

# ÅRSBERETNING 2005



# Indhold

<b>Formandens forord</b>	<b>5</b>
<b>KAPITEL 1</b>	
<b>Temaartikler</b>	<b>7</b>
Kapitalfonde - en del af private equity markedet	7
Reform af værdipapirbeskatningen	11
<b>KAPITEL 2</b>	
<b>Udvikling og initiativer på den danske markedsplads</b>	<b>15</b>
Obligationsmarkedet	15
Aktiemarkedet	16
<b>KAPITEL 3</b>	
<b>Regulering - nationalt og EU</b>	<b>19</b>
Status for EU-reguleringen	19
MiFID	19
Insiderhandel og kursmanipulation	21
Transparensdirektivet	22
Harmonisering af clearing og settlement aktiviteter i EU	22
Prospektreglerne	23
Bekendtgørelse om overtagelsestilbud	23
Corporate Governance	24
Afnotering af selskaber	24
Byrdekomitéen	25
Målrettet information	25
<b>KAPITEL 4</b>	
<b>Skatteforhold</b>	<b>27</b>
Nye regler om beskatning af aktieavancer	27
Manglende regler om beskatning af aktielån	27
<b>KAPITEL 5</b>	
<b>Medlemsfortegnelse, bestyrelse, sekretariat, udvalg og ekstern repræsentation</b>	<b>29</b>
Børsmæglerforeningen	29
Ekstern repræsentation	30



# Formandens forord

Året 2005 blev et år vi vil se tilbage på med glæde. For det har været et særdeles godt år for den finansielle sektor generelt, og ikke mindst værdipapirhandelsområdet.

Handlen i danske værdipapirer har aldrig været større med omsætningsrekord på såvel aktie-, obligations- som derivatmarkedet. Også Corporate Finance området har været karakteriseret ved betydelig aktivitet. Som en naturlig konsekvens heraf har det været et godt år for Børsmæglerforeningens medlemmer. Også selv om konkurrencen er skærpet betydeligt.

Året 2005 blev også det år, hvor vi langt om længe fik den eftertragtede forenkling af aktieavancebeskatningsreglerne. Det er vi naturligvis meget taknemmelige for. De nye regler vil ganske givet øget investeringsaktiviteten, da det er blevet lettere at gennemskue de skattemæssige konsekvenser ved køb og salg af aktier.

Enkeltheden i de nye regler har derfor givet Børsmæglerforeningen inspiration til at se nærmere på værdipapirbeskatningen generelt, da de nuværende regler grundlæggende set består af et kludetæppe af lappeløsninger. Derfor er det Børsmæglerforeningens opfattelse, at det vil tjene både investorerne og værdipapirmarkedet bedst, hvis der blev udformet en samlet forenkling af værdipapirbeskatningen. Vi har udarbejdet et forslag, som er uddybet nærmere på side 12.

Året 2005 vil også blive husket som året, hvor internationale kapitalfonde for alvor satte fokus på det danske børsmarked. Tydeligst springer opkøbet og afnoteringen af ISS samt opkøbet og den forventelige afnotering af TDC i øjene. Konsekvenserne for det lokale børsmarked kan være uheldige på det korte sigt. Børsmæglerforeningens nærmere overvejelser om kapitalfonde er skitseret på side 7.

Kim Duus



# Temaartikler

## Kapitalfonde – en del af private equity markedet

Tidens nok mest omtalte private equity selskabstype er kapitalfonde, og årsagen skal først og fremmest findes i de mange overtagelser af børsnoterede virksomheder (målselskaber), senest - og formentligt mest kendt - er Nordic Telephone Companys (NTC) overtagelse af TDC.

Kapitalfonde er ikke noget nyt fænomen. De har imidlertid fået fornyet betydning, fordi målselskaberne igen er blevet interessante ud fra et belåningsperspektiv i kraft af en betydelig egenkapitalopbygning i de seneste år. I tillæg hertil er der i øjeblikket historisk lave renter og en betydelig pengestrøm fra pensionskasser og lignende. Samtidig har en række kapitalfonde som følge af den øgede konkurrence og mere vagtsomme potentielle målselskaber vendt blikket væk fra USA og til de mere fragmenterede markeder i Europa. Flere kapitalfonde har desuden ønsket større handler og derfor valgt at slå sig sammen om konkrete opgaver. Som et eksempel kan igen nævnes NTCs overtagelse af TDC, som er historiens anden største transaktion.

Kapitalfonde bevæger sig rent investeringsmæssigt i den mest modne del af virksomhedsfaserne, og benyt-

ter sig fx af såkaldt Leveraged Buy-Outs (LBO), hvilket er en gældsfinansieret overtagelse af en børsnoteret virksomhed, med henblik på afnotering (også kaldet "going private" eller p2p – public to private). Det skal fremhæves, at kapitalfonde foretager andre former for investeringer og altså ikke alene LBO'er, men også buyins, buyouts, etc. Ses eksplicit på forretningsområdet LBO viser undersøgelser<sup>1</sup>, at der både i antal handler og volume har været en betydelig vækst i Europa siden slutningen af 90'erne.

I boks 1 er begrebsapparatet defineret nærmere.

### Boks 1 - Begrebsapparatet

Virksomheder gennemløber forskellige udviklingsfaser, hvor de ofte vil have behov for ekstern kapitaltilførsel, som kan bestå af fremmed- og/eller egenkapital (risikovillig kapital). Formidlingen af risikovillig kapital kan foregå via anerkendte markedspladser (såsom Københavns Fondsbørs) eller uden om disse markedspladser (under ét kaldet private placement).

Private placement dækker over en bred kam af forskellige kapitaltyper, som er tilpasset virksomhedernes udviklingsfaser. Udviklingsfaserne og tilhørende kapitaltyper ses i figur 1.

Figur 1 - Virksomhedsfase og kapitaltype

Private placement						
Kapitalbetegnelse	Venturekapital			Private equity kapital/buyout kapital		
Virksomhedsfase	Udvikling	Tidlig vækst	Vedvarende vækst	Etablerede virksomheder		
Kapitaltype	Seed	Start-up	Ekspansion	Replacement	Buyout	Bridge

Kilde: Vækstfonden + egne tilføjelser



<sup>1</sup> Kilde: ATP's Alpha nr. 4, februar 2006

Fællesbetegnelsen for den kapital, der dækker virksomhedens faser "udvikling", "tidlig vækst" og "vedvarende vækst" er venturekapital, som er risikovillig, langfristet kapital, hvor investoren engagerer sig aktivt i virksomheden og tilfører branchespecifik viden og erfaring.

For etablerede virksomheder generelt er kapitaludbuddet mere varieret og kaldes under ét for private equity kapital. Investorerne vil ligeledes engagere sig aktivt i selskabet. Imidlertid vil de tilførte kompetencer ofte ændre karakter fra at være betydelig branchespecifikke for venturekapitalens vedkommende til at være af mere finansiel karakter for private equity kapitalens vedkommende, jf. figur 2. Af figuren fremgår ligeledes, at kompetencetilførslen falder, mens kapitaltilførslen stiger i takt med virksomhedens vækst.

Replacement kapital dækker over kapitaltilførsler, der benyttes til at købe en eller flere af de eksisterende investorers ejendele. Der kan således være tale om, at de investorer, som finansierede virksomheden i seedfasen, nu får frigjort deres investering.

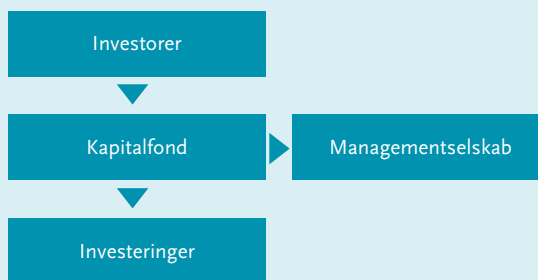
Buyin/buyout kapital indeholder både kapital til at købe etablerede virksomheder, som den eksisterende ledelse skal bestyre, samt kapital til at købe den eksisterende ledelse ud af virksomheden for at indsætte en ny ledelse.

Bridgefinansiering er kapitaltilførsler, der dækker finansieringsbehovet frem til, at den ny kapitaltilførsel kan finde sted. Bridgefinansiering kan tilføres som egenkapital og/eller låne-

kapital, som skal tilbagebetales umiddelbart efter, at næste finansieringsrunde har fundet sted (fx efter en børsnotering).

Kapitalfonde hører under private equity området og konstruktionen af disse fonde er illustreret i figur 3.

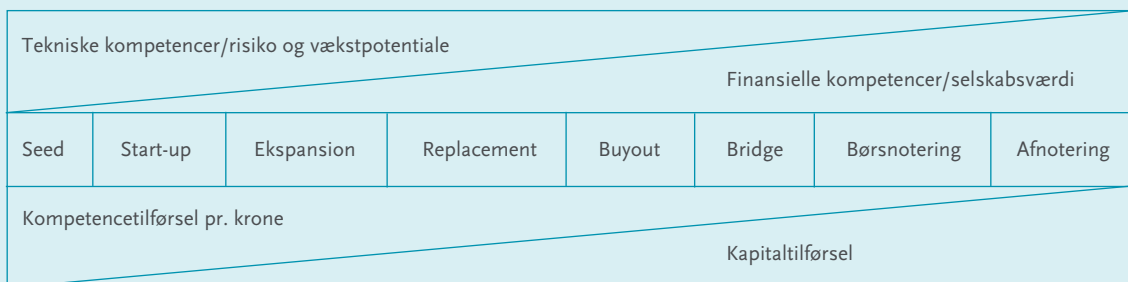
Figur 3 - Konstruktion af kapitalfonde



Kilde: Axcel

Investorer – fx pensionskasser – indskyder kapital i et selskab – ofte et K/S (Limited Partnership). Selskabet har ofte en mellemlang tidshorison (3-7 år), hvor investorer normalt giver tilsagn om kapital, som selskabet kan opkræve over 5 år, hvorefter der er 5 år til at komme ud af investeringen (exit). Der kan være mulighed for forlængelse. Den enkelte fond har således typisk en levetid på 10-13 år. Tilsagt kapital skal først indbetales fra de bagvedliggende investorer, når den enkelte virksomhed købes, og returnering af kapital sker, når en portefølvirksomhed sælges. Kapitalfonde administreres af managementselskaber, hvor de investeringsansvarlige er ansat. De investeringsansvarlige forventes at medinvestere i de enkelte fonde og får en andel af et eventuelt merafkast, når en fonds samlede resultat kan gøres op.

Figur 2 - Kompetencetilførselse og risiko



Kilde: Vækstfonden og egne tilføjelser

### Markedsudviklingen

Set med Børsmæglerforeningens øjne er private equity området det mest interessante område i relation til private placement generelt (se figur 1), og siden 2001 har dette marked i Danmark været karakteriseret ved en betydelig vækst <sup>2</sup>.

Ifølge Vækstfondens og Danish Venture Capital Associations (DVCA) opgørelser var der i 2005 samlet ca. 35,5 mia. kr. reserveret til investeringer i Danmark fordelt på 17,5 mia. til venturekapital og 18 mia. på private equity kapital mod samlet ca. 25,7 mia. i 2001 fordelt på 15,7 mia. på venturekapital og 10 mia. på private equity kapital. Altså en samlet stigning på ca. 38 pct. og en stigning inden for private equity segmentet på 80 pct. i perioden. Til sammenligning viser Private Equity Intelligence's undersøgelse "Global Fund Raising Review", at private equity fonde i USA og Europa i 2005 tilsammen rejste 261 mia. USD i ny kapital.

### Kapitalfondes målvirksomheder

Hvad kigger kapitalfondene egentlig efter, når de skal finde en egnet virksomhed? Først og fremmest skal der være mulighed for værdiskabelse, dvs. virksomheden skal have <sup>3</sup>:

- Høj gældsætningskapacitet
- En attraktiv købspris
- En stærk evne til at genere cash flow
- Attraktiv, veletableret branche
- Stærk markedsposition
- Ingen overtagelsesværn
- Gode exitmuligheder

Undersøgelser viser <sup>4</sup>, at i perioden 1986-1990 blev merværdien primært skabt ved finansiel gearing (41 pct.)

og efterfølgende driften (34 pct.). I perioden 1990-2000 blev merværdien først og fremmest skabt via driften (43 pct.) mens den finansielle gearing havde fået væsentlig mindre betydning (24 pct.). I perioden fra 2000 og frem foreligger ikke konkrete resultater på nuværende tidspunkt, men det må antages, at den finansielle gearing har fået en stigende betydning igen i kraft af det lavere renteniveau og den generelt mindre gældsandel i målselskaberne.

### Hvorfor den stigende interesse for private equity markedet?

Kravet til pensionskassernes afkast indebærer, at de må – ikke mindst i lyset af den lave rente - finde andre veje for at tilfredsstille disse afkastkrav <sup>5</sup>. Pensionskassernes formuesammensætning er således ændret ganske betydeligt over tid fra primært at være placeret i obligationer til i stigende omfang at blive placeret i børsnoterede aktier, unoterede aktier og andre alternative aktieklasser, og således altså også i ganske betydeligt omfang i kapitalfonde. Ses på EVCA's <sup>6</sup> analyser kan det vises, at private equity fondenes afkast i gennemsnit har været på 12,5 pct. (når venturedelen fraregnes). Til sammenligning benytter EVCA HSBC small cap indeks, som viste en forrentning på 7,7 pct. samt Morgan Stanley Euro Indeks, der viste en gennemsnitlig forrentning på -2,8 pct. <sup>7</sup>. Hvis der foretages en lidt anden sammenligning, fås imidlertid et noget andet billede <sup>8</sup>, idet det gennemsnitlige årlige afkast på S&P 500 i perioden var 15,25 pct., amerikanske børsnoterede aktier generelt var 14,48 pct., mens Private Equity fonde (PE fonde) var 12,44 pct. Det er således ikke entydigt, om afkastet i PE fondene er godt. Det kommer selvsagt an på hvilken benchmark, der vælges som sammenligningsgrundlag samt den valgte tidshorisont.

<sup>2</sup> Statistiske opgørelser over private placements skal generelt tages med forbehold, da der ikke er tale om et "officielt marked". Datagrundlaget er typisk baseret på spørge-skemaundersøgelser blandt markedsdeltagere.

<sup>3</sup> Søren Plesner, Basispoint

<sup>4</sup> Li Jin & Fiona Wang: Leveraged Buyouts: Inception, Evolution and Future Trends: Perspectives, Vol. 3. No. 6.

<sup>5</sup> Jyllandsposten den 18. januar 2006, Berlingske Tidende 13. februar 2006, Mandag Morgen nr. 34, 10. oktober 2005

<sup>6</sup> European Venture Capital Association (EVCA)

<sup>7</sup> EVCA nov. 2005 for perioden 1995-2004

<sup>8</sup> Mandag Morgen, nr. 34, 10. oktober 2005 side 18, hvor Phalippou og Zolio har foretaget en sammenligning mellem PE fonde og S&P 500 samt øvrige amerikanske aktier i perioden 1980-2003

### Hvordan finder investorerne kapitalfondene?

Der er et meget stort antal kapitalfonde på verdensplan af meget varierende karakter og kvalitet, og gennemslagskraften i disse fonde varierer betydeligt. I hvilket omfang de skal aflægge regnskab m.v. afhænger af, om de er konstrueret som on- eller off shore selskaber. En meget stor del af fondene er konstrueret som off-shore selskaber, hvorfor der hverken er krav om offentliggørelse af årsregnskab eller andre oplysninger om fondenes aktivitet. Det indebærer med andre ord ganske betydelige søgeomkostninger for at finde de bedste fonde. Og når disse er fundet, risikerer det, at der er lukket for tilgang, hvilket indebærer, at kun de næstbedste, eller det der er knap så godt, er tilbage. Alternativt kan investorerne hyre såkaldte "gate keepers" til at styre investeringerne gennem "fund of funds", dvs. en fond, der finder fonde til investeringsformål. Det indebærer alt andet lige et lavere afkast til investorerne, idet "gatekeeperen" skal have dækket sine søgeomkostninger plus et vederlag for sit arbejde.

### Kapitalfondenes betydning for børsmarkedet

Der er ikke enighed om kapitalfondenes betydning for det lokale børsmarked. En del mener, at markederne kan co-eksistere og i virkeligheden føder hinanden. Andre er mere skeptiske og vurderer, at kapitalfonde kan have en negativ indflydelse på det lokale børsmarked - i hvert fald på det korte sigt:

En række af de mest interessante selskaber på Fondsbørsen er blevet opkøbt og afnoterede af kapitalfonde. Fx Falck, ISS og snart også TDC. Andre selskaber som fx Junckers, Vest-Wood, Royal Scandiavia, Icopal, Danske Trælast, Chr. Hansen etc. er ligeledes opkøbte og afnoterede af kapitalfonde.

Som det ses, er det ikke kun de mest likvide selskaber, som kapitalfondene er gået efter. Men både ISS, Falck og nu også TDC var blandt de mest interessante selskaber på børsen set med markedsmæssige briller. Indsnævringen af de meget interessante selskaber kan på den ene side være uheldigt for børsmarkedet. Danmark er i forvejen et randmarked, og med fjernelse af internationalt anerkendte selskaber cementeres denne betragtning blandt investorerne (både danske og udenlandske), hvilket gør det danske aktiemarked

mindre attraktivt. De institutionelle investorer får mere vanskeligt ved at sprede deres investeringer, hvorfor de i stigende grad retter blikket mod andre markeder. Det kan være med til at reducere likviditeten på det danske aktiemarked, hvilket også rammer de private investorer.

På den anden side så skal kapitalfonde også ud af deres investeringer inden for en nærmere bestemt periode (exit). Og denne exit kan fx være på Fondsbørsen. Exit kan også foregå til andre fonde, industrielle købere eller udenlandske børser. Hvis et selskab i en kapitalfonds hænder har fået en væsentlig mere international dimension, så er det måske ikke længere naturligt, at det lige bliver i Danmark, at selskabet gennoteres. Dertil kommer, at omfanget af salg mellem fonde er stort og stigende, dvs. at exitten ikke så ofte i første omgang ender med en børsnotering, men derimod i kraftigt stigende omfang med et salg til en anden kapitalfond (secondary buyouts). Andelen af secondary buyouts er således øget fra 10 pct. i 2002 til 25 pct. i 2004 i Europa<sup>9</sup> og til omkring 60 pct. ultimo 2005<sup>10</sup>, og kan efterhånden betragtes som en slags parallelmarked.

På et tidspunkt skal kapitalfondene sælge virksomhederne videre i kraft af den begrænsede tidshorisont. Og på det tidspunkt er det naturligvis relevant at se på såvel industrielle købere som fondsbørser. Om der primært bliver tale om fondsbørsexit kan være vanskeligt at vurdere på nuværende tidspunkt, da kapitalfondene først for relativt kort tid siden er begyndt at agere på det europæiske marked for alvor.

### Hvad er det kapitalfonde kan, som en børsnotering tilsyneladende ikke kan?

Børsnotering er forbundet med betydelige oplysningskrav samt krav til Corporate Governance, som kan koste et tocifret millionbeløb på årsbasis. Og der er ikke noget der tyder på, at disse krav bliver mindre. Derudover hævdes fra flere sider, at det kan være vanskeligt for en virksomhed at agere langsigtet i et offentligt marked, da markedsdeltagerne generelt set ikke belønner langsigtede, strategiske investeringer. Der er et alt for stort fokus på tilbagekøb/udbytte på børsmarkedet, ligesom det nuværende renteregime giver kapitalfondene

<sup>9</sup> Økonomisk Ugebrev nr. 21, 13. juni 2005.

<sup>10</sup> Kilde: ATP's Alpha nr. 4, februar 2006.

en oplagt mulighed for at købe selskabet af børsen for lånte penge og foretage de dispositioner, som tilsyneladende ikke er muligt for et børsnoteret selskab.

Påstanden om at kapitalfondene kan generere mere vækst i de overtagne virksomheder kan ses i lyset af principal/agent teorien<sup>11</sup>. Oprindeligt var det antagelsen, at virksomheders kapitalstruktur var ligegyldig for virksomhedens værdi. Der kan imidlertid argumenteres for, at kapitalstrukturen kan være et element i at løse agentproblematikken<sup>12</sup>, idet en større gældsandel tvinger virksomhedsledelsen til at præstere bedre resultater bl.a. til brug for betaling af renter og afdrag. Egenkapital er væsentlig mindre effektiv, da der ikke er noget formelt krav om at betale investorerne tilbage<sup>13</sup>.

Mulighed for øget indtjening uden for børsmarkedet, børsnoteringens byrder, kortsigtede investorer etc. indebærer således, at flere børsnoterede virksomheder sandsynligvis vil vælge at takke ja til invitationer fra kapitalfonde for i fred at kunne fokusere på mere langsigtet vækst. Og det kan have uheldige konsekvenser for det danske aktiemarked her og nu. Hvordan det kommer til at se ud, når kapitalfondene skal ud af deres investeringer, kan som nævnt være vanskeligt at vurdere på nuværende tidspunkt. Det kommer selv sagt an på, hvor kapitalfondene kan opnå den bedste betaling for selskaberne.

<sup>11</sup> I principal/agentteorien antages det, at principalen (aktionærer) og agenten (virksomhedsledelsen) har egne interesser og er underlagt hver deres sæt af incitamenter. Det antages også, at agenten ikke nødvendigvis varetager principalens interesser (agenten er opportunistisk), at der er asymmetrisk information og at principalen af samme grund må anvende incitamenter (fx resultatkontrakter) og føre kontrol og tilsyn for, at sikre at det sker.

<sup>12</sup> Jean Tirole: "The Theory of Corporate Finance" (2006) omtalt i The Economist, 11. februar 2006

<sup>13</sup> Ud over øget gældsandel, kan der indføres et mix af kontraktbaserede incitamentsstrukturer (fx i form af aktieoptioner) samt bedre overvågning af ledelsen til brug for yderligere værdiskabelse i virksomheden.

## Reform af værdipapirbeskatningen

Set med investorbriller er det samlede billede, der tegner sig af skattereglerne for værdipapirer, ret komplekst og fører ofte til en uhensigtsmæssig beskatning, når det drejer sig om investering af frie midler. Med den nye aktieavancebeskatningslov fra december 2005 blev beskatningen af aktieavancer dog væsentlig enklere, men det ændrer desværre ikke ved, at det samlede billede af skatteregler for værdipapirer stadigvæk ikke ser særligt kønt ud.

Børsmæglerforeningens holdning er, at komplicerede skatteregler ikke må stille sig i vejen for investeringer og dermed kapitaltilførsel til erhvervslivet. For den enkelte investor bør overvejelserne forud for investering først og fremmest være af investeringsmæssig karakter og ikke skattemæssige. Desværre spiller skattereglerne i dag en alt for stor rolle i den henseende.

Mange af reglerne har rødder tilbage i 1980'erne og er blevet lappet gentagne gange til et efterhånden uover-

skueligt skattemæssigt kludetæppe. Det har fx medført, at der i skattemæssig henseende i hvert fald kan sondres mellem 5 obligationstyper, jf. boks 1.

Ser man på beskatningen af derivater, så er situationen den, at almindelige investorer i realiteten skattemæssigt set afskæres fra at benytte derivater til afdækning af kursrisici på aktier. Problemet er her, at gevinst og tab på henholdsvis derivatet og aktien ikke kan modregnes efter de regler, som gælder i dag. Vedrørende investeringsforeningsbeviser er billedet helt uoverskueligt. Hvor mange almindelige investorer vil umiddelbart kunne svare på, hvad fx en udloddende investeringsforening, som ikke udlodder, er for en størrelse? Eller hvad med akkumulerende foreninger, som udlodder?

Børsmæglerforeningen har set nærmere på, hvordan den samlede beskatning af værdipapirer kan forenkles. Ved værdipapirer forstås her aktier, obligationer, investeringsforeningsbeviser og finansielle kontrakter (derivater).

### Boks 1 - Skattemæssig opdeling af obligationer erhvervet for frie midler

NAVN	SKATTEMÆSSIG OPDELING
<b>Danske blåstemplede obligationer</b>	kursgevinst skattefri, kurstab ikke fradragsberettigede og renter beskattes som kapitalindkomst.
<b>Danske sortstemplede obligationer</b>	kursgevinst beskattes som kapitalindkomst, kurstab ikke fradragsberettiget og renter beskattes som kapitalindkomst.
<b>Udenlandske obligationer</b>	kursgevinster og kurstab medregnes i kapitalindkomsten i det omfang, at der er tale om nettogevinster eller -tab på mere end 1.000 kr. (i så fald medregnes hele beløbet); renter medregnes i kapitalindkomsten.
<b>Strukturerede obligationer</b>	beskattes efter samme principper som finansielle kontrakter, dvs. beskatning efter lagerprincippet med visse begrænsninger for at fratække kurstab; gevinster og fradragsberettigede tab medregnes i kapitalindkomsten.
<b>Indekserede obligationer</b>	beskatningen varierer afhængig af obligationens konstruktion. En del obligationer beskattes efter reglerne for almindelige obligationer.

Første spørgsmål, som melder sig i den forbindelse, er, om der virkelig er behov for to indkomsttyper på dette område - aktieindkomst og kapitalindkomst - eller om ikke én indkomsttype er tilstrækkelig?

Når det kommer til aktieavancer, er antallet af indkomsttyper med den nye aktieavancebeskatningslov netop blevet reduceret fra 2 til 1, således at al aktieavance fremover er aktieindkomst. Mange af de nuværende problemer i forhold til værdipapirbeskatningen generelt udspringer netop af, at der fortsat opereres med 2 indkomsttyper.

Med et udgangspunkt om, at der i fremtiden alene bør være én indkomsttype på værdipapiriområdet, foreslår Børsmæglerforeningen en skattemodel opbygget efter følgende principper:

- Alt afkast fra værdipapirer 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 fradragsmuligheder bortfalde. I den forstand lægges der op til en nettoopgørelse af alt afkast og tab. Her skal der tages stilling til, om modellen skal indeholde mulighed for, at evt. tab efter nettoopgørelsen skal kunne modregnes anden indkomst.
- For visse ikke-skattepligtige enheder – i dag med den skattemæssige betegnelse "investeringselskab" – lægges der dog op til, at der fortsat skal ske en 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.

Udover at modellen vil indebære en væsentligt enklere beskatning af obligationer og investeringsforeningsbeviser, vil modellen også løse det problem, der i dag er i forhold til finansielle kontrakter. I dag sker beskatningen 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 finansielle kontrakter at konvertere én indkomsttype til en anden indkomsttype med en lempeligere beskatning til følge. Med forslaget 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 en finansiell kontrakt frit kan modregnes i det underliggende aktiv (i det omfang der er tale om et værdipapir).

Vedrørende aktielån er 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.



# Udvikling og initiativer på den danske markedsplads

## Obligationsmarkedet

### Statsobligationer

I 2003 og 2004 skete der en betydelig udvikling på den danske markedsplads for handel med statsobligationer. Danmarks Nationalbank etablerede som bekendt en primary dealer ordning i danske statsobligationer i kombination med indførelse af elektronisk handel og market making på handelsplatformen MTSDk. Københavns Fondsbørs etablerede ligeledes et nyt delmarked, hvor markedsdeltagerne på detailmarkedet for statsobligationer kunne handle statspapirer på principielt samme markedsvilkår som i engrosmarkedet. I tilknytning til sidstnævnte blev der etableret en pristillerordning, som sikrer kontinuerligt handelsbare priser igennem hele handelsdagen. Delmarkedet er åbent for alle medlemmer af Københavns Fondsbørs.

Året 2005 har derfor været et mere stille år for statsobligationsmarkedet, hvor der ikke har været markante udviklingstiltag, ligesom aktiviteten målt på omsætningen på såvel MTSDk som Københavns Fondsbørs har været svagt nedadgående.

### Status på market maker ordningerne på realkreditobligationsmarkedet

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

Antallet af market makere i ordningen har de seneste år været på 9 deltagere, mens antallet af omfattede realkreditobligationer er steget fra 8 i 2004 til 15 i 2005. Stigningen kan først og fremmest tillægges det øgede brug af afdragsfri lån samt rentetilpasningslån. Den øgede interesse for disse lån er ligeledes afspejlet i omsætningen, som er steget ganske betydeligt i perioden.

I boks 1 vises status for market maker ordningen for realkreditobligationer.

### Realkreditobligationer omfattet af ordningen

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

Boks 1 - Market maker ordningen for realkreditobligationer

Realkreditobligationer omfattet af market maker ordningen				
2% 2007	4% 2020 4% 2025 4% 2028 4% IO 2035 4% 2035 4% IO 2038 4% 2038	5% 2025 5% IO 2025 5% 2025	5% 2025 (farve-specifik)	5% CF IO 2038 5% CF 2038 6% CF Rentemax
<b>Deltagere i ordningen</b> Carnegie Bank - Danske Bank - Fionia Bank - Jyske Bank - Nordea Bank - Nykredit Bank - SEB Merchant Banking - Spar Nord Bank - Sydbank				

## Aktiemarkedet

Sammenlægningen mellem OMX og Københavns Fondsbørs i december 2004 har indebåret en række udfordringer på det danske aktiemarked og intensive ret fokus på såvel nordisk harmonisering som koordinering blandt de nordiske børsmæglerforeninger. En af de mere centrale konsekvenser ved det nordiske samarbejde er således øget harmonisering af handels- og udstederregler. Børsmæglerforeningen finder det principielt hensigtsmæssigt med mest mulig harmonisering, sådan at aktørerne på de nordiske markeder i videst muligt omfang kun skal forholde sig til ét regelsæt.

Det er dog også vigtigt at være opmærksom på markedernes forskellighed og dermed behovet for forskellige regler på nogle områder for fx at sikre likviditeten i de enkelte aktier.

Året 2005 har derfor betydet intensive dialoger med de nordiske børser om grænsen for harmonisering, og hvad der er bedst for markedernes udvikling. Et af de mere væsentlige resultater er først og fremmest, at der synes skabt forståelse for markedernes forskellighed og dermed behovet for forskellige regler på områder som fx tick sizes, handelspoststørrelser og børsernes åbningstid.

Derudover er der også skabt en fælles forståelse af, at der allerede er sket en betydelig harmonisering på langt de fleste områder, hvor det er hensigtsmæssigt. Fx omfatter størstedelen af Norex Member Rules således alle Norex landene. Samtidig er der i 2005 i OMX landene blevet enighed om at indføre anonym førhandelsinformation på aktiemarkedet i marts 2006, ligesom der indføres en auktion efter hver børs pause. I tillæg hertil vil der ligeledes være behov for at drøfte yderligere harmonisering på transparens- og indberetningsområdet i forbindelse med implementering af MiFID direktivet, jf. i øvrigt side 19.

### Derivater og indeks

Som et led i konsolideringen af OMX og Københavns Fondsbørs flyttede OMX derivat- og indeksdelen til

Stockholm i sommeren 2005. Det indebærer for indeks-sidens vedkommende, at al korrektion og produktudvikling ikke længere havde persontilknytning til Fondsbørsen i København.

I oktober 2005 blev indeksnavnene på OMX-børserne i Stockholm, Helsingfors, København, Tallinn, Riga og Vilnius ændrede. Den ny struktur dækker alle de vigtigste indeks: Totalindeks, handelsbare indeks, benchmarkindeks og sektorindeks. Strukturen er bl.a. bygget op omkring OMX' navn, den pågældende børs og det relevante indeks. Eksempelvis blev KFX indeksets nye navn OMXC20.

### Derivater og pensionsmidler

Børsmæglerforeningen har sammen med Finansrådet og Københavns Fondsbørs udarbejdet et oplæg med forslag til, hvordan pensionsmidler i såkaldte særskilte depoter<sup>14</sup> i øget omfang dels kan benytte derivater som afdækningsmulighed, dels til at øge afkastet af opsparingen.

Der er i øjeblikket en række særdeles restriktive begrænsninger på brugen af derivater, hvilket indebærer, at det fx ikke er muligt at udnytte de hensigtsmæssige afdækningsegenskaber, derivater har.

Forslaget indebærer derfor en øget adgang til afdækning af markeds- og selskabsspecifikke risici, men også mulighed for afkastoptimering. Der søges med forslaget opnået en ligestilling i forhold til de regler, der gælder for puljers<sup>15</sup> anvendelse af aktiebaserede afledte finansielle instrumenter. Der er reelt tale om begrænsede ændringer af de nuværende regler.

Forslaget blev rejst over for Finanstilsynet i forbindelse med en revision af puljebekendtgørelsen i august 2005. Forslaget var desværre ikke medtaget i den nye puljebekendtgørelse, der trådte i kraft den 1. januar 2006. Børsmæglerforeningen har dog fået Finanstilsynets tilsagn om, at forslaget tages op på ny i forbindelse med den kommende revision af puljebekendtgørelsen medio 2006.

<sup>14</sup> Særskilte depoter er også betegnelsen for såkaldte individuelle rate- og kapitalpensionsdepoter, hvor deponthaver selv investerer sine pensionsmidler.

<sup>15</sup> Ved puljemidler er det banken, der investerer pengene for deponthaver.

### Alternativ markedsplads

Den 13. december 2005 lancerede Fondsbørsen den alternative markedsplads "First North", som havde været undervejs i et par år. På lanceringstidspunktet var der ét selskab "Deadline Games" optaget til handel og 15 såkaldte "Godkendte Rådgivere" tilknyttet, heraf 4 medlemmer af Børsmæglerforeningen.

Børsmæglerforeningen har været med tilblivelsesprocessen, og løbende haft ændringsforslag bl.a. til den Godkendte Rådgivers rolle. Foreningens forslag er i vidt omfang blevet indarbejdet.

Børsmæglerforeningen har ligeledes peget på, at idéen med en markedsplads for handel med unoterede aktier er god, idet markedspladsen givetvis imødekommer et behov hos en række udstedere, ligesom det er fornuftigt at benytte Fondsbørsens eksisterende infrastruktur.

Nu består udfordringen først og fremmest i at få skabt den nødvendige investorinteresse, og at få flere selskaber optaget til handel på markedspladsen (i øjeblikket er der to selskaber optaget til handel). Med forenkling af aktieavancebeskatningsreglerne er en væsentlig hindring for skabelsen af investorinteressen fjernet.

### Markedsprocedure for angivelse af gratisydelse og refusion i prospekt/tilbudsdokument

I 2005 fik Børsmæglerforeningen etableret en markedsprocedure der håndterer den situation, at et selskab i forbindelse med en hændelse i sin aktie ønsker, at det skal være gratis for dets aktionærer at deltage i denne hændelse. Markedsproceduren gør det klart, at det i denne situation er muligt at anføre i prospektet, at det er gratis for investor at deltage. Det betyder således, at de banker, der er involveret i hændelsen på selskabets investorers vegne, har ret til at få dækket deres omkostninger herved af selskabet.

Markedsproceduren vedrører hændelser i eksisterende aktier, hvor depotbanken får påtvunget omkostninger som følge af aktionærens deltagelse i hændelsen. Der pågår drøftelser om, hvorvidt markedsproceduren også skal omfatte børsnoteringer (IPO's).

### Annullering af fejlhandler

I 2004 tog Børsmæglerforeningen initiativ til at implementere en procedure for tvangsannullering af fejlhandler på Københavns Fondsbørs, som kan iværksættes på trods af uenighed blandt parterne bag fejlhandlen. Baggrunden for initiativet var et ønske blandt Børsmæglerforeningens medlemmer, da privatkunder i stigende omfang handler direkte på børsen ved brug af direkte ordreforbidling. Privatkunders indtog på det professionelle marked har indebåret, at det ikke længere er muligt at opretholde den "gentlemans agreement", der hidtil har løst problemer med fejlhandler blandt professionelle mæglere.

Københavns Fondsbørs har været imødekommende over for initiativet, og har med afsæt i en allerede eksisterende bestemmelse i det nordiske handelsregelsæt Norex Member Rules udarbejdet et oplæg til annullering af handler, der er foretaget som følge af åbenlyse fejl fra en bruger i handelssystemet.

Fondsbørsen lægger op til, at de foretager skønnet samt annullering af de relevante fejlhandler, og oplægget fra Fondsbørsen indeholder nogle overordnede skønskriterier for annullering. Blandt kriterierne kan nævnes den situation, hvor prisbilledet ændrer sig pludseligt eller ekstraordinært, som følge af fejlhandel.

Meddelelse om, at Fondsbørsen overvejer at annullere en handel i et givent papir vil blive sendt som en flashmeddelelse samt eventuelt som en fondsbørsmeddelelse. Endelig beslutning om annullering vil som hovedregel blive meddelt senest 30 minutter efter første meddelelse.

Fondsbørsen og Børsmæglerforeningen har haft en overordnet drøftelse med Finanstilsynet om tankerne omkring en model for tvangsannullering af fejlhandler, og Finanstilsynet har været åben over for en løsning. Der arbejdes på at nå frem til en endelig løsning i løbet af 2006.



# Regulering – nationalt og EU

## Status for EU-reguleringen

I 2005 har der fortsat været stort fokus på arbejdet med et indre værdipapirmarked i EU og med EU-Kommissionens finansielle handlingsplan, FSAP. Handlingsplanens hovedsigte er at få integreret EU-landenes finansielle markeder baseret på princippet om et ensartet, højt niveau for investorbeskyttelse og ensartede konkurrencevilkår.

Den finansielle handlingsplan indebærer en række nye direktiver på værdipapirområdet, og direktiverne vedtages i flere niveauer efter den særlige Lamfalussy-procedure. En række af direktiverne blev vedtaget allerede i 2003 og 2004 (niveau 1 – rammedirektiver), og for disse direktivers vedkommende har fokus i 2005 været på næste niveau i processen, nemlig vedtagelsen af tekniske, udfyldende regler til rammedirektiverne samt på myndighedernes ensartede håndhævelse af reglerne (niveau 2 og 3).

Foreningen støtter generelt målsætningen om et indre værdipapirmarked, og har deltaget aktivt i arbejdet med direktiverne under den finansielle handlingsplan. Foreningen mener imidlertid, at detaljeringsgraden i EU-reglerne ofte er høj, hvilket i en række tilfælde gør det vanskeligt at tilpasse reglerne til de forskellige markedsstrukturer i EU.

Detaljeringsgraden i reglerne og det høje tempo under vedtagelsen af reglerne har netop været fremhævet i forbindelse med handlingsplanens evaluering, og Kommissionen har i 2005 peget på, at man i de næste års EU-regulering vil have fokus på princippet om 'bedre regulering'.

## MiFID

Et væsentligt skridt i den finansielle handlingsplan i 2005 var vedtagelsen af handlingsplanens hjørnesteen – MiFID – direktivet om markeder for finansielle instrumenter. Direktivet berører centrale områder for

værdipapirhandel på tværs af grænserne i EU og indeholder blandt andet regler om:

- organisatoriske krav til værdipapirhandlere
- rådgivning og "kend-din-kunde",
- "best execution"
- førhandelsinformation (internalisering), og
- indberetning af handler.

I 2006 vil Kommissionen vedtage detailregler til udfyldelse af direktivets mere overordnede bestemmelser (niveau 2-regler).

Værdipapirhandleren skal have iværksat de nye regler pr. 1. november 2007. Der er tale om et omfattende regelsæt, og Børsmæglerforeningens medlemmer vil i 2006 og flere år fremover stå over for store udfordringer og tidskrævende opgaver i forbindelse med de nye regler. Reglerne vil navnlig indebære ændringer/udvikling af forretningsgange, aftaler, forretningsbetingelser, dokumentationsprocedurer, systemudvikling og uddannelse af personale.

Der ligger således i 2006 og 2007 et stort arbejde foran os med implementeringen af reglerne i dansk ret og hos foreningens medlemmer.

### Ændringer i eksisterende love og regler

MiFID vil indebære ændringer i en række love, bekendtgørelser og andre regler for medlemsvirksomhederne, herunder:

- Lov om værdipapirhandel
- Lov om finansiell virksomhed
- Bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik
- Bekendtgørelsen om god skik for finansielle virksomheder
- Bekendtgørelsen om indberetning af handler med værdipapirer, som er noteret på en fondsbørs
- Norex Member Rules
- Københavns Fondsbørs børsetiske regler

Hvordan ændringerne mere præcist vil blive udformet er i skrivende stund uklart og vil blandt andet afhænge af, i hvilken form Kommissionen vedtager detailreglerne til direktivet.

### Nyskabelser

MiFID introducerer flere nyskabelser for det danske værdipapirmarked, fx begrebet multilateral handelsfacilitet (MHF). En MHF er en handelsplatform, der kan drives af såvel en værdipapirhandler som af såkaldte markedsoperatører (fx Københavns Fondsbørs), og der kan handles værdipapirer, som allerede er optaget til handel på et reguleret marked (fx en fondsbørs) samt unoterede værdipapirer.

Som noget nyt introduceres også begrebet 'systematisk internalisering', som indebærer et nyt regime for førhandelsinformation for værdipapirhandlere. 'Systematisk internalisering' omfatter værdipapirhandlere, som på organiseret, hyppigt og systematisk grundlag handler for egen regning ved at udføre kundeordrer uden for et reguleret marked eller en MHF.

En værdipapirhandler, som systematisk internaliserer i en eller flere likvide aktier, skal løbende offentliggøre bud/udbud i disse aktier. Med enkelte undtagelser skal de stillede priser være bindende for handler op til standard markedsstørrelse. Begreberne 'likvide papirer' og 'standard markedsstørrelser' vil blive nærmere defineret i detailreglerne til direktivet. Handler over standard markedsstørrelse og handler i ikke-likvide aktier er ikke omfattet af reglerne om 'systematisk internalisering'.

Hvilke – om nogen – danske værdipapirhandlere, som vil blive omfattet af reglerne om systematisk internalisering, er uklart, indtil detailreglerne er endeligt vedtaget. Finanstilsynet har kompetencen til at afgøre på baggrund af de endelige EU-regler, hvilke værdipapirhandlere der vil være omfattet.

Reglerne om systematisk internalisering vil givet få indflydelse på de danske strakshandelssystemer, men i hvilken grad afhænger af de endelige EU-regler.

### Problemstillinger

For danske værdipapirhandlere medfører MiFID en række problemstillinger og udfordringer, som skal overvejes nærmere af de enkelte medlemsvirksomhe-

der, og Børsmæglerforeningen vil i 2006 fortsat være i tæt i dialog med Finanstilsynet herom. Blandt de væsentligste udfordringer i de nye regler kan rapporteringsregimet og rådgivningsregimet nævnes.

### MiFIDs rapporteringsregime

MiFIDs rapporteringsregime bygger i modsætning til den danske en-strengede model på et to-strengt system. Værdipapirhandleren skal efter MiFID dels foretage en indberetning til brug for markedsovervågningen dels offentliggøre oplysninger i forbindelse med efterhandelsinformationen. Indberetningen til markedsovervågningen skal ske hurtigst muligt og senest ved lukketid næste dag. Offentliggørelsen af efterhandelsinformationen skal derimod ske så tæt på realtid som muligt og senest tre minutter efter transaktionen. Den fælles indberetning i dag går til Københavns Fondsbørs inden for fem minutter.

Indberetningen vedrører handler med alle værdipapirer optaget til handel, hvorimod efterhandelsinformationen som udgangspunkt alene vedrører aktier. Med hensyn til obligationer forventes det, at man i Danmark vil bibeholde gældende regler om efterhandelsinformation.

Det skal overvejes, om vi vil opretholde det danske rapporteringssystem eller følge MiFIDs opdeling i to rapporteringer (en til markedsovervågningen og en til brug for efterhandelsinformationen). Såfremt man fastholder én samlet rapportering som i dag, skal rapporteringen ske inden tre minutter. Selve indholdet af rapporteringen skal omfatte samtlige informationer, som kræves til markedsovervågningen og til efterhandelsinformationen. Såfremt rapporteringen deles op i to, skal værdipapirhandleren udfylde en rapport til brug for efterhandelsinformationen inden for tre minutter, og en mere uddybende rapport til brug for markedsovervågningen senest ved lukketid dagen efter handelsdagen.

Vedrørende offentliggørelsen af efterhandelsinformationen fastsætter MiFID tre muligheder: Via et reguleret marked/multilateralt handelsfacilitets (MHFs) systemer, gennem tredjemand eller gennem egne arrangementer.

MiFID indebærer således en liberalisering af markedet for efterhandelsinformation, idet værdipapirhandleren

kan vælge selv at offentliggøre/sælge informationen under rimelige kommercielle vilkår. Det skal dog ske på en sådan måde, at informationerne relativt nemt kan konsolideres med andre informationskilder, sådan at et sammenhængende prisbillede vil være tilgængeligt.

Tilsvarende liberalisering gælder for førhandelsinformation, hvor værdipapirhandleren ligeledes selv kan vælge at offentliggøre/sælge prisinformation.

Hvordan offentliggørelsesreglerne bliver implementeret mere præcist i Danmark er uklart, men spørgsmålet er på listen over Børsmæglerforeningens fokusområder i dialogen med tilsynet om den danske implementering.

#### *MiFIDs rådgivningsregime*

De gældende, danske rådgivningsregler er fastsat i god skik-bekendtgørelsen, og den væsentligste forskel mellem MiFIDs rådgivningsregler og bekendtgørelsen om god skik er, at MiFID ikke indeholder en rådgivningspligt for værdipapirhandlere. MiFID tager udgangspunkt i de situationer, hvor der rent faktisk ydes investeringsrådgivning (og porteføljepleje). Ved kunderådgivning skal værdipapirhandleren indhente en række specifikke oplysninger og foretage en egnethedstest af kunden. Herudover skal værdipapirhandleren forsyne kunden med basisinformation om blandt andet værdipapirhandlerens politik vedrørende interessekonflikter, omkostninger og risici i forbindelse med værdipapirhandel.

I skrivende stund ser det ud til, at detailreglerne til MiFID vil indeholde en meget snæver definition af investeringsrådgivning. I forhold til god skik-bekendtgørelsen indebærer dette, at en del af det, man i dag betegner som rådgivning (vejledning og oplysninger), vil være omfattet af MiFIDs regler om basisinformation, og dermed ikke kan betegnes som investeringsrådgivning.

#### *Best execution*

Direktivet indebærer en række ændrede regler om best execution. Hvor de danske regler er mere målrettede mod børsnoterede, danske aktier og obligationer, og indeholder en relativ detaljeret regulering, er reglerne i direktivet mere principbaserede og retter sig bredere mod finansielle instrumenter. Herudover er best exe-

cution-reglerne i direktivet bygget op om parametrene pris og omkostninger, hvor de danske regler er snævrere bundet op på bedste bud/udbud på børsen.

Dog vil værdipapirhandleren efter direktivet altid leve op til "best execution", såfremt denne udfører ordrer efter specifik instruktion fra kunden.

## Insiderhandel og kursmanipulation

Den 1. april 2005 trådte de nye regler om insiderhandel og kursmanipulation i værdipapirhandelsloven i kraft. Reglerne bygger på Markedsmisbrugsdirektivet fra 2002, som er et af direktiverne vedtaget under Kommissionens finansielle handlingsplan, FSAP.

Ændringen af værdipapirhandelsloven har ikke medført en ny afgrænsning af begrebet "insiderhandel", men har medført ændringer i "insiderregisteret", hvor efter ledende medarbejdere som noget nyt skal offentliggøre aktiehandler i selskabet ved navns nævnelser.

Herudover skal børsnoterede selskaber efter de nye regler etablere insiderlister, som er fortegnelser over medarbejdere med adgang til intern viden om selskabet. Det samme skal selskaber, som udfører arbejde "på vegne af" børsnoterede selskaber. Navnlig insiderlisterne har givet anledning til fortolkningsspørgsmål i 2005, som løbende er blevet afklaret med Finanstilsynet.

Begrebet 'kursmanipulation' er imidlertid i udgangspunktet blevet udvidet med de nye regler, og det fremgik af bemærkningerne til værdipapirhandelsloven, at flere situationer fremover må forventes at falde under forbudsområdet. Om der i praksis vil blive tale om mærkbare ændringer i antallet af sager om kursmanipulation er endnu uvist.

Der er imidlertid som noget nyt en undtagelsesbestemmelse i de nye kursmanipulationsregler, hvorefter Finanstilsynet kan undtage ellers forbudt adfærd, hvis der er tale om en markedspraksis, som kan retfærdiggøres i hensynet til et effektivt marked også kaldet 'accepteret markedspraksis'. Finanstilsynet har i samarbejde med relevante markedsdeltagere – herunder Børsmæglerforeningen – i 2005 arbejdet med at få identificeret eventuelle praksis, som der var behov for

at få ført ind under kategorien 'accepteret markedspraksis'. Blandt de situationer, hvor sektoren anmodede Finanstilsynet om en stillingtagen efter undtagelsesbestemmelsen, fandt Finanstilsynet kun i ét tilfælde, at der var tale om kursmanipulerende praksis. Imidlertid fandt Finanstilsynet ikke denne praksis acceptabel, og denne kunne derfor ikke indgå i undtagelsesbestemmelsen. Det drejer sig om kursstabilisering over den initiale udbudskurs umiddelbart efter en børsmission. Stabilisering må således alene ske på udbudskursen og herunder.

#### Insiderudvalget

Efter Højesterets afgørelse fra december 2004 i Midtbanksagen var der i første halvdel af 2005 en høring fra Finanstilsynets side om behovet for en ændring af de danske insiderregler. Børsmæglerforeningen pegede under høringen på, at Højesterets afgørelse havde rejst en række fortolkningsspørgsmål, som burde afklares nærmere under et udredningsarbejde. Dette synspunkt blev støttet af en række andre brancheorganisationer.

På baggrund af høringen nedsatte økonomi- og erhvervsministeren det såkaldte insiderudvalg, som skal foretage en nærmere vurdering af behovet for lovændring. Børsmæglerforeningen er sammen med Finansrådet repræsenteret i udvalget. Udvalgets rapport ventes medio 2006.

## Transparensdirektivet

Blandt direktiverne under EU-Kommissionens finansielle handlingsplan blev Transparensdirektivet vedtaget i 2004. Direktivet indebærer harmoniserede regler om løbende og periodiske oplysningsforpligtelser for børsnoterede selskaber i EU. Direktivet indebærer blandt andet, at udstedende selskaber fremover skal sikre sig, at periodiske og løbende oplysninger offentliggøres gennem kanaler, der når ud i hele EU og ikke kun i hjemlandet.

I 2005 har fokus været på detailreglerne – de såkaldte niveau 2-regler – til direktivet. Detailreglerne indebæ-

rer, at offentliggjorte oplysninger efter såvel Transparensdirektivet, Markedsmisbrugsdirektivet som Prospektivdirektivet, skal samles centralt, så investorerne i EU får lettere adgang til oplysningerne. Herudover vil detailreglerne berøre de danske flagningsregler<sup>16</sup>.

Detailreglerne vedtages endeligt i 2006, og de samlede transparensregler træder i kraft senest 20. januar 2007.

## Harmonisering af clearing og settlement aktiviteter i EU

Når der handles på en børs, er der basalt set alene tale om, at køber og sælger indgår en aftale om, at sælger skal levere værdipapirer til køber, der til gengæld skal levere penge til sælger. Dette lyder umiddelbart meget enkelt. Det vanskelige er at få gennemført den transaktion, som køber og sælger har aftalt, specielt hvis køber og sælger befinder sig i forskellige lande. For hvordan får sælger fx sendt værdipapirer fra Danmark til Grækenland og køber sendt penge den modsatte vej, helst på én gang og helst meget billigt? Denne proces kaldes clearing og afvikling af en handel, og er ikke standardiseret EU-landene imellem. Der er heller ikke forbindelse mellem de enkelte EU-lande til konkurrencedygtige priser internationalt set. Det har vist sig, at denne manglende standardisering er en af de største hindringer for at skabe et integreret værdipapirhandelsmarked i EU.

EU-Kommissionen og andre europæiske beslutningstagere har derfor et stærk ønske om på EU-plan at harmonisere funktioner og de vilkår, der knytter sig til håndtering af værdipapirer.

Det gælder både vedrørende clearing og afvikling, men også vedrørende udstedelse af værdipapirer samt håndtering af de hændelser (Corporate Actions) der sker i et værdipapir. Corporate Actions kan fx være udbetaling af udbytte, aktiesplit etc. Corporate Actions foregår efter en handel er indgået og kaldes under ét for "post-trade aktiviteter."

<sup>16</sup> Storaktionærbekendtgørelsen – nr. 728 af 11.07.05, hvor aktionærer i et selskab offentligt skal meddele, såfremt de ejer en betydelig andel af selskabet (mindst 5 pct. af aktiekapitalen eller stemmerne)

Formålet med at harmonisere Corporate Actions er først og fremmest:

- At skabe mere gennemskuelighed i værdipapirhandlen med andre EU-lande
- At forenkle depotbankernes administration
- At gøre værdipapirhandel blandt EU-lande så billigt som muligt

EU-Kommissionen er meget ambitiøs og ønsker at se konkrete resultater vedrørende harmonisering af området for post-trade aktiviteter i EU inden for kort tid – fx inden for områderne åbningsdage i værdipapircentralerne, Corporate Actions og meddelelsesstandarder. Alternativt overvejer EU-Kommissionen at indføre en væsentlig øget EU-regulering af området for post-trade funktioner i form af et rammedirektiv.

De europæiske brancheorganisationer, herunder den europæiske bankforening FBE, har igangsat et omfattende arbejde med at løse denne opgave, men det er næppe realistisk at imødekomme Kommissionens forventninger fuldt ud inden for ovennævnte tidshorizont. Men fremskridt i et mindre omfang, med udsigt til yderligere resultater inden for kort tid, forventes at kunne dæmpe Kommissionens reguleringsmæssige ambitionsniveau.

Sammenlignet med de andre EU-lande, er danske aktuelle markedsmæssige afvigelser inden for Corporate Actions små i forhold til de vedtagne standarder. Det skyldes blandt andet, at vores værdipapirer allerede er på elektronisk form, at vi afvikler vores handler 3 dage efter indgåelse på børsen samt i øvrigt i al væsentlighed følger den basale struktur, der er aftalt.

## Prospektreglerne

Den 1. juli 2005 trådte ændrede prospektregler i værdipapirhandelsloven i kraft. Ændringen bygger på EU-prospektdirektivet fra 2003, som blev vedtaget under EU-Kommissionens finansielle handlingsplan, og som skal gøre det lettere at rejse kapital på tværs af grænserne i EU.

I forbindelse med lovændringen blev de to bekendtgørelser – den "store prospektbekendtgørelse" og "den

lille prospektbekendtgørelse" – ændret. Den "store bekendtgørelse" gælder for udbud af børsnoterede værdipapirer samt for udbud til offentligheden af ikke-børsnoterede værdipapirer på mere end 2,5 mio. euro. Den "lille bekendtgørelse" gælder for udbud af ikke-børsnoterede værdipapirer mellem 100.000 euro og 2,5 mio. euro.

Efter de nye regler er der imidlertid ikke prospektpligt ved udbud uden for børsen til institutionelle investorer, eller hvis udbuddet er rettet til færre end 100 personer. Der er heller ikke prospektpligt, hvis der alene udbydes uden for børsen til såkaldte "kvalificerede investorer", som omfatter fysiske personer med særligt kendskab til værdipapirhandel, samt visse små- og mellemstore virksomheder. Finanstilsynet skal føre et særligt register over "kvalificerede investorer".

Ændringerne i prospektreglerne har efter Børsmæglerforeningens mening ikke givet anledning til de store vanskeligheder for medlemmerne, og de uklarheder, der var i lovudkastet, er efterhånden blevet afklaret med Finanstilsynet, blandt andet ved Finanstilsynets vejledning til bekendtgørelserne.

## Bekendtgørelse om overtagelsestilbud

Som en del af implementeringen af direktivet om overtagelsestilbud i dansk ret skal bekendtgørelse om overtagelsestilbud samt om aktionærers oplysningsforpligtelser (tilbudsbekendtgørelsen) revideres.

Revisionen af bekendtgørelsen sker af to omgange. Som det første trin udsendte Finanstilsynet i juni 2005 en delvis revideret bekendtgørelse, hvor der alene var foretaget konsekvensrettelser. Som det andet trin skulle der tages stilling til de valgmuligheder, som direktivet giver. Finanstilsynet nedsatte derfor en arbejdsgruppe med deltagelse af repræsentanter fra en række interesseorganisationer. Arbejdsgruppen, hvori blandt andet Børsmæglerforeningen deltog, fik til opgave at foretage en større teknisk gennemgang af bekendtgørelsen, at tage stilling til direktivets valgmuligheder og komme med konkrete ændringsforslag.

Arbejdsgruppen har i efteråret 2005 blandt andet behandlet emner som tilbudspligtens indtræden, tilbuds-

perioden, tilbudskursen, modydelsen og offentliggørelse af tilbudsdokumentet.

Sidste møde i arbejdsgruppen blev afholdt ultimo november 2005, og Finanstilsynet arbejder nu på at færdiggøre et udkast til revideret bekendtgørelse. Revisionen af bekendtgørelsen skal være afsluttet inden udgangen af maj 2006.

Det er sandsynligt, at der efterfølgende vil blive udstedt en vejledning til bekendtgørelsen.

## Corporate Governance

Københavns Fondsbørs nedsatte i november 2002 en komité for god selskabsledelse, som fik til opgave at arbejde videre med Nørby-udvalgets anbefalinger fra 2001. Formålet var at fremme udviklingen af god selskabsledelse i børsnoterede, danske selskaber. Komiteen afgav sin første rapport "Rapport om god selskabsledelse i Danmark" den 10. juni 2004.

Komiteen er blevet anmodet om at arbejde videre med anbefalingerne, således at de kunne anvendes under comply-or-explain princippet. Dette princip går ud på, at et selskab kan vælge mellem enten at følge anbefalingerne eller i stedet forklare, hvorfor det ikke gør det.

Den 17. maj 2005 offentliggjorde Fondsbørsens komité for god selskabsledelse et forslag til revision af "Rapport om god selskabsledelse i Danmark 2005", hvor de væsentligste ændringer var:

- Implementering af comply-or-explain princippet
- En modificering af anbefalingerne om kapital- og aktiestruktur
- En udvidelse af anbefalingerne om bestyrelsens kompetence og uafhængighed
- Ny anbefaling om vederlagspolitik, som også omfatter individuelle lønforhold.

Børsmæglerforeningen og Finansrådet afgav et fælles hørings svar den 10. juni 2005. Dette findes på [www.finansraadet.dk](http://www.finansraadet.dk). I hørings svaret blev der blandt andet lagt vægt på, at årsrapporterne ikke måtte blive uforholdsmæssigt lange, hvorfor det blev foreslået, at oplysninger, som ikke er aktuelle, men er af mere stan-

dardmæssig karakter, kan gives på selskabets hjemmeside. Københavns Fondsbørs har fulgt denne opfordring og oplyst, at selskaber, der anvender en mere generel beretningsform i årsrapporten, kan vælge at give supplerende oplysninger på selskabets hjemmeside, når blot det væsentligste indhold findes i årsrapporten.

Fondsbørsens komité for god selskabsledelse overdrog den 15. august 2005 den endelige rapport til bestyrelsen for Københavns Fondsbørs, som efter forelæggelse for sit rådgivende udvalg har besluttet at implementere anbefalingerne for oplysningsforpligtelserne for udstedelse af aktier. Vedrørende indførelsen af comply-or-explain princippet har Københavns Fondsbørs understreget, at det er op til det enkelte selskab at vurdere, om man ønsker at følge anbefalingerne eller forklare, hvorfor man ikke gør det. Der er således ikke lagt op til, at en efterlevelse af anbefalingerne skal være udgangspunktet for det enkelte selskab. Det er lige så legitimt at forklare som at følge.

Generelt er der tale om en vis opblødning af anbefalingerne for god selskabsledelse i forhold til komiteens anbefalinger fra 10. juni 2004.

Anbefalingerne og comply-or-explain princippet retter sig mod årsrapporter for det regnskabsår, som startede den 1. januar 2006. Selskaberne kan dog vælge et tidligere tidspunkt, og Københavns Fondsbørs anbefaler, at man overvejer dette.

## Afnotering af selskaber

Børsmæglerforeningens forslag om forenkling af reglerne for tvangsindløsning blev vedtaget i sommeren 2005 (L155) og dermed blev varslet i forbindelse med tvangsindløsning af omsætningspapirer nedsat fra 6 til 3 måneder.

Baggrunden for ønsket var en smidiggørelse af processen, når aktionæren har opnået 90 pct. af stemmerne og ønsker at tvangsindløse de resterende aktionærer. Af aktieselskabslovens § 20 c fremgik det før lovændringen, at minoritetsaktionærerne ved bekendtgørelse i Statstidende i det første nummer i det følgende kvartal med et varsel af mindst 3 måneder skulle opfordres til at overdrage aktierne til aktionæren i over-

ensstemmelse med § 20 b. Var selskabets aktier omsætningspapirer, kunne varslet dog ikke sættes til mindre end 6 måneder. Tvangsindløsningsprocessen blev derved uhensigtsmæssig og unødvendig langvarig. Børsmæglerforeningen foreslog derfor, at varslet i aktieselskabslovens § 20 c skulle nedsættes fra 6 til 3 måneder for omsætningspapirer.

## Byrdekomitéen

Byrdekomitéen på det finansielle område afgav som planlagt i december 2005 sin endelige rapport vedrørende forslag til administrative lettelser for erhvervslivet.

Byrdekomitéens rapport indgår som led i regeringens samlede handlingsplan til lettelse af administrative byrder på op til 25 pct. frem til år 2010. Byrdekomitéens arbejde er hermed formelt afsluttet, men komiteen vil mødes i medio 2006 for at evaluere resultaterne.

Det er væsentligt, at lempelser af de administrative byrder ikke standser op med de stillede forslag, men er en fortløbende proces. Myndighederne og erhvervsvirksomhederne bør ved udarbejdelse af nye lovforslag og ændringer af disse have for øje, at erhvervet ikke pålægges nye byrder eller omstillingsbyrder (ændringer af allerede etablerede IT-systemer). Rapporten indeholder et afsnit herom, herunder om inddragelse af de finansielle organisationer så tidligt som muligt i forberedelsesfasen.

Finanstilsynet vil også i højere grad end hidtil vurdere mulighederne for at lette og om muligt helt undgå virksomhedernes administrative byrder i forbindelse med indførelse af ny lovgivning - både nationalt og internationalt. I kommissorierne for fremtidige arbejdsgrupper vil der blive indarbejdet et afsnit om, at muligheden for at skabe administrative lettelser skal indgå i arbejdsgruppernes arbejde.

Blandt rapportens konkrete forslag til administrative lettelser skal følgende fremhæves:

- Ophævelse af spekulationsforbudet i lov om finansiel virksomhed samt den øvrige finansielle lovgivning. Lovforslag vil blive fremsat i oktober 2006

- God skik-reglerne og reglerne om god værdipapir-handelsskik bør gennemgås med henblik på lempelse af omfanget af kundeoplysninger
- Lempelse af de eksisterende skriftlighedskrav, således at kundeinformation kan meddeles via elektronisk kommunikation
- Afskaffelse af de årlige informationer til kunderne om afgivne samtykkeerklæringer. Forslaget blev gennemført ved lovforslag L 46 om ændring af lov om finansiel virksomhed m.v., der blev vedtaget af Folketinget den 21. februar 2006
- Fuldkommen digitalisering med anvendelse af XBRL af kunderegnskaber, der skal indleveres til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen

## Målrettet information

Finanstilsynet nedsatte i maj 2005 en arbejdsgruppe "Målrettet information". Arbejdsgruppens hovedopgave er at gennemgå eksisterende informations- og god skikforpligtelser, der er gældende på det finansielle område, med henblik på at foreslå forenkling og målretning af eksisterende regelsæt. En endelig rapport med eventuelle forslag til lovændringer og bekendtgørelser skal foreligge senest den 1. juli 2006.

Fokus har indtil nu været koncentreret om at få fastlagt strukturen for arbejdsgruppens arbejde, hvorfor hovedparten af interesseorganisationer har gennemgået relevante eksempler på den information, som deres kunder modtager og – hvis muligt – peget på områder, hvor der kunne ske ændringer.

Fremadrettet vil arbejdsgruppen fokusere på:

- At kunderne modtager informationen på rette tidspunkt
- At forenkle regelsættet for at undgå regelkollision
- Mulighed for at give kunderne information via internettet

Slutteligt skal det bemærkes, at for langt den overvejende del af værdipapirhandelsområdet er det vanskeligt at pege på væsentlige lempelser i lovgivningen set i lyset af de reguleringer, der må ventes i forbindelse med implementering af MiFID i dansk ret.



# Skatteforhold

## Nye regler om beskatning af aktieavancer

Børsmæglerforeningen har gennem mange år arbejdet for en enklere beskatning af aktieavancer, og i slutningen af 2005 lykkedes det endeligt med vedtagelsen af den nye aktieavancebeskatningslov. Derfor er der nu også god grund til at rose regeringen for, at der nu endelig er fundet en fornuftig løsning på beskatning af aktieavancer efter mange års skattemorads på dette område.

Med de nye aktieavancebeskatningsregler vil avancer på aktier, som private investorer køber 1. januar 2006 eller senere, være skattepligtige som aktieindkomst og skulle beskattes med 28 pct. (43 pct. af aktieindkomst over 43.300 – 2005 niveau). Dette gælder uanset, om ejertiden er på over eller under tre år, beholdningsstørrelse, eller om det drejer sig om børsnoterede eller unoterede aktier. For visse aktier købt før 1. januar 2006 gælder særlige overgangsregler af hensyn til overholdelsen af regeringens skattestop.

Dermed har skatteministeren lyttet til blandt andet Børsmæglerforeningens ønske om at afskaffe 100.000 kr.'s-grænsen og 3 års-reglen, som tilsammen fik den gamle avancebeskatning til at fremstå som meget kompliceret og uhensigtsmæssig.

Skematisk kan de nye regler beskrives således:

Avance		Aktieindkomst
Tab	Børsnoterede aktier	Modregnes i gevinster og udbytter på børsnoterede aktier. Overskydende tab kan fremføres.
	Unoterede aktier	Modregnes i aktieindkomst. Overskydende tab kan modregnes i anden indkomst.
Opgørelse		Gennemsnitsmetode

## Manglende regler om beskatning af aktielån

I dag findes der ikke et egentligt regelsæt, når det kommer til beskatning af aktielån. Det har medført, at man er faldet tilbage på væddemålsbestemmelsen i den mere end 100 år gamle statskattelov, med en uhensigtsmæssig beskatning og uklar beskatning på forskellige områder. Det er naturligvis ikke tilfredsstillende, hvis udbredelsen af aktielån i Danmark bremses af skatten.

Hertil kommer, at spørgsmålet om beskatning af aktielån er blevet endnu mere aktuelt som følge af de nye EU-baserede regler om finansiel sikkerhedsstillelse, hvor udlån af værdipapirer – herunder aktier – indgår som et vigtigt element. Uden en fornuftig skattemæssig løsning på aktielån vil danske aktører blive begrænset i mulighederne for at anvende finansiel sikkerhedsstillelse. Dermed er der lagt op til, at de finansielle aktører rammes dobbelt, som følge af de manglende skatteregler for aktielån.

Skatteministeriet har tidligere udtrykt sig positivt over for et egentlig regelsæt om beskatning af aktielån og har allerede udarbejdet et omfattende diskussionsoplæg, som blandt andet Børsmæglerforeningen har haft lejlighed til at drøfte med Skatteministeriet. Fusionen i 2005 mellem de kommunale skattemyndigheder og ToldSkat til den nye skattemyndighed SKAT har uden tvivl lagt et stort beslag på ressourcerne i ministeriet, men nu må tiden være kommet til andre vigtige opgaver. Og her er beskatning af aktielån en af de vigtigste.



# Medlemsfortegnelse, bestyrelse, sekretariat, udvalg og eksternt repræsentation

<b>Børsmæglerforeningen</b>	Executive Director Michael Watson Nordea Bank Danmark	Aktie- og analysechef Per Hillebrandt Handelsbanken
<b>Medlemmer</b>		
ABN AMRO Bank	Adm. direktør Carsten Heinild	Managing director
Alfred Berg Bank	Alfred Berg Bank	Marlene Nørgaard
Alm. Brand Henton		Gudme Raaschou Bank
Amagerbanken	Adm. direktør Torben von Lowzow	
Arbejdernes Landsbank	Gudme Raaschou Bank	<b>Compliance udvalget</b>
Carnegie Bank		Country Compliance Representative and CAAMLO Steen Borg
Danske Bank	<b>Sekretariatet</b>	Alfred Berg Bank
Enskilda Securities	Vicedirektør Klaus Willerslev-Olsen	
Fionia Bank		Head of Administration and Compliance Lise Christensen
Gudme Raaschou Bank	Afdelingschef Søren Gade	Gudme Raaschou Bank
Jyske Bank		
HSH Nordbank	<b>Interne udvalg</b>	
Nordea Bank Danmark	<b>Aktieudvalget</b>	
Nykredit Bank	Aktiechef Torben Bovien	Compliance Officer Morten Duelund
S E B Merchant Banking	Nykredit Bank	Nordea
Spar Nord Bank		
Handelsbanken Midtbank	Kunderådgiver Marianne Dich	Aktie- og analysechef Per Hillebrandt
Sydbank	Jyske Bank	Handelsbanken
<b>Associeret medlem</b>	Head of Equities Peter Kubicki	Compliance Officer Henrik Joost
Danmarks Nationalbank	Enskilda Securities	Carnegie Bank
<b>Bestyrelsen</b>	Head of Trading	Global Head of Compliance Michael
Bankdirektør Kim Duus (formand)	Anders Rygaard Rasmussen	Landberg
Nykredit Bank	Nordea Bank Danmark	Danske Bank
Direktør Henrik Normann (næstformand)	Afdelingsdirektør Kim Lillose	Analysechef Leif Ø. Rasmussen
Danske Bank	Danske Bank	(erstatte afdelingsdirektør Bo Christensen)
		Jyske Bank
Afdelingsdirektør Peter F. Andersen	Head of Trading Søren Førgaard	
Jyske Bank	Alfred Berg Bank	
		<b>Obligationsudvalget</b>
Adm. dir. Niels Olsen	Afdelingsdirektør Jørn Jakobsen	Fixed income Niels Jacobsgaard
Carnegie Bank	Sydbank	Carnegie Bank
Vicedirektør Kaj Østergaard Mortensen	Head of Trading John Lauritsen	Chief Dealer Jan Heindorff
Fionia Bank	Carnegie	Danske Bank

Specialkonsulent Thomas Anker  
Danmarks Nationalbank

Market Maker Domestic Sales  
Rene Jæger Nielsen  
S E B

Funktionsleder Allan Rank Jensen  
Jyske Bank

Dealer Andrej Makar  
HSH Nordbank AG

Obligationschef Lars Rolighed  
Spar Nord Bank

Afdelingsdirektør Søren Kjeldsgaard  
Nykredit Bank

Senior director Lars Riis-Kofoed  
Nordea Bank Danmark

Obligationschef Erik G. Hansen  
Fionia Bank

Afdelingschef Svend Pedersen  
Sydbank

**Investment Banking udvalget**  
Adm. direktør Carsten Heinild  
Alfred Berg 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  
Enskilda Securities

Områdedirektør Niels Erik Jakobsen  
Jyske Bank

## Repræsentation i eksterne udvalg

### Københavns Fondsbørs

#### Aktieudvalget

Head of Equities Peter Kubicki  
Enskilda Securities

Head of Trading John Lauritsen  
Carnegie Bank

Afdelingschef Søren Gade  
Børsmæglerforeningen

#### Obligationsudvalget

Head of fixed income Rolf Kofod  
S E B

Chief dealer Jan Heindorff  
Danske Bank

#### 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

### Fondbørserne

#### Fondbørserne

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 aflægges  
senest maj 2006

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, Investering-  
foreningsrådet og Foreningen af  
Firmapensionskasser

#### Valgperiode

1. september 2005 – 31. august 2009

Vicedirektør Klaus Willerslev-Olsen

#### Suppleanter:

Vicedirektør Carsten Andersen  
Forsikring og Pension