet. Hvis markedet efterspørger det, vil denne indfrielsesform også kunne være tilgængelig fremover ved siden af muligheden for adskilt lån og funding.

Kilde: Økonomi- og Erhvervsministeriet og Nationalbankens rapport om SDO'er

For at udnytte de fordele, der kunne være ved at have en dansk SDO med samme karakteristika som i resten af Europa og derved kunne tiltrække flere internationale investorer, vil det formentlig betyde, at udstedelsesmåden må forventes at blive mere europæisk orienteret, end vi kender fra de danske realkreditobligationer i dag, dvs. blokemission i stedet for daglige tapudstedelser. Der vil derfor formentlig komme til at køre to sideløbende udstedelsessystemer, et for SDO'er til finansiering af variabelt forrentede lån baseret på fastforrentede, inkonverterbare, stående obligationer, og et for SDO'er til finansiering af traditionelle, danske, fastforrentede, konverterbare lån baseret på lange, fastforrentede, konverterbare obligationer.

Der er ikke regler for, hvordan man skal udstede SDO'er i den kommende lov, men det er utvivlsomt, at nogle af udstederne på linje med udstedelserne på euro-markedet vil vælge at anvende blokemissioner¹ – men der vil også være mulighed for, at udstederne kan benytte andre metoder som fx løbende tapudstedelser² og auktioner³, som benyttes af realkreditinstitutterne i dag.

Såfremt der åbnes for en mere fleksibel adskillelse af lån og finansiering, kan det forventes, at en række udstedere vil vælge at finansiere deres udlån helt eller delvist ved standard-europæiske Jumbo-udstedelser. Denne finansieringsform vil især være velegnet til lån med variabel rente og fleksibilitet med hensyn til løbetid og afdragsprofil. Lån baseret på lange renter eller lange rentelofter må fortsat forventes at ske med tæt kobling til obligationsudstedelsen.

Det må derfor forventes, at kreditinstitutternes funding vil blive baseret på to ben. Det første ben forventes at bestå af udstedelse af lange, fastforrentede, konverterbare obligationer og variabelt forrentede

obligationer med renteloft til udløb. Det andet ben skal forstås på den måde, at udstedelsen af SDO'er til finansiering af variabelt forrentede lån formentlig primært vil foregå som stående obligationsudstedelser med en løbetid på omkring to til 10 år. Herudover vil andre egenskaber ved de fundede lån blive afdækket på derivatmarkedet. Dette kan fx være et renteloft. I modsætning til i dag, hvor realkreditens balanceprincip medfører, at der er en tæt sammenhæng mellem udlån og funding – fx ved, at et renteloft skal afspejles i den udstedte obligation – forventes obligationsmarkedet at blive mere simpelt fremover. Komplexiteten vil således findes på derivatmarkedet, som må forventes at vokse over de kommende år. Det vil sandsynligvis blive sådan, at derivathandlen fortrinsvis kommer til at foregå på engrosmarkedet.

SDO-udstedelser til finansiering af fleksible, variabelt forrentede lån vil typisk ske i store blokudstedelser i et tilpasset, standardiseret, europæisk format, dvs. med udstedelser med størrelse af 1 til 3 mia. euro i fast eller variabelt forrentede, stående obligationer med løbetider to til 10 år.

Et andet element er, at udstederne af SDO'er kan vælge lige den obligationstype og udstedelsesmodel, som markedet efterspørger. Hertil må man derfor regne med, at der vil blive udstedt en del børsnoterede serier, men at der også er mulighed for at målrette hele serier på enkelte investorer, såkaldt private placement.

De nuværende market maker-ordninger for realkreditobligationer vil uden tvivl fortsætte, men vil kunne komme under pres, hvis likviditeten i de enkelte serier bliver væsentligt forringet, eller hvis udstederne i stort omfang vælger SDO-/SDRO'er i stedet for realkreditobligationer. Dette er en udvikling, som allerede i dag kendes fra statsobligationsmarkedet, hvor den manglende likviditet gør det vanskeligt for market makerne.

¹ Udbudsform, der benyttes ved udbud, hvor investorerne afgiver ikke-bindende bud om erhvervelse af de udbudte værdipapirer. Investor bindes først af sit bud ved sin accept, efter at prisfastsættelse og allocation har fundet sted. Udstedelsesmængden og likviditeten kan udbygges ved efterfølgende større enkeltstående tapudstedelser.

² Løbende emission, dvs. en finansieringsform, hvor der løbende på daglig basis udstedes en vis mængde obligationer svarende til lånbetalingerne. Lange obligationer vil typisk være åbne for udstedelse i en periode på 3 år, hvor udstedelsesmængde og likviditet løbende kan opbygges. Korte obligationer er typisk åbne for udstedelse i hele deres løbetid.

³ Ved auktionskurs fastsættes lånets rente eller renteloft ud fra en auktion over obligationerne.

Hvorvidt der vil være et incitament til at lave indenlandske market maker-ordninger for SDO-/SDRO'erne, vil afhænge af flere ting, herunder blandt andet hvilken valuta der udstedes i, og eventuelt hvor og om de enkelte serier er noteret.

Konsekvenser af MiFID

De nye EU-regler regler for værdipapirhandel, som træder i kraft 1. november 2007, er blevet kaldt alt fra en minibørsreform, "big bang" til en revolution. Hvilke konsekvenser EU-reglerne ender med at få for det europæiske kapitalmarked, kan man naturligvis ikke vide med sikkerhed, men man kan forudsige flere ændrede tendenser som følge af reglerne. De nye regler er indeholdt i direktivet om Markeder i Finansielle Instrumenter (MiFID) ⁴.

De tendenser, som følger af MiFID, er et europæisk kapitalmarked præget af større konkurrence på grund af den øgede liberalisering af de nationale markeder. Der er også grobund for flere konsolideringer mellem børser, men også mellem værdipapirhandlere. Værdipapirhandlerne står over for en kæmpeopgave med at få implementeret MiFID i deres respektive organisationer, men når denne opgave er løst, vil værdipapirhandleren forhåbentlig også kunne få gavn af de ændringer af det europæiske kapitalmarked, som MiFID sætter skub i. Der hvor kunderne primært kommer til at mærke de nye værdipapirhandelsregler, bliver i form af de høje standarder for investorbeskyttelse.

Opgaver for de danske værdipapirhandlere

For de danske værdipapirhandlere vil MiFID indebære en række nye opgaver i form af udarbejdelse af en række forretningsgange, ændringer af forretningsbetingelser og kundeaftaler, IT-udvikling, omfattende krav til opbevaring af information, og uddannelse af personale.

Værdipapirhandlerne skal imidlertid også overveje en række forretningsmæssige muligheder:

- skal man være systematisk internaliser ⁵
- ønsker man selv at offentliggøre sin egen efterhandelsinformation, eller vil man offentliggøre informationen via et reguleret marked, en MHF eller en tredjepart

- hvor mange handelspladser (execution venues) ⁶ skal man anvende for at kunne give investorerne best execution
- ønsker man at give sine kunder mulighed for at vælge en anden kategorisering, som giver enten et højere eller lavere investorbeskyttelsesniveau
- i hvilket omfang ønsker man at anvende adgangen til at give oplysninger til investorerne via sin hjemmeside.

Flere markedspladser

Implementeringen af MiFID vil umiddelbart indebære slid, slæb og omkostninger for værdipapirhandlerne. Til gengæld vil der også være mulighed for at høste frugterne af et integreret europæisk værdipapirmarked, når MiFID er implementeret i EU. De nye regler vil komme til at indebære en række ændringer på kapitalmarkederne i EU. Værdipapirhandlere vil – eventuelt i fællesskab – kunne etablere og drive en MHF ⁷ og dermed konkurrere med børserne. Børser vil kunne etablere MHF'er og operere ud fra en mere OTC-lignende markedsstruktur ⁸. Ophævelsen af koncentrationsreglerne, hvorefter børserne ikke som tidligere har mulighed for at få monopol på et nationalt værdipapirmarked, vil betyde, at konkurrencen vil blive intensiveret, og ordrer vil i langt større omfang blive eksekveret på forskellige handelspladser inkl. eksekvering af værdipapirhandleren mod egen bog.

Flere værdipapirhandlere har allerede set de forretningsmæssige muligheder. Project Turquoise, som projektet i skrivende stund kaldes, er syv internationale investment-bankers initiativ med at skabe en MHF. Initiativet er først og fremmest en konsekvens af de høje priser for handel og informationsdistribution, som de eksisterende børser afkræver i kraft af deres monopolsituation. Til sammenligning har investment-bankerne i de seneste 10 år været under hårdt pres på kurtagen som følge af den betydelige konkurrence bankerne imellem.

⁴ Direktivet beskrives nærmere i kapitel 3.

⁵ Værdipapirhandlere, der systematisk gennemfører visse aktiehandler med kunder over egen bog.

⁶ En execution venue kan være et reguleret marked, en MHF eller en værdipapirhandler

⁷ En MHF er en multilateral handelsfacilitet.

⁸ På en MHF er oplysningsforpligtelserne lempeligere end på en børs.

Samtidig vil det – forhåbentligt – blive lettere at foretage grænseoverskridende værdipapirhandel enten direkte eller via filial på grund af de ens (eller nok snarere ensartede) regler. Der vil opstå en øget konkurrence, dels mellem værdipapirhandlerne og de traditionelle børser, dels børserne imellem samt mellem børserne og MHF'erne.

Øget konkurrence på markedet for efterhandelsinformation

Et andet område, hvor der vil opstå konkurrence på et marked, som hidtil har været forbeholdt børserne, er indhentelse og offentliggørelse af efterhandelsinformation. I flere landes lovgivning skal værdipapirhandleren sende information om værdipapirhandler indgået uden om en børs' matchsystem til børsen og betale herfor. Det er eksempelvis situationen i Danmark. Ligeledes betaler de efterfølgende børserne for at modtage den samlede efterhandelsinformation. Efter 1. november 2007 vil værdipapirhandlerne selv blive ejere af information om handler indgået uden om en børs. Det betyder, at værdipapirhandlerne kan vælge, om de vil offentliggøre denne information via et reguleret marked, en MHF, en tredjepart eller selv offentliggøre information via deres egne hjemmesider. Værdipapirhandlerne skal offentliggøre efterhandelsinformationen i konsoliderbar form og på rimelige, kommercielle vilkår. Markedet for data om efterhandelsinformation bliver dermed åbnet for konkurrence, hvilket rammer en væsentlig indtægtskilde for børserne. Projekt "Boat", som har til formål skabe en paneuropæisk facilitet for offentliggørelse af før- og efterhandelsinformation, er allerede i støbeskeen.

Konsolidering i markedet

Liberaliseringen af de europæiske kapitalmarkeder vil skabe øget konkurrence primært i forholdet mellem børser og værdipapirhandlere. En anden konsekvens af liberaliseringen kan blive flere konsolideringer, dels mellem børser, dels mellem værdipapirhandlere. For en mindre værdipapirhandler vil de fordele, som liberaliseringen indebærer, måske ikke stå mål med de omkostninger, der vil være ved at skulle efterleve MiFID's krav, hvilket kan danne baggrund for konsolidering/fusioner.

Nyt rådgivningsregime

For kunderne vil MiFID primært få indvirkning i forhold til de øgede krav til investorbeskyttelsen. MiFID's

investorbeskyttelsesregime består af tre ben, information til kunderne, rådgivning og best execution (dvs. hvordan ordrer fra kunderne bliver udført). Omfanget af grundlæggende informationer, som skal gives til kunderne indledningsvist, øges betydeligt. Formålet er, at kunderne kan opnå den fornødne viden til at kunne foretage en underbygget beslutning.

MiFID introducerer et nyt investeringsrådgivningsbegreb, som omfatter værdipapirhandlerens anbefaling til en kunde personligt om køb eller salg af et konkret værdipapir. En værdipapirhandlers investeringsrådgivning til en kunde må kun ske på baggrund af en såkaldt egnethedsvurdering. Det betyder, at investeringen alene må anbefales til kunden, hvis værdipapirhandleren vurderer, at kunden har den relevante erfaring, investeringsformål og profil samt finansielle midler. I forhold til det gældende rådgivningsbegreb i bekendtgørelsen om god skik for finansielle virksomheder er MiFID's koncept for investeringsrådgivning et mere snævert og præcist begreb for rådgivning. For kunderne vil dette medføre, at hvis kunden anmoder om investeringsrådgivning, er det ikke længere tilstrækkeligt for værdipapirhandleren at anbefale en allokering af midlerne i fx 70 pct. investeringsforeningsbeviser og 30 pct. obligationer. Værdipapirhandleren vil skulle anbefale specifikke værdipapirer for, at der er tale om investeringsrådgivning.

MiFID regulerer også selvstændige investeringsrådgivere, som bliver omfattet af de regler, som kommer til at gælde for værdipapirhandleres investeringsrådgivning. MiFID giver imidlertid også adgang for at tilbyde kunden "execution only", hvilket vil sige, at det bliver muligt at gennemføre kundeordrer uden forudgående rådgivning. Rådgivningspligten ophæves hermed. Dette vil formentlig indebære, at man vil se en skarpere adskillelse mellem rene execution only-værdipapirhandlere og værdipapirhandlere, som tilbyder en bredere palet af serviceydelser. Dette kan medføre større prisforskelle, idet ydelserne er forskellige.

Best execution

En anden væsentlig ændring af investorbeskyttelsesreglerne i forhold til gældende regler er reglerne om best execution. Dels fastslår MiFID, at det samlede vederlag bliver den mest afgørende faktor ved udførelse af detailkunders ordrer, dels indeholder MiFID ikke regler om fast prissætning. Det sidstnævnte betyder,

at det nuværende krav om, at kunden skal have samme eller bedre pris end prisen på en børs ved en handel uden om en børs' handelssystemer, fjernes.

Kravene til værdipapirhandlernes forpligtelse til at levere best execution skærpes blandt andet ved, at værdipapirhandlerne skal have en ordreudførelsespolitik, som kunderne skal informeres om og give deres samtykke til. Ordreudførelsespolitikken skal blandt andet angive værdipapirhandlerens valg af handelspladser, og værdipapirhandlerne skal løbende vurdere og overvåge, om de handelspladser, der er omfattet af disses politik for ordreudførelse, giver det bedst mulige resultat for kunden.

De nye krav til ordreudførelse vil indebære, dels at værdipapirhandlerne bliver mere fokuseret på, om de – ved deres valg af handelspladser – sikrer kunderne det bedst mulige resultat, dels at værdipapirhandlere, som modtager ordrer fra andre værdipapirhandlere, og selv eksekverer ordrene eller formidler disse videre, vil gøre mere ud af at kunne dokumentere, at ordrene udføres bedst muligt. En sådan dokumentation vil kunne anvendes til at tiltrække ordrer fra andre værdipapirhandlere, når disse skal vurdere, hvilke handelspladser der skal være omfattet af deres ordreudførelsespolitik. I teorien er der således et betydeligt konkurrencefremmende element i best execution-bestemmelsen.

Forsinkelse i implementeringen

Afslutningsvis er det værd at nævne, at MiFID langt fra er "up and running" pr. 1. november 2007 i alle medlemslandene. Langt de fleste medlemslande er forsinket i implementeringen af EU-reglerne i national lovgivning. Det betyder, at værdipapirhandlerne i disse lande ikke får den lovede ni-månedersfrist til at opfylde MiFID's krav. Formentlig vil flere lande blive så forsinkede med den nationale lovgivning, at en stor del værdipapirhandlere ikke er "MiFID-klar" pr. 1. november 2007. Det vil bidrage til uklarhed om, hvordan værdipapirhandlerne skal forholde sig. Hvilke krav er der fx efter 1. november 2007 til før- og efterhandelsgennemsigtighed, hvis en værdipapirhandler i et land, som ikke har den nationale lovgivning på plads til tiden, foretager grænseoverskridende værdipapirhandel ind i Danmark, hvor den relevante lovgivning vil være på plads inden 1. november 2007. Børsmæglerforeningen mener, at EU-kommissionen må forholde sig

til denne problemstilling. Der må sikres et level playing field for at undgå, at de værdipapirhandlere, som er underlagt den skærpede lovgivning via rettidig national implementering af MiFID, ikke stilles konkurrencemæssigt ringere.



KAPITEL 2

Udvikling og initiativer på den danske markedsplads

Obligationsmarkedet

Statsobligationer

På linje med 2005 har 2006 været stille i forhold til 2003 og 2004, hvor Danmarks Nationalbank etablerede den nuværende primary dealer-ordning i danske statsobligationer i forbindelse med, at man indførte elektronisk handel og market making på handelsplatformen MTSdk. Der har således ikke været de markante udviklingstiltag på statsobligationsmarkedet, ligesom aktiviteten i markedet fortsat er for nedadgående i takt med den samlede likviditet i markedet.

Status på market maker-ordningerne på realkreditobligationer

Børsmæglerforeningens market maker-ordning "Quote on Request" omfatter alene realkreditobligationer.

Antallet af market makere i ordningen har i de seneste år været på ni deltagere, og det samlede antal af omfattede realkreditobligationer ligger stabilt på 15 ligesom i 2005.

I boks 1 vises status for market maker-ordningerne for realkreditobligationer.

Realkreditobligationer omfattet af ordningen

Handelskomiteen for realkreditobligationer og Obligationsudvalget vurderer løbende, hvorvidt der bør optages nye realkreditobligationer i market maker-ordningen "Quote on Request".

Efterhandelsgennemsigtighed for realkreditobligationer

Selvom efterhandelsgennemsigtighed på obligationsmarkedet ikke er et krav i MiFID-direktivet, giver direktivet mulighed for at fastsætte nationale regler på området. Efterhandelsgennemsigtighed – dvs. offentliggørelse af handler med obligationer – er velkendt for de danske markedsdeltagere, idet dette længe har været et krav i Danmark.

Selvom efterhandelsgennemsigtighed ikke er særlig udbredt i europæisk sammenhæng, har Finanstilsynet valgt, at der fortsat skal være danske regler på området. Rammerne for de fremtidige regler findes i den ændring af værdipapirhandelsloven, som blev vedtaget den 30. januar 2007. Finanstilsynet har derfor udarbejdet en bekendtgørelse, hvoraf det fremgår, at der stadig skal ske offentliggørelse af handler med realkreditobligationer (og erhvervsobligationer). Børsmæg-

Boks 1 – Market maker-ordningen for realkreditobligationer

Realkreditobligationer omfattet af market maker-ordningen				
2% 2007	4% 2025 4% 2028 4% IO 2035 4% 2035 4% IO 2038 4% 2038	5% IO 2035 5% 2035 5% IO 2038 5% 2038	5% 2035 (farvespecifik)	5% CF IO 2038 5% CF 2038 6% CF Rentemax
Deltagere i ordningen				
Carnegie Bank A/S - Danske Bank - Fionia Bank A/S - Jyske Bank - Nordea Bank - Nykredit Bank A/S - SEB Merchant Banking - Spar Nord Bank A/S - Sydbank A/S				

lerforeningen og Realkreditrådet har udarbejdet et fælles oplæg til Finanstilsynet med forslag til en række ændringer for efterhandelsgennemsigtigheden i forhold til i dag.

Efter 1. november 2007 vil alle handler med realkreditobligationer fortsat skulle offentliggøres. Tidsfristen er sat ned fra fem til tre minutter (som for aktier). Endvidere vil offentliggørelsen af store handler på over 100 mio. kr. kunne udskydes til "end of day". For at sikre et højt gennemsigtighedsniveau har Børsmæglerforeningen og Realkreditrådet aftalt, at de handler, som ellers har udskudt offentliggørelse, vil komme til at indgå i beregningen af en løbende gennemsnitskurs.

Aktiemarkedet

Nordisk liste

OMX' lancering af den nordiske børs den 2. oktober 2006 indebar, at der for investorerne blev introduceret en fællesnordisk liste, hvorefter alle de svenske, finske og danske selskaber bliver vist på én liste. Derudover introducerede OMX en fælles hjemmeside til erstatning af de lokale hjemmesider. Det hedder nu ikke længere Københavns Fondsbørs, men OMX (Copenhagen). For medlemmerne af OMX er der fortsat tale om adskilte markeder, dvs. at der stadig kræves medlemskab af fx OMX Copenhagen for at få handelsadgang til det danske værdipapirmarked.

Siden Københavns Fondsbørs blev sammenlagt med OMX i december 2004, er der sket en betydelig harmonisering af de nordiske værdipapirmarkeder – først og fremmest mellem Finland, Sverige og Danmark. Det er Børsmæglerforeningens opfattelse, at der nu er opnået den harmonisering, der kan forventes foreløbigt. Foreningen har haft en række drøftelser med OMX og de andre nordiske børsmæglerforeninger om, hvor grænsen skal gå. Der er enighed om, at harmoniseringen ikke må være af en sådan karakter, at det går ud over det enkelte markeds funktionalitet og likviditet.

Rent strategisk har OMX heller ikke en interesse i at presse markederne og medlemmerne for hårdt. Pr. 1. november 2007 træder MiFID (direktivet om Markeder i Finansielle Instrumenter) i kraft, og dermed varsles nye toner for børsernes hidtidige monopol, jf. kapitel 1.

First North

Tilblivelsen af den alternative markedsplads "First North" i København i december 2005 har uden tvivl ramt et stort behov, da en række selskaber, der ikke har den fornødne størrelse eller profil til en egentlig børsnotering, har vist interesse for "First North". I december 2006 var der således 10 selskaber optaget til handel på First North i København, hvilket må siges at være ganske pænt. First North-konceptet er ligeledes introduceret i Sverige og Island. I alt er der på nuværende tidspunkt 84 selskaber på First North.

I Danmark er handelsinteressen imidlertid koncentreret hos de private investorer. De institutionelle investorer tøver, formentlig fordi investering i selskaber på First North er karakteriseret ved at være væsentligt mere risikofyldt end investering på den traditionelle børs, hvilket de private investorer også bør være opmærksomme på. Det synes således at været en udbredt opfattelse i det professionelle marked, at markedet er præget af en høj volatilitet. Hvis de bange anelser viser sig at holde stik, kan det gå hårdt ud over de private investorer, som kan få vanskeligt ved at komme ud af deres investeringer som følge af markedets ringe likviditet.

Fjernelse af børspause

Efter implementering af transparensdirektivet (se også kapitel 3) vil det ikke være muligt for OMX at bevare børs pauser. Årsagen hertil er følgende:

Implementeringen af transparensdirektivet resulterer i harmoniserede regler om børsnoterede selskabers løbende og periodiske oplysningsforpligtelser. Det indebærer, at kriterierne for, hvornår oplysninger anses for offentliggjort, ændres. I dag anses oplysningsforpligtelserne for at være opfyldt, når oplysningerne er offentliggjort via en Fondsbørsmeddelelse. Denne bestemmelse ophæves, da udstederen fremover skal sikre sig, at oplysningerne udbredes i hele EU – fx ved brug af Reuters, Bloomberg etc. OMX vil kræve, at de får oplysningerne senest samtidig med andre medier. OMX har ligeledes peget på, at ophævelsen af bestemmelsen om Fondsbørsmeddelelser gør det meget vanskeligt for OMX at nå at bevare børs pauser, idet brugen af andre medier kan gøre, at markedet kan nå at handle på informationerne, inden OMX kan nå at lave en børs pause.

Imidlertid har flere medlemmer valgt automatisk at fjerne kunders ordrer fra handelssystemet, når der iværksættes en børspause. På baggrund heraf har der været et bredt ønske om alternativer, der kan hjælpe investorerne, som er vant til denne service.

Børsmæglerforeningen og OMX har drøftet alternativer til børsferien. I den forbindelse henledes opmærksomheden blandt andet på indførelse af Circuit Breakers (se nedenfor) efteråret 2007, som givetvis vil være en god beskyttelse for markedsdeltagerne og ikke mindst de private investorer. Derudover drøftes andre tiltag.

Circuit Breakers og Trading Safeguards

I sommeren 2006 sendte OMX et forslag vedrørende Circuit Breakers (børsferie ved markante kursudsving) og Trading Safeguards (centralt filter) i høring. Foreningen var positiv over for initiativet og havde kun enkelte bemærkninger. Det forventes, at Trading Safeguards bliver implementeret i foråret 2007, mens Circuit Breakers bliver indført i efteråret 2007.

Baggrunden for forslaget om brug af Circuit Breakers i Saxess var først og fremmest den stigende anvendelse af stop loss-ordrer, anden algoritmisk handel samt menneskelige fejl i ordreindlæggelsen. Circuit Breakers kan både fungere under kontinuert handel og under auktioner, hvis et predefineret kursspænd overskrides.

Forslaget om Trading Safeguards skyldes de relativt mange, meget skæve ordrer, som ofte lægges ind i Saxess og dermed er årsag til en række uheldige fejlhandler. Ved at implementere Trading Safeguards i Saxess sorteres de værste skæve ordrer væk, idet ordrer, der afviger fra en given procentsats fra senest betalt kursen, afvises.

I lyset af markedets udvikling, hvor flere og flere ikke-professionelle investorer handler direkte på Saxess, er det Børsmæglerforeningens opfattelse, at initiativerne generelt set er fornuftige. Der henvises tillige til afsnittet om fjernelse af børsferie som følge af transparensdirektivet.

Buy-in

Foranlediget af det stigende problem på nordisk plan med manglende levering har OMX fra de nordiske

børsmæglerforeninger oplevet et pres for at indføre en nordisk standard, der kan fremme rettidig levering. Fra OMX' side har man derfor arbejdet videre med en buy-in model efter europæisk standard, som blev sendt i høring blandt OMX' medlemmer og de nordiske børsmæglerforeninger i december 2006. Foreningen har peget på en række forhold, der bør overvejes nærmere. Den endelige tidshorisont for implementering af buy-in regler i regi af OMX er ikke fastlagt på nuværende tidspunkt.

Påtaler

I foråret 2006 var der en del presseomtale af Fondsbørsens anonymiserede påtale til en børsmægler, hvoraf det fremgik, at mægleren havde gennemført en række systemhandler (til markedskurs) uden bagvedliggende kundeordrer. Omtalen indebar et generelt ønske om en drøftelse af, hvornår en påtale til et medlem bør indeholde oplysninger om medlemmets navn. Baggrunden for ønsket var, at presseomtalen af den anonymiserede påtale efter medlemmernes opfattelse indebar en mistænkeliggørelse af branchen generelt, hvilket branchen fandt uacceptabelt. Fondsbørsens tiltag om offentliggørelse af medlemspåtaler var et tiltag i ønsket om at skabe mere åbenhed om konsekvenser ved regelovertrædelser.

Efter drøftelser med OMX blev proceduren for offentliggørelse af medlemmets overtrædelse af Fondsbørsens regler således, at afgørelser og udtalelser i relation til Fondsbørsens handelsregler for børsmedlemmer (Norex Member Rules og de Børsetiske regler) bliver offentliggjort i publikationen "Afgørelser og Udtalelser" og som udgangspunkt med offentliggørelse af børsmedlemmets identitet. For mindre alvorlige sager eller i sager, hvor der er truffet en afgørelse, der ikke går medlemmet imod, kan Fondsbørsen på baggrund af en konkret bedømmelse undlade at offentliggøre medlemmets identitet.

Opgavefordeling mellem Finanstilsynet og OMX

Med virkning fra 1. september 2006 havde Finanstilsynet tilbagekaldt myndigheden til at godkende prospekter og behandle sager om overtagelsestilbud. Fra medlemsside var der umiddelbart en vis betænkelighed ved den nye arbejdsdeling, idet der havde været tilfredshed med Fondsbørsens arbejde på området og ikke mindst den opbyggede kompetence, Fondsbørsens fleksible tilgang til arbejdet samt forståelse for

branchens tidspres. På baggrund heraf havde Børsmæglerforeningen haft en dialog med Finanstilsynet om parternes forventninger til den nye arbejdsdeling, herunder afklaring af eventuelle tiltag, der kunne gøre overgangen så smidig og uproblematisk som muligt. Overgangen har vist sig at fungere tilfredsstillende for alle parter.

Certificering

Bestyrelsen besluttede på sit møde i juni 2006 at indføre krav om certificering af nye medarbejdere hos medlemsvirksomhederne inden for aktie- eller erhvervsobligationsområdet på engrosmarkedet, og som er ansat som sales, sales tradere, tradere eller analytikere. Formålet med certificeringen er blandt andet at understøtte tilliden til Børsmæglerforeningens medlemmer og til værdipapirmarkedet generelt.

Børsmæglerforeningen har siden da arbejdet med den præcise udformning af certificeringen, herunder indgåelse af aftale om undervisning og certificering med advokatvirksomheden Kromann Reumert.

Allerede i 1992 etablerede Børsmæglerforeningen en obligatorisk autorisationsordning for medlemmer af Børsmæglerforeningen. I 1997 blev autorisationen erstattet af et frivilligt børsmæglerkursus. Dette kursus blev revideret i 2002 og målrettet aktie- og obligat ionshandlere, kundefolk og analytikere.

Kravene til finansielle medarbejders kompetencer skærpes løbende. Det skyldes blandt andet internationaliseringen af værdipapirmarkedet, udviklingen i omfanget og kompleksiteten af finansielle instrumenter samt den massive og fortsat stigende regulering på området.

Målet med en obligatorisk certificering er dermed at udvikle nye medarbejders kompetencer blandt andet inden for lovgivningen og regler ved handel med værdipapirer.

Annullering af fejlhandler

Børsmæglerforeningen og Københavns Fondsbørs nåede i 2006 til enighed om en model for annullering af visse større aktiehandler på Københavns Fondsbørs. Modellen indebærer, at Københavns Fondsbørs ud fra en række kriterier og inden for nærmere fastsatte frister kan annullere aktiehandler, som beror på en fejl.

Finanstilsynet har accepteret modellen, som ventes at træde i kraft på Københavns Fondsbørs i april 2007.

Ny markedsplads for investeringsforeningsbeviser

Vedtagelsen af den nye aktieavancebeskatningslov har betydet, at der ikke er den store skattemæssige forskel på børsnoterede og unoterede, aktiebaserede investeringsforeninger. Dog kan underskud på unoterede, aktiebaserede investeringsforeningsbeviser trækkes fra i den almindelige skattepligtige indkomst. Derfor har det siden 1. januar 2006 ikke længere været nødvendigt for aktieafdelingerne at være børsnoterede for at opnå en bestemt skattemæssig status. De nye skattemålinger blev dermed startskuddet til en drøftelse blandt markedsdeltagerne, herunder InvesteringsForeningsRådet og Børsmæglerforeningen, om den fremtidige markedsplads for handel med investeringsforeningsbeviser.

Drøftelserne indebar i juni 2006, at OMX blev valgt til at drive en ny markedsplads for investeringsforeningsbeviser rettet mod private investorer. Der har siden da været en drøftelse af handelsregler mv. og rammerne for markedspladsen. På baggrund af it-tekniske problemer hos OMX blev etableringen udskudt til ultimo februar 2007.

For at sikre en hensigtsmæssig udvikling af markedspladsen vil der blive etableret et governance board i regi af OMX med deltagelse af repræsentanter fra InvesteringsForeningsRådet, Børsmæglerforeningen, FundCollect og OMX.

Sanktionssystem i VP

Det nuværende sanktionssystem i Værdipapircentralen (VP) blev etableret i 1999, hvor de fleste professionelle deltagere i markedet var direkte medlemmer i VP. I dag er situationen en anden, idet mange professionelle investorer afvikler deres handler via et konførende institut i VP. Disse "private professionelle" er ikke omfattet af det eksisterende sanktionssystem, da de ikke har et direkte aftaleforhold med VP. Antallet af private professionelle er stigende, og leveringsdisciplinen hos disse er lavere end hos andre markedsdel-

tagere. Dette kan skyldes, at de ikke er omfattet af sanktioner ved manglende levering.

En sektorarbejdsgruppe er derfor i gang med at designe et nyt sanktionssystem, der også skal virke adfærdsregulerende over for private professionelle. Det nye sanktionssystem vil medføre sanktion både ved manglende levering af penge og papirer i modsætning til det nuværende system, der kun sanktionerer pengeovertræk, samt når en manglende papirlevering har forårsaget pengeovertræk hos en anden deltager. Med det nye sanktionssystem sikres større retfærdighed og rettidighed i VP-afviklingen, mens systemet sandsynligvis også kompletteres af de buy-in regler, som OMX barsler med. Således er der udsigt til, at der både strammes op på handels- og afviklingssiden, hvilket gerne skulle resultere i forbedret handels- og afviklingsdisciplin.

KAPITEL 3

Regulering – nationalt og EU

EU-harmonisering af clearing og afvikling

Omkostningerne for grænseoverskridende afvikling af værdipapirhandler i EU er langt større end omkostningerne på nationalt niveau. EU-Kommissionen har som målsætning at få fjernet barriererne mellem EU-landene på området for post trading-aktiviteter. Harmonisering af post-trade aktiviteterne anses som meget vigtig i forbindelse med at få omkostningerne ned og at opnå EU's mål om et integreret kapitalmarked, hvor grænseoverskridende handler kan afvikles på standardiseret vis og uden problemer. Den seneste udvikling har især været præget af Code of Conduct og TARGET2-Securities.

Code of Conduct

I modsætning til, hvad der var ventet, har Kommissionen valgt ikke at lovgive inden for post-trade området. I stedet besluttede Kommissionen i juli 2006 at udstede en kodeks (Code of Conduct), som udarbejdes i samarbejde med branchen. Sammen med Kommissionen har de omfattede infrastrukturselskaber, bestående af børser, centrale modparter og værdipapircentraler, i løbet af efteråret 2006 udarbejdet kodeksen. Den 7. november 2006 blev Code of Conduct offentliggjort. Kodeksen er inddelt i tre hovedområder: Pristransparens, adgang og interoperabilitet og adskillelse af services samt regnskabsmæssig separering af clearing- og afviklingsaktiviteter. De tre områder har forskellige deadlines, og i forbindelse hermed kører en løbende monitoreringsproces, der skal identificere effekterne af Code of Conduct.

Allerede 31. december 2006 var der deadline for pristransparens, hvilket betød, at alle de omfattede infrastrukturselskaber senest denne dag på deres respektive hjemmesider skulle gøre deres priser offentligt tilgængelige.

I første omgang omfattes kun aktier specifikt af kodeksen, men andre aktivklasser skal så inddrages efterføl-

gende. Mange af Europas infrastrukturselskaber, heriblandt VP, har dog valgt at medtage alle finansielle instrumenter fra første dag.

Monitoreringsprocessen pågår, og indtil videre har effekterne været begrænsede, men når alle elementer af Code of Conduct er blevet implementeret, ventes effekten at blive øget konkurrence og lavere priser.

TARGET2-Securities

Den Europæiske Centralbank bekendtgjorde i sommeren 2006, at den overvejer at udvikle et system til afvikling af handler med euro-denominerede værdipapirer. Systemet, kaldet TARGET2-Securities (T2S), skal drives af ECB og centralbankerne i eurolandene. T2S skal som udgangspunkt udelukkende omfatte afvikling, mens fx clearing, corporate actions og udstedelser stadig skal gå igennem den værdipapircentral, hvor et givet papir er registreret. Betalingsafviklingen vil gå gennem TARGET2-betalingsystemet.

ECB har offentliggjort resultater fra sine analyser af T2S-projektet. Den gennemsnitlige omkostning pr. settlement-transaktion forventes at blive omkring 28 euro-cent på T2S, hvilket er betragteligt under det nuværende niveau. Især på de grænseoverskridende handler vil afviklingsomkostningerne blive reduceret markant, men de 28 euro-cent er også lavere end, hvad noget eksisterende nationalt eller regionalt system kan præstere. ECB anser estimatet for konservativt, men detaljerne og forudsætningerne bag de offentliggjorte estimater er begrænsede, så hvorvidt ECB's vurderinger er realistiske, er et åbent spørgsmål.

Efter planen træffer ECB's styrelsesråd i marts 2007 beslutning om, hvorvidt T2S-projektet skal sættes i søen. Beslutningen kan imidlertid blive forhalet, idet en række finansministre fra EU-landene har udtrykt bekymring for, at T2S skal udvikle sig til et offentligt, selvstyrende monopol.

Såfremt det besluttes at sætte gang i projektet, vil den overordnede plan for systemdesignet ligge klar inden sommeren 2007. T2S-projektet, der naturligt vil få vidtrækkende konsekvenser for strukturen på hele post-trade området, kan ifølge ECB være klar til drift i 2013.

EU-reglerne for værdipapirhandel

2006 har været præget af det høje tempo for arbejdet med og gennemførelsen af de nye EU-værdipapirhandelsregler, som er en følge af EU-Kommissionens finansielle handlingsplan for et indre værdipapirmarked fra 1999. Ambitionerne for et indre værdipapirmarked er høje, men tiden knap, hvilket har været med til at præge den politiske dagsorden i medlemslandene og givet anledning til frustration hos de berørte værdipapirhandlere.

Status ved udgangen af 2006 er, at de sidste detailregler fra EU til direktivet om Markeder i Finansielle Instrumenter (MiFID) og gennemsigtighedsdirektivet (transparensdirektivet) først sent er kommet på plads, og myndighederne er forsinket med gennemførelsesreglerne. Dette gælder i et vist omfang også Finanstilsynet, hvilket betyder, at de danske værdipapirhandlere bliver presset i forhold til den ni-månedersfrist, som er lovet efter MiFID.

Fokus i det danske arbejde er nu på at få gennemført diverse direktiver i love og bekendtgørelser. Dette sker sideløbende med, at CESR – organisationen af børstilsyn i Europa – samarbejder om fælles standarder for håndhævelse af EU-reglerne. Efter den særlige beslutningsprocedure, Lamfalussy-proceduren, er disse fælles standarder bedre kendt som niveau 3-standarderne. Det lyder enkelt, men faktum er, at standarderne for fælles håndhævelse i højere grad har vist sig at handle om fælles fodslag blandt myndighederne for, hvordan reglerne i det hele taget skal fortolkes. Det har på en række områder været vanskeligt at nå til enighed blandt medlemslandene om nogle af de overordnede rammebestemmelser, og fortolkningsklarheder er blevet skubbet videre til detailreguleringen og igen videre til de fælles standarder for håndhævelse.

Konsekvensen af uklarhederne er, at Finanstilsynet herhjemme – ligesom myndighederne i en række an-

dre lande i EU – ikke har villet tage stilling til en række centrale fortolknings spørgsmål, som nødvendigvis må afklares, før virksomhederne kan indrette sig efter reglerne. Det skyldes, at der langt hen ad vejen skal være enighed i CESR, før Finanstilsynet vil udtale sig om fortolkninger – og virksomhederne må derfor vente på afklaringerne, til Finanstilsynet udsteder vejledninger til bekendtgørelserne.

Måske klog af erfaring har Kommissionen efter arbejdet med den finansielle handlingsplan bebudet reguleringspause, så medlemslandene får den nødvendige ro til at gennemføre de nye regler. Næste projekt for EU-Kommissionen ventes dog at blive en harmonisering af clearing- og afviklingsområdet, hvor markedsdeltagerne indtil videre har fået chancen for at opnå den nødvendige harmonisering og gennemsigtighed gennem selvregulering. Der henvises i øvrigt til temaartiklen om MiFID i kapitel 1.

MiFID

Børsmæglerforeningen har i 2006 været involveret i at præge Kommissionen og medlemslandene i forbindelse med udstedelse af detailreglerne til MiFID. Desuden har foreningen været dybt involveret i den danske implementering af MiFID. Rammedirektivets regler bliver implementeret i dansk ret ved ændringer i værdipapirhandelsloven og lov om finansiell virksomhed. Detailreglerne og en række af rammedirektivets regler bliver implementeret i bekendtgørelsesform udstedt af Finanstilsynet.

Investorbeskyttelse

Implementeringen af MiFID's regler om investorbeskyttelse har optaget en stor del af Børsmæglerforeningens tid i 2006 i og med, at foreningen har deltaget i Finanstilsynets arbejde med at udforme en bekendtgørelse om investorbeskyttelse.

MiFID's investorbeskyttelsesregime er bygget op af tre elementer: Generel information til kunderne, kending-kunde/god skik-reglerne samt best execution. Investorbeskyttelsesreglerne indebærer blandt andet et mere snævert rådgivningsbegreb end det eksisterende i god skik-bekendtgørelsen. Investeringsrådgivning vil fremover alene omfatte anbefalinger om transaktioner i specifikke værdipapirer, som gives til kunden person-

ligt. Principperne i den egnethedsvurdering, som værdipapirhandleren skal foretage af, om en specifik transaktion er egnet for kunden, kendes fra de eksisterende regler om god skik. Værdipapirhandleren må ikke anbefale et papir (yde investeringsrådgivning), hvis kunden ikke har fået de nødvendige informationer, eller hvis papiret ikke egner sig til kunden.

Herudover vil det som noget nyt være muligt også at gennemføre kundeordrer uden forudgående rådgivning, når der er tale om ikke-komplekse værdipapirer. En anden nyskabelse er regler om en hensigtsmæssighedsvurdering, som indebærer, at værdipapirhandleren ved gennemførelse af en kundeordre i et komplekst værdipapir skal vurdere, om handel i dette papir er hensigtsmæssig for kunden. Hvis kunden ikke leverer informationerne, eller hvis værdipapirhandleren mener, at investeringen ikke er hensigtsmæssig for kunden, skal kunden advares herom, men transaktionen kan dog gennemføres. Endelig bliver den informationsmængde, som kunden skal modtage initialt, forøget.

En anden vigtig nyskabelse bliver kravet om inddeling af alle kunder i kategorierne: private kunder (detailkunder), professionelle kunder og såkaldt godkendte modparter. Inddelingen har betydning for investorbekyttelsesniveauet, og detailkunder har det højeste beskyttelsesniveau. Der er visse muligheder for kunderne til at vælge enten et højere eller lavere beskyttelsesniveau, hvis værdipapirhandleren er indstillet herpå.

Børsmæglerforeningen har haft en god dialog med Finanstilsynet i forbindelse med udarbejdelsen af bekendtgørelsen om investorbekyttelse. Bekendtgørelsen er udtryk for en loyal implementering af niveau 2-direktivet. Samtidig er bekendtgørelsens bestemmelser "fordansket" for at gøre dem mere forståelige end de ofte meget snørklede direktivtekster. Der vil blive udstedt en vejledning til bekendtgørelsen, hvilket foreningen har ønsket i og med, at der vil være behov for yderligere klarhed om flere af bestemmelserne.

Best execution

Reglerne om best execution indebærer overordnet set, at kunden – i forbindelse med værdipapirhandlerens udførelse af ordren – skal sikres det bedst mulige resultat under hensyn til en række faktorer, herunder

pris, omkostninger, hastighed, sandsynlighed for gennemførelse og ordrestørrelse. Dette svarer stort set til de eksisterende regler. Reglerne om best execution adskiller sig fra de nuværende danske regler ved, at det samlede vederlag bliver den afgørende faktor ved udførelse af detailkunders ordrer. Desuden indeholder MiFID ikke regler om fast prissætning, hvilket medfører, at det nuværende krav om, at kunden skal have samme eller bedre pris end prisen på en børs ved en off exchange-handel, fjernes.

Endvidere skal værdipapirhandlerne som noget nyt etablere en ordredførelsespolitik, som kunderne skal informeres om. Ordredførelsespolitikken skal blandt andet omfatte værdipapirhandlerens valg af handelsplads. Endelig skal værdipapirhandleren etablere forretningsgange samt foretage årlige vurderinger af, om de handelspladser, som er omfattet af dennes ordredførelsespolitik, giver det bedst mulige resultat for kunden. Ordredførelsespolitikken skal regelmæssigt vurderes.

Der er en undtagelse til kravet om best execution, idet værdipapirhandleren kan agere efter kundens specifikke instruks, selvom dette konkret ikke medfører best execution for kunden.

Reglerne indebærer dermed en række nye forpligtelser for de danske værdipapirhandlere, og der vil være en del ændringer i forhold til den eksisterende bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik, som ophæves i kraft af den nye bekendtgørelse. Der vil blive udarbejdet en vejledning til bekendtgørelsen om ordredførelse.

Bekendtgørelse om organisatoriske krav

MiFID indeholder en række generelle organisatoriske krav, som overordnet set svarer til kravene i dag i § 71-vejledningen. Som noget nyt skal værdipapirhandlerne etablere en permanent og uafhængig compliancefunktion, som har ansvaret for at overvåge og løbende vurdere selskabets politikker og procedurer for overholdelse af reglerne på området samt for at rådgive personer med ansvar på investeringsområdet med hensyn til overholdelse af reglerne.

Endvidere fastsættes der regler om, at værdipapirhandlerne skal identificere interessekonflikter samt have en nedskreven politik for imødegåelse og hånd-

tering af interessekonflikter. Værdipapirhandleren skal have nødvendige og passende procedurer til at undgå og i givet fald håndtere interessekonflikter. Reglerne er tilsyneladende i tråd med Børsmæglerforeningens anbefalinger på området, men reglerne er snørklet skrevet, og der udestår et arbejde med at få fortolket reglerne og gjort dem mere forståelige. Det samme gør sig gældende vedrørende reglerne om medarbejderhandel.

Handelsgennemsigtighed, SI og transaktionsrapportering

Et væsentligt fokusområde for foreningen i 2006 har været arbejdet med at gennemføre MiFID's regler om handelsgennemsigtighed og transaktionsrapportering. Reglerne vil blive gennemført ved to bekendtgørelser, som vil gælde ved siden af EU-Kommissionens forordning, der ligeledes indeholder en række detaljerede regler om handelsgennemsigtighed og transaktionsrapportering.

Handelsgennemsigtigheden omfatter de oplysninger, som regulerede markeder, MHF'er samt værdipapirhandlere, der systematisk gennemfører visse aktiehandler over egen bog (de såkaldte SI'ere), skal offentliggøre før og efter handel i aktier. Nyskabelsen i reglerne er navnlig, at værdipapirhandlerne fremover selv vil eje handelsinformationen for OTC-handlen⁹ i aktier, som er optaget til handel på et reguleret marked. Hidtil har Københavns Fondsbørs været enejer af handelsinformationen.

Herudover har SI-reglernes rækkevidde været drøftet indgående blandt foreningens medlemmer i 2006. Spørgsmålet er navnlig, i hvilket omfang den danske strakshandel vil blive omfattet af reglerne. SI indebærer en tvungen prisstillerordning for handel i de mest likvide aktier i EU. Det vil formentlig være få, danske værdipapirhandlere, som bliver omfattet af reglerne, hvilket foreningen fortsat arbejder på at få afklaret med Finanstilsynet.

Gennemførelsen af MiFID medfører desuden ændringer til indberetningen af handler med værdipapirer. Indberetningen, som i dag sendes til Københavns Fondsbørs inden for fem minutter, vil i fremtiden blive

splittet op i to. Én transaktionsrapportering til Finanstilsynet til brug for markedsovervågningen (sendes inden udgangen af efterfølgende handelsdag) og én til brug for efterhandelsgennemsigtigheden, som (senest tre minutter efter transaktionen) enten sendes til Københavns Fondsbørs eller som offentliggøres af værdipapirhandleren selv alt efter, om handleren er on-exchange eller OTC, jf. ovenfor. I forbindelse med transaktionsrapporteringen til markedsovervågningen, arbejder Finanstilsynet på et teknisk system, som kan modtage indberetningerne. Ændringerne medfører systemændringer hos Børsmæglerforeningens medlemmer.

Selskabers oplysningsforpligtelser og storaktionærs flagning

I begyndelsen af 2007 vil endnu en ændring af værdipapirhandelsloven gennemføre de nye EU-regler om børsnoterede selskabers periodiske og løbende oplysningsforpligtelser – Transparensdirektivet. Blandt de væsentligste ændringer er, at selskaber ikke længere alene kan offentliggøre kursfølsomme oplysninger via Københavns Fondsbørs, men offentliggørelsen skal ske via distributionskanaler, som når ud i hele EU. Herudover vil reglerne for storaktionærs pligt til at flage større aktiebesiddelser til markedet blive ændret. Der vil blive udstedt to bekendtgørelser som supplement til ændringen af værdipapirhandelsloven.

EU-kommissionen har imidlertid været væsentligt forsinket med de detaljerede regler til Transparensdirektivet, hvilket har medført, at Finanstilsynet ikke har kunnet færdiggøre de nødvendige bekendtgørelser og vejledninger i tide. Efter direktivet skulle reglerne have været gennemført i Danmark allerede pr. 20. januar 2007. Økonomi- og Erhvervsministeren har imidlertid – på branchens opfordring – erkendt, at det ikke er muligt for dansk erhvervsliv at omstille sig til de nye regler med så kort frist. Ministeren har derfor i den nyligt vedtagne lov (lovforslag L 20) udskudt gennemførelsesfristen til 1. juni 2007. Reglerne ventes noget mere forsinkede i en række af de øvrige EU-lande.

⁹ Uden om børsens handelssystemer.

Markedsmisbrug

De reviderede insider- og kursmanipulationsregler (markedsmisbrugsreglerne), som trådte i kraft 1. april 2005, var blandt de første regler til at realisere EU-Kommissionens finansielle handlingsplan om et indre værdipapirmarked fra 1999. Markedsmisbrugsreglerne har i det store hele fungeret godt blandt Børsmæglerforeningens medlemmer. Initialt var der et betydeligt arbejde med blandt andet de nye insiderlister, men disse fungerer efter reglerne uden væsentlige problemer. Indtil videre har det udvidede kursmanipulationsbegreb ikke medført et bemærkelsesværdigt forhøjet antal sager, som involverer Børsmæglerforeningens medlemmer. De nye regler har imidlertid givet anledning til nogle sager, i forbindelse med at kunder har søgt at påvirke kurser via strakshandelssystemer.

Set på EU-niveau har det imidlertid været en udfordring helt at opnå den harmonisering af reglerne i medlemslandene, som det var sigtet med direktivet, der ligger til grund for ændringen markedsmisbrugsreglerne. Medlemslandene har ganske enkelt på en række områder fortolket reglerne forskelligt, og CESR (organisationen af børstilsyn i EU) arbejder nu på fælles fortolkninger på en række områder.

Regeringens Insiderudvalg, som økonomi- og erhvervsministeren nedsatte efter Midtbanksagen i 2004, arbejder fortsat på betænkningen over behovet for ændrede insiderregler set i lyset af Højesterets afgørelse i sagen. Rapporten ventes færdiggjort i løbet af foråret 2007.

KAPITEL 4

Skatteforhold

Forenkling af værdipapirbeskatning

Regeringen forenkler i slutningen af 2005 skattereglerne for aktieavancer. Et ønske, som Børsmæglerforeningen har haft igennem mange år, og som regeringen fortjener ros for.

Det er imidlertid også nødvendigt at se på den øvrige beskatning af værdipapirer – obligationer, investeringsforeningsbeviser og finansielle kontrakter, der fremstår som rodet og uoverskuelig. Mange af reglerne har rødder tilbage i 1980'erne og er blevet lappet gentagne gange til et efterhånden uoverskueligt skattemæssigt kludetæppe med en ofte u hensigtsmæssig beskatning til følge. Eksempelvis kan det virke lidt absurd, at investeringsforeninger er underlagt en skatte-lovgivning, som samlet set er så kompliceret, at de fleste står af, når investering i forening netop er tænkt som en mulighed, hvor alle skulle kunne være med.

Det grundlæggende problem er, at man i dansk skatteret opdeler afkast af finansielle investeringer i henholdsvis aktie og kapitalindkomst. Børsmæglerforeningen har udarbejdet en model, hvorefter alt afkast beskattes som en type indkomst, og som løser meget af den uoverskuelighed, der hersker i dag.

Hovedtrækkene i modellen er således:

- Der lægges op til, at alt afkast fra værdipapirer fremover beskattes som én indkomsttype efter et realisationsprincip. Det betyder, at der fremover ikke skal sondres mellem aktieindkomst og kapitalindkomst.
- Som udgangspunkt vil alle kildeartsbegrænsninger vedrørende fradragmuligheder bortfalde. I den forstand lægges der op til en nettoopgørelse af alt afkast og tab. Det overvejes fortsat, om modellen skal indeholde mulighed for, at eventuelt tab efter nettoopgørelsen skal kunne modregnes anden indkomst.
- For visse ikke-skattepligtige enheder – i dag med den skattemæssige betegnelse "investerings-selskab" – lægges der dog op til, at der fortsat skal ske beskatning af investor efter et lagerprincip.

- Der er ikke som sådan taget stilling til beskatningsniveau, idet såvel en flat rate beskatning som en beskatning indeholdende progression vil kunne finde anvendelse. En fastlæggelse af beskatningsniveauet må skulle ske under hensyntagen til niveauet for den øvrige (fremtidige) beskatning af personer, selskaber mv.

Med henblik på at sikre en skattemæssigt neutral beskatning af aktier i forhold til obligationer/renter og i den forstand skattemæssig neutralitet mellem finansiering via egenkapital eller fremmedkapital foreslås det, at selskaber skal kunne fratække betalt udbytte som en driftsomkostning. Dermed undgås en økonomisk dobbeltbeskatning af det udbytte, som investor modtager fra et selskab. Det indgår dog ikke i modellen at afskaffe skattefriheden for kursgevinster på blåstemplede obligationer.

Vedrørende aktielån er det Børsmæglerforeningens vurdering, at en indførelse af den foreslåede model vil gøre det enklere end i dag at udarbejde et egentligt skatteregelsæt for aktielån. Tab og gevinst på aktielån vil i så fald skulle indgå i øvrig indkomst for værdipapirer. Det er desuden Børsmæglerforeningens opfattelse, at den skitserede model i høj grad vil være med til at fjerne de skattemæssige barrierer, som uanset forenklingen af aktieavancebeskatningen fortsat består, og at en sådan forenkling vil være til gavn for kapitalmarkedet.

Børsmæglerforeningen vil gerne opfordre til, at regeringen ser på mulighederne for en reform af værdipapirbeskatningen og har i den forbindelse noteret sig Skatteministerens udmelding for nylig om behovet for at se på en reform af kapitalafkastbeskatningen.

Forslaget vil også sikre en forenkling af beskatning af investeringsforeningsbeviser.

Beskatning af derivater

Den gældende beskatning af finansielle kontrakter virker ikke netop fremmende i forhold til at få private til at investere i disse produkter – lagerbeskatningen kombineret med stærkt reducerede muligheder for at fratække tab er ikke just tillokkende.

Med udformningen af det nuværende skattesystem – herunder opdeling af afkast i aktieindkomst og kapitalindkomst – er det imidlertid svært at pege på ændringer, som vil give en mere hensigtsmæssig beskatning set fra investors synspunkt, men som også samtidig passer fornuftigt ind i det gældende skattesystem. Børsmæglerforeningens forslag til en ny værdipapirbeskatning vil imidlertid også føre en mere hensigtsmæssig beskatning af derivater med sig.

Baggrunden herfor er, at beskatningen i dag foregår efter det såkaldte separationsprincip, hvor beskatningen af kontrakten og det underliggende aktiv sker hver for sig. I praksis giver dette problemer i forhold til fx at bruge en finansiell kontrakt til at kurssikre en aktie, idet der ikke er modregning af tab og gevinst mellem kontrakt og aktien. Som begrundelse for separationsprincippet har blandt andet været fremført, at uden dette princip vil det være muligt ved hjælp af derivater at konvertere én indkomsttype til en anden indkomsttype med en lempeligere beskatning til følge. Med Børsmæglerforeningens forslag om at reducere antallet af indkomsttyper fra to til én bortfalder imidlertid denne argumentation, og det er således en del af modellen, at tab og gevinst på et derivat frit kan modregnes i det underliggende aktiv (i det omfang der er tale om et værdipapir). Dermed opnås en mere hensigtsmæssig beskatning af derivater.

KAPITEL 5

Medlemsfortegnelse, bestyrelse, sekretariat, udvalg og ekstern repræsentation

Sammensætningen pr. 1. marts 2007

Børsmæglerforeningen

Medlemmer

ABN AMRO NV Copenhagen Branch

Alm. Brand Henton

Amagerbanken

Arbejdernes Landsbank

Carnegie Bank

Danske Bank

FIH Erhvervsbank

Fionia Bank

Forstædernes Bank

Gudme Raaschou Bank

Handelsbanken

HSH Nordbank AG Copenhagen Branch

Jyske Bank

Nordea Bank Danmark

Nykredit Bank

S E B

Spar Nord Bank

Sydbank

Danmarks Nationalbank¹

Bestyrelsen

Bankdirektør Kim Duus (formand)

Nykredit Bank

Adm. dir. Niels Olsen

(næstformand)

Carnegie Bank

Direktør Steen Blaafock

Danske Bank

Executive Director Michael Watson

Nordea Bank Danmark

Afdelingsdirektør Peter F. Andersen

Jyske Bank

Vicedirektør Kaj Østergaard Mortensen

Fionia Bank

Adm. direktør Carsten Heindl

ABN AMRO NV Copenhagen Branch

Adm. direktør Torben von Lowzow

Gudme Raaschou Bank

Sekretariatet

Vicedirektør Klaus Willerslev-Olsen

Underdirektør Søren Gade

Kontorchef Christine Habel

Kontorchef Helle Søby Thygesen

Kontorchef Berit Dysseholm

Fredberg

Økonomisk konsulent Lars Ravn

Knudsen

Fondsjuridisk konsulent Sidsel

Nordengaard

Interne udvalg

Aktieudvalget

Aktiechef Torben Bovien

Nykredit Bank

Aktiechef Jan Corell

Handelsbanken

Account Manager Marianne Dich

Jyske Bank

Aktiechef Peter Fly Lundby Hansen

Carnegie Bank

Afdelingsdirektør Jørn Jakobsen

Sydbank

Head of TCM Denmark Peter Kubicki

S E B

Fondschef Rasmus Køjborg

Forstædernes Bank

Afdelingsdirektør Kim Lillose

Danske Bank

Head of Trading Anders Rygaard

Rasmussen

Nordea Bank Danmark

Head of Equities Jakob Haldor Topsøe

ABN AMRO NV Copenhagen Branch

Aktiechef Tue Østergaard

Gudme Raaschou Bank

Compliance udvalget

Country Compliance Representative

and CAAMLO Steen Borg

ABN AMRO NV Copenhagen Branch

Head of Administration and

Compliance Lise Christensen

Gudme Raaschou Bank

Compliance Officer Julie Galbo

Nordea Bank Danmark

Head of Compliance Annelise Warrer

Nykredit Bank

Compliance Officer Kirsten Brodersen

S E B

Compliance Officer Henrik Joost

Carnegie Bank

Head of Compliance

Søren Christian Sundorph

Danske Bank

Analysechef Leif Ø. Rasmussen

Jyske Bank

¹ medlem på særlige vilkår

Chief Compliance Officer
Marianne Simonsen
FIH Erhvervsbank

Direktør for compliance og jura
Michael Reved
Forstædernes Bank

Obligationsudvalget
Fixed income Niels Jacobsgaard
Carnegie Bank

Chief Dealer Jan Heindorff
Danske Bank

Specialkonsulent Thomas Anker
Danmarks Nationalbank

Market Maker Domestic Sales Rene
Jæger
S E B

Afdelingsdirektør Palle Broman
Jyske Bank

Dealer Andrej Makar
HSH Nordbank AG Copenhagen
Branch

Obligationschef Lars Rolighed
Spar Nord Bank

Afdelingsdirektør Søren Kjeldsgaard
Nykredit Bank

Chief Dealer Claus Bisgaard
Nordea Bank Danmark

Obligationschef Erik G. Hansen
Fionia Bank

Direktør Jan Schack Sørensen
Sydbank

Obligationschef Jesper Ihlemann
Forstædernes Bank

Investment Banking udvalget
Adm. direktør Carsten Heinild
ABN AMRO NV Copenhagen Branch

Head of Investment Banking
Christian Hassel
Carnegie Bank

Adm. direktør Torben von Lowcow
Gudme Raaschou Bank

Global Head of Corporate Finance
Jens Peter Toft
Danske Bank

Head of Corporate Finance
Jens Lauritzen
Nordea Bank Danmark

Direktør Arne Due-Hansen
S E B

Repræsentation i eksterne udvalg

**Københavns Fondsbørs
Aktieudvalget**
Head of TCM Denmark Peter Kubicki
S E B

Head of Trading John Lauritsen
Carnegie Bank

Underdirektør Søren Gade
Børsmæglerforeningen

Obligationsudvalget
Head of Capital Markets
Copenhagen Rolf Kofod
S E B

Chief dealer Jan Heindorff
Danske Bank

Kontorchef Christine Habel
Børsmæglerforeningen

**Det rådgivende udvalg vedr.
Fondsbørsens selvregulering**
Adm. direktør Torben von Lowzow
Gudme Raaschou Bank
Vicedirektør Klaus Willerslev-Olsen

**Værdipapircentralen
Kundeforum**
Afdelingsdirektør Peter F. Andersen
Jyske Bank

Direktør Niels Olsen
Carnegie Bank

Fondsrådet
Valgperiode 1. januar 2005
– 31. december 2008

Bankdirektør Kim Duus
Nykredit Bank

Suppleanter:
Vicedirektør Kaj Østergaard
Mortensen
Fionia Bank

**Udvalget om forbuddet mod
insiderhandel**
Udpegningsret sammen med
Finansrådet
Valgperiode: Rapport afventes
fortsat

Vicedirektør Erik Sevaldsen
Danske Bank

**Sagkyndigt medlem af Sø- og
Handelsretten**
Beskikket indtil 31. december 2007
Direktør Per Skovsted

Konkurrencerådet
Udpegningsret sammen med
Finansrådet, Realkreditrådet,
Forsikring og Pension, Investerings-
foreningsrådet og Foreningen af
Firmapensionskasser
Valgperiode 1. september 2005
– 31. august 2009

Vicedirektør Klaus Willerslev-Olsen
Suppleanter:
Vicedirektør Carsten Andersen
Forsikring & Pension