

Årsberetning 2004

BØRSMÆGLERFORENINGENS ÅRSBERETNING 2004

UDGIVET AF

Børsmæglerforeningen

Finansrådet hus

Amaliegade 7

1256 københavn k

LAYOUT

Finansrådet

TRYK

Litotryk København A/S

OPLAG

500 stk.

ISSN: 1399-2376

Årsberetning 2004

INDHOLD

	Formandens forord	5
	Temaartikler	6
	Udvikling på complianceområdet	7
	Udviklingen i EU-reguleringen og det europæiske tilsynssamarbejde	10
	Fremskaffelse af kapital til små og mellemstore virksomheder set i lyset af etableringen af en alternativ markedsplads	13
	Et realkreditmarked under forandring	15
KAPITEL 1	Udvikling og initiativer på den danske markedsplads	20
	Udvikling i Norex	21
	Status på obligationsmarkedet	21
	Status på markedet maker ordningerne på realkreditobligationsmarkedet	22
	Nye initiativer på aktiemarkedet	23
	Clearing og settlement på MTSDk	26
	Initiativ vedr. manglende levering af værdipapirer	27
	Buy-in markedskonvention	27
KAPITEL 2	Regulering - nationalt og EU	30
	Nye markedsmisbrugsregler	31
	Nye prospektregler	32
	Direktiv om markeder for finansielle instrumenter (MiFID)	33
	Transparensdirektivet - nye regler om gennemsigtighed	35
	Direktiv om overtagelsestilbud	36
KAPITEL 3	Skatteforhold	38
	Aktieavancer	39
	Hedgeforeninger	39
	Strukturerede obligationer	40
	Aktielån	40
	Derivater	41
KAPITEL 4	Medlemsfortegnelse, bestyrelse, sekretariat, udvalg og ekstern repræsentation	42
	Børsmæglerforeningen	43
	Repræsentation i eksterne udvalg	44

FORMANDENS FORORD

Der er grund til at glæde sig over, at regeringen i den kommende valgperiode vil sætte øget fokus på vilkårene for innovations- og vækstvirksomheder. Det er af stor betydning, at rammevilkårene herfor forbedres. Heri ligger en af nøglerne til at sikre vores økonomiske konkurrencedygtighed på en stadig mere globaliseret markedsplads. Med til optimale rammevilkår hører enkle og fornuftige regler for ejerbeskatning. I regeringsgrundlaget er der lagt op til, at der skal gennemføres en forandring af de nuværende meget komplicerede regler, og der er et initiativ, som vi i Børsmæglerforeningen hilser særdeles velkomment.

En enkel og fornuftig beskatning løser selvsagt ikke alle problemer, men den nuværende kompleksitet i aktieavancebeskatningsregler hindrer andre gode initiativer på kapitalmarkedet i at have nogen reel virkning. Derfor bør det også være en klar målsætning for regeringen, at de fremtidige skatteregler ikke - som nu - griber unødigt forstyrrende ind i en vigtig funktion som tilførsel og allokering af risikovillig kapital til erhvervslivet og i ejerstrukturen heraf. Omlægningen af skattereglerne skal indeholde en ophævelse af såvel 100.000 kr.'s grænsen som treårsreglen. Til imødegåelse af problemer i relation til skattestoppet kan der indføres en overgangsregel. Overgangsreglen skal sikre, at skattevilkårene ikke ændres for alle de aktionærer, som i dag kan sælge deres aktier skattefrit. Først når det nye regelsæt er trådt i kraft, vil køb og salg af aktier være omfattet af det nye regelsæt. Regeringen bør hurtigst muligt fremsætte lovgivning herom, så den kan træde i kraft i 2006.

Børsmæglerne oplever i disse år en stadigt stigende og intens regulering. En regulering, som er karakteriseret ved en stor detaljerighed. Detaljerigheden stiller krav om en stadig større ressourceindsats og medfører en tung og stigende omkostningsside.

Baggrunden er (blandt andet) EU's Finansielle Handlingsplan, hvor alle elementer vedrørende værdipapirområdet er blevet endeligt vedtaget i 2005. Vi støtter formålet med handlingsplanen, som er et fuldt integreret finansielt marked i EU. De ansvarlige bør imidlertid undgå den høje detaljeringsgrad i direktiverne, som skaber en dominoeffekt ned igennem systemet.

Børsmæglerforeningen mener, at der skal fastsættes klare regler, og reglerne skal ikke diktere en rigid struktur for værdipapirhandlerens organisation og indretning af sin forretning eller cementere bestemte markedsstrukturer.

Kim Duus

TEMAARTIKLER

Udvikling på complianceområdet

Hvad er compliance?

Compliancerisiko er ifølge BISs forslag til "Compliance and the Compliance Function in Banks" risikoen for myndighedssanktioner, økonomisk tab eller omdømmetab, som en investmentbank kan lide ved at undlade at leve op til love, regler og etiske standarder. Compliance er derfor en funktion, som først og fremmest skal bistå ledelsen med at begrænse investmentbankens compliancerisiko.

Det er i øjeblikket ikke et lovmæssigt krav at etablere en compliancefunktion. Alene medlemmer af Børsmæglerforeningen, som har investmentbank-aktiviteter, skal ifølge foreningens "Anbefalinger til imødegåelse af interessekonflikter"¹ have en compliancefunktion. Det er dog et spørgsmål om tid, før det bliver et krav - nærmere bestemt, når MiFID² træder i kraft formentlig pr. 30. april 2007. På nuværende tidspunkt foreligger udspillet fra BIS, som bl.a. vil danne grundlag for MiFIDs kommende krav til compliancefunktionen.

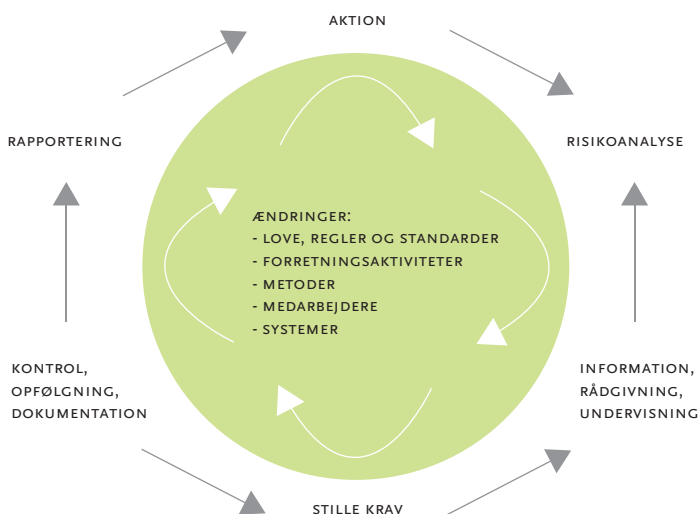
I Børsmæglerforeningens anbefalinger skal compliancefunktionen være uafhængig af investmentbankens forretningsmæssige interesser og kan varetages af en Compliance Officer, der refererer til investmentbankens øverste ledelse. Afhængigt af investmentbankens størrelse og forretningsaktiviteternes omfang kan funktionen også varetages af investmentbankens ledelse. Compliance skal bl.a.:

- udarbejde og vedligeholde interne compliancereglere og procedurer for investmentbanken
- rådgive ledelse og medarbejdere om compliancespørgsmål
- overvåge overholdelse af gældende lovgivning samt anden regulering, herunder god skik-regler, krav til Chinese Walls etc., som regulerer investmentbankens forretningsaktiviteter

Compliancefunktionens primære fokus er at udforme regler og procedurer sådan, at interessekonflikter i videst muligt omfang undgås. Og når dette ikke er muligt, skal det sikres, at alle involverede parter behandles korrekt. Som det fremgår af figuren på næste side, er compliance en vedvarende og dynamisk proces.

1 Revideret udgave af "Anbefalinger til regulering af corporate finance - og aktieanalyseaktiviteter samt medarbejderhandel"

2 Erstatte det nuværende investeringsservicedirektiv



Konstatningen af massive interessekonflikter hos flere amerikanske investmentbanker i begyndelsen af 2001 gav genlyd verden over og indebar meget stærke reguleringsmæssige reaktioner i USA. EU-området har heldigvis været sparet for sådanne sager, men reguleringen i USA bredte sig hastigt særligt til UK. Derfor tog Børsmæglerforeningen tråden op i 2002 og udarbejdede de anbefalinger til imødegåelse af interessekonflikter, som netop er blevet revideret. I anbefalingerne fremgår det bl.a., at alle investmentbanker skal have en compliancefunktion.

Compliance har i Danmark reelt været en veletableret disciplin inden for investmentbanking-området siden slutningen af 90'erne og væsentligt længere i USA og UK. I de seneste år har complianceområdet udviklet sig fra alene at omfatte corporate finance-området til at omfatte hele investmentbanken (handel, analyse, corporate finance). Det skyldes bl.a. den kraftige påvirkning fra USA, der har betydet, at complianceområdet i Europa udvikler sig hastigt. Samtidig er det efterhånden bredt anerkendt, at en velfungerende compliancefunktion er en forudsætning for effektiv corporate governance.

Fra EU's side er reguleringsomfanget overvældende, hvor især den finansielle handlingsplan (se side 10) indebærer betydelige ændringer i kravene til investmentbankerne. Det er en udfordring for investmentbankerne at følge med den skærpede regulering, og myndighederne må forventes at ville kræve beviser for, at der udføres effektiv compliancekontrol og ledelsesmæssig rapportering. Dette er endnu en faktor, der øger behovet for en decideret compliancefunktion til implementering af de mange love og regler samt opfølgning herpå.

På samme tid er der en stigende bevågenhed på omdømme og image. Sporene fra skandalerne i USA skræmmer, og der er en betydelig frygt for ikke at overholde love, regler og etiske standarder. Det er i denne kontekst, at compliancefunktionen ikke længere betragtes som "nice to have" for de fleste investmentbanker. Værdien af funktionen er blevet anerkendt, herunder at compliancefunktionens bidrag ikke kun er at undgå problemer for investmentbanken – faktisk kan compliance medvirke til at skabe værdi for virksomheden. Men det er ikke gratis. Omkostningerne til udvikling af complianceområdet har været og er ganske betydelige, og hvis vi ser på USA og UK, så kan der næppe forventes et fald – tværtimod.

Organiseringen

Organiseringen af compliancefunktionen varierer. I større banker kan compliancefunktionerne være lokaliseret i forretningsområderne, mens internationalt orienterede banker både kan have Group compliance (det vil sige concerncompliance), compliance i forretningsområderne og lokal compliance i datterselskaber og filialer. I mindre banker kan compliance være lokaliseret i én enhed. For at opfylde sit formål er det nødvendigt, at funktionen er uafhængig af forretningsmæssige interesser - uanset organiseringen i den enkelte investmentbank.

Compliance kan også betragtes som en tovholderfunktion. Der må nødvendigvis være en tæt dialog med alle funktioner i investmentbanken, da hovedformålet er at hjælpe, rådgive og overvåge forretningsenhederne på daglig basis. Samtidig er den tætte dialog nødvendig for at sikre, at compliance har forståelse for og føling med forretningsaktiviteterne. Derudover medvirker dialogen også til en mere effektiv afdækning af eventuel manglende regeloverholdelse samt mulige fremtidige indsatsområder.

Børsmæglerforeningens tiltag

I erkendelse af complianceområdet stigende betydning blev der i 2001 etableret en compliancearbejdsgruppe i Børsmæglerforeningens regi, der i 2004 blev ændret til et compliance udvalg. Den første opgave var udarbejdelse af anbefalinger til regulering af corporate finance – og aktieanalyseaktiviteter samt medarbejderhandel. Anbefalingerne blev offentliggjort i juli 2002. Siden da har udvalget udvidet sine arbejdsopgaver til at behandle andre relevante emner og problemstillinger samt erfaringsudveksling inden for complianceområdet. Fremadrettet afholdes et complianceseminar inden sommerferien 2005. Den 16. marts offentliggøres reviderede anbefalinger til imødegåelse af interessekonflikter i investmentbanker, jf. nedenfor. Derudover vil foreningen søge at etablere et tættere nordisk samarbejde inden for complianceområdet generelt.

Anbefalinger til imødegåelse af interessekonflikter

Efter godt 2½ år med anbefalinger til imødegåelse af interessekonflikter er tiden nu moden til et sæt reviderede anbefalinger.

Anbefalingerne vil fremover også omfatte erhvervsobligationer, fordi det også inden for dette segment er nødvendigt at identificere og behandle mulige interessekonflikter. Desuden er anbefalingerne bilagt de nye krav til oplysninger i analyser, der følger af markedsmisbrugsdirektivet, og som er konkretiseret i Finanstilsynets bekendtgørelse om udarbejdelse og udbredelse til offentligheden af visse investeringsanalyser. Bekendtgørelsen træder i kraft pr. 1. april 2005.

Baggrunden for revisionen er overordnet set et ønske om at skabe fælles regler og leve op til international best practice. Der er sket en del materielle ændringer inden for området i USA og EU, og der er foretaget en skærpelse af reglerne i forhold til interessekonflikter. Derudover har der været behov for en generel gennemgang og justering af anbefalingerne for at sikre brugervenligheden, således at anbefalingerne er formuleret og afgrænset på en sådan måde, at de forholdsvis enkelt kan implementeres hos de enkelte investmentbanker.

Anbefalingerne træder i kraft 1. april 2005 og kan findes på www.dbmf.dk under "publikationer".

Udviklingen i EU-reguleringen og det europæiske tilsynssamarbejde

Kommissionens finansielle handlingsplan (FSAP)

FSAP fra 1999 blev så godt som vedtaget efter planen inden 2005. Handlingsplanen blev startskuddet på en periode med en omfattende omlægning af reguleringen på værdipapir-handelsområdet og på de fleste områder også en mere intens regulering. Arbejdet med at implementere planen er imidlertid ikke slut endnu, da der fortsat udestår udfyldende regler til MiFID og transparensdirektivet, ligesom der vil komme niveau 3-regler til direktiverne.

Formålet med handlingsplanen er at opnå et fuldt integreret finansielt marked i EU og hermed et mere effektivt kapitalmarked til gavn for EU-landenes økonomier. Det skal ske ved at reducere hindringer i form af afgrænsnings- og fortolkningsproblemer i gældende direktiver samt hindringer, der er knyttet til forskelle i regler for forbrugerbeskyttelse og markedsføring. Handlingsplanen indeholdt derfor revision af en række gældende direktiver samt implementering af nye, hvilket vel og mærke skulle ske inden 2005. Vedtagelsen af handlingsplanen har medført, at EU-institutionerne og markedsdeltagere i 2004 har været fokuseret på at evaluere FSAP og vurdere, om handlingsplanen har opnået den ønskede succes.

Børsmæglerforeningen mener, at det endnu er for tidligt at vurdere, om FSAP har haft den ønskede effekt, da FSAP-direktiverne først skal have mulighed for at få effekt på de europæiske kapitalmarkeder.

FSAP-DIREKTIVERNE PÅ VÆRDIPAPIRHANDELSOMRÅDET ER:

- Markedsmisbrugsdirektivet
- Prospektdirektivet
- Take-over direktivet
- Direktivet om markeder for finansielle instrumenter
- Transparensdirektivet

Den politiske vilje for at opfylde handlingsplanens tidsmæssige ramme har været imponerende. Dette har imidlertid i visse situationer resulteret i et for stort fokus på det tidsmæssige aspekt, hvilket har medført regler, som ikke har det optimale kvalitetsniveau. Det er vores opfattelse, at der nu er behov for en reguleringsmæssig pause og i stedet fokus på at opnå en ensartet implementering og håndhævelse af den nye regulering.

Lamfalussy-proceduren

De nye direktiver er udstedt efter den såkaldte Lamfalussy-procedure.

LAMFALUSSY-PROCEDURENS HOVEDELEMENTER:

- Niveau 1: Rådet og Parlamentet vedtager rammedirektiver efter forslag fra Kommissionen
- Niveau 2: Kommissionen udsteder udfyldende regler til rammedirektiverne efter afstemning i ESC
- Niveau 3: CESR rådgiver Kommissionen vedrørende de udfyldende niveau 2-regler. Samarbejde mellem tilsynsmyndighederne om implementering af direktiverne samt opnåelse af tilsynskonvergens
- Niveau 4: Kommissionen håndhæver reglerne

Børsmæglerforeningen støtter Lamfalussy-proceduren og det store gennemsigtighedsniveau i form af høringer ad flere omgange, som er indarbejdet i proceduren. Vores erfaringer med proceduren viser imidlertid, at processen lider af nogle "børnesygdomme". Ideen med rammedirektiver, som indeholder de overordnede regler, har vist sig at være vanskelig at overholde, da niveau 1-direktiverne i visse tilfælde er for detaljerede.

Detaljeringsniveauet på niveau 1 skaber en dominoeffekt. Niveau 2-reglerne har således på nogle områder opnået et uhørt højt detaljeringsniveau, som til dels også skyldes de forskelle, der er mellem nordisk og sydeuropæisk lovgivningstradition. Vi mener, at niveau 2-regulering skal fastsætte klare regler, men ikke diktere en rigid struktur for værdipapirhandlernes organisation og indretning af sin forretning eller cementere bestemte markedsstrukturer. Det vigtigste må være at fastholde det ønskede mål for reguleringen, fx håndtering af interessekonflikter i et institut. Hvordan, det enkelte institut organiserer sig for at håndtere denne interessekonflikt, bør være mindre væsentligt, så længe instituttet over for tilsynsmyndighederne kan dokumentere, at interessekonflikter håndteres forsvarligt.

CESR's rolle på niveau 3 har været drøftet en del på EU-niveau, herunder CESR's adgang til at udstede egne ikke-juridisk bindende standarder uden et mandat fra Kommissionen. Vi ser CESR's rolle primært som rådgiver for Kommissionen i forbindelse med niveau 2-regler samt som et forum, der sikrer ensartet implementering af EU-regulering og tilsynsmæssig konvergens. Det er en rolle, som CESR udfylder i dag i overensstemmelse med Lamfalussy-proceduren, og der kan udvikles yderligere.

CESR's udstedelse af ikke-juridisk bindende standarder på niveau 3 har Børsmæglerforeningen en vis skepsis overfor, når disse standarder ikke er inden for rammerne af nuværende EU-regulering. Vi mener, at CESR ikke bør foregribe regulering på niveau 1 og 2 ved på forhånd at udstede standarder. Den parlamentariske proces, som følger af niveau 1 og 2-regulering, er ikke en del af CESR's "regeludstedelse" på niveau 3. CESR bør afvente og nøje vurdere, om der er et reelt behov for standarder, og standarderne bør primært være rettet mod at rette op på eventuelle uhensigtsmæssigheder i eksisterende EU-regulering.

Reguleringsintensitet

Siden årtusindskiftet har værdipapirhandelsområdet været præget af intens regulering fra EU. Det er Børsmæglerforeningens erfaring, at det er en stor udfordring og meget krævende at følge med i og bidrage til denne reguleringsproces. Samtidig står det lysende klart, at hvis man ønsker at øve indflydelse på reglernes udformning, så gælder det om at stå på toget, når lovgivningsprocessen kører i EU, ellers er chancen forspildt. Det detaljeringsniveau, som FSAP-direktiverne er udtryk for, indebærer, at der er et meget lille spillerum for forskelle i nationale markeder og praksis i forbindelse med den nationale implementering.

Da reguleringsprocessen i EU kræver store ressourcer, vil det alt andet lige indebære, at de nationale tilsynsmyndigheder i CESR-regi og de nationale brancheorganisationer, som har flest ressourcer, får mulighed for at udøve størst indflydelse på EU-lovgivningen.

Børsmæglerforeningen har i de seneste år haft et tæt samarbejde med nordiske og UK-baserede brancheorganisationer i forbindelse med varetagelse af engrosmarkedets interesser i EU.

Der er ikke tvivl om, at medlemmerne af Børsmæglerforeningen allerede har og i de kommende år vil opleve en voldsom reguleringsintensitet, som vil stille store krav og kræve ressourcer til IT-udvikling, uddannelse, ændring af forretningsgange mv.

Tilsynssamarbejde

FSAP's succes vil afhænge af en effektiv implementering og håndhævelse af direktiverne på niveau 3 og 4. Der har derfor i 2004 været en del fokus på, hvordan tilsynssamarbejde i EU kan fungere mest optimalt. Bl.a. har CESR gjort sig overvejelser over sin rolle på niveau 3, herunder vurderet en række tilsynsmæssige værktøjer, som kan fremme samarbejdet mellem myndighederne og sikre en ensartet implementering og effektiv håndhævelse af EU-regulering.

Børsmæglerforeningens holdning er, at det er meget væsentligt at drøfte, hvilke veje tilsynssamarbejdet i EU kan gå. Skal man fx bevæge sig i retning af én fælles tilsynsmyndighed eller snarere efter en model med en "lead supervisor". De nuværende rammer for tilsynssamarbejdet er baseret på gensidig anerkendelse, der følger Lamfalussy-proceduren, og er udmøntet i FSAP-direktiverne. De tilsynsmæssige muligheder, som ligger i dette system, bør udforskes og anvendes, før der foreslås en helt ny struktur for tilsynssamarbejdet. Den begrænsede tid og de nødvendige ressourcer bør koncentreres om at få det eksisterende system til at virke effektivt.

Fremskaffelse af kapital til små og mellemstore virksomheder set i lyset af etableringen af en alternativ markedsplads

Introduktion

Debatten om fremskaffelse af risikovillig kapital til små og mellemstore virksomheder har igennem længere tid sat sit præg på den offentlige dagsorden. Medio januar 2005 fremlagde regeringen sit bud på en ny handlingsplan, som også indgår i regeringsgrundlaget "Nye mål". Blandt flere elementer i handlingsplanen indgår forslag til initiativer, som vedrører værdipapirhandelsområdet – nemlig Københavns Fondsbørs' forslag til en alternativ markedsplads. Denne alternative markedsplads skal være målrettet mod mindre virksomheder.

Opbygning af kapitalmarkedet

Principielt set kan formidlingen af risikovillig kapital foregå på anerkendte markedspladser (fx Københavns Fondsbørs, Dansk AMP) eller uden om anerkendte markedspladser. Sidstnævnte kaldes "Private placements" og er ventureinvesteringer via en enkelt eller en begrænset kreds af investorer (også kaldet private equity-fonde).

Fordelene ved kapitalformidling via anerkendte markedspladser er en løbende prisfastsættelse af aktiverne i kraft af investorernes handel med aktierne i det sekundære marked. Samtidig er der betydelige krav til selskaberne, markedspladsen og mæglerne med det formål at sikre investorbekyttelsen og dermed den nødvendige tillid til markedet. Ulempen er først og fremmest omkostningerne til markedsinformation, som koster de børsnoterede selskaber millionbeløb på årsbasis. Ikke mindst dette indebærer, at en børsnotering stiller store krav til selskabets størrelse. Markedsværdien af et nyt børsnoteret selskab skal helst være mere end 1½ mia. kr. (kravene på en autoriseret markedsplads er dog betydeligt mindre), for at en børsnotering "kan betale sig".

Venturemarkedet er noget anderledes. Venturekapital er risikovillig, langfristet kapital, hvor investoren også engagerer sig aktivt i virksomheden og tilfører viden om eksempelvis ledelse og markedsføring. Der findes ikke ét "officielt" venturemarked, og det er derfor ikke særlig godt belyst. Dog kan det konstateres, at markedet har udviklet sig ganske markant siden slutningen af 90'erne. VækstFonden har beregnet en vækst i den samlede kapital under forvaltning fra 3,5 mia. kr. i 1998 til godt 16 mia. kr. i 2004. I europæisk sammenhæng ligger det danske venturemarked således i "midterfeltet". Fordelen ved venturekapital er først og fremmest den kombination af kapital og viden, der tilføres virksomheden. Ulempen er den større risiko, herunder vanskelighed med at komme ud af investeringen igen (kaldes også exit).

Alternativ markedsplads

Med Fondsbørsens forslag til etablering af en alternativ markedsplads for handel med noterede aktier søges etableret en markedsplads, som bl.a. kan fungere som exitmulighed for venturekapital. Forslaget er et centralt led i regeringens handlingsplan for risikovillig kapital, og ønsket er at skabe en markedsplads for selskaber med markedsværdi på op til 400-500 mio. kr. Kravene til selskaberne på markedspladsen skal også være mere lempelige end ved en almindelig børsnotering. Det gælder kravene til prospektet og til selskabets oplysningsforpligtelser. I forslaget indgår også krav om en Godkendt Rådgiver, hvis rolle er at føre selskabet på markedspladsen og rådgive selskabet ved introduktionen. Rådgiveren skal være fast tilknyttet selskabet som rådgiver, så længe virksomheden er noteret på den alternative markedsplads.

Som udgangspunkt er ideen god og kan betragtes som Fondsbørsens modtræk til de udeblevne børsnoteringer. Markedspladsen vil utvivlsomt imødekomme et behov hos en række udstedere, ligesom det er fornuftigt at benytte Fondsbørsens eksisterende infrastruktur. Interessen for og aktiviteten på markedspladsen vil dog først og fremmest afhænge af de private investorer. Derfor er en generel forenkling af aktieavancebeskatningsreglerne en helt afgørende forudsætning for markedspladsens succes. I lyset heraf forekommer det paradoksalt, at der i forbindelse med forslaget er fremlagt forslag om et skattefradrag for institutionelle investorer, mens der ikke foreligger et forslag om forenkling af aktieavancebeskatningsreglerne for private investorer. Det er Børsmæglerforeningens vurdering, at de institutionelle investorers investeringer i markedspladsen ikke er betinget af det foreslåede fradrag.

Fondsbørsen har også foretaget en afgrænsning af egnede selskaber til markedspladsen. Efter foreningernes opfattelse bør alle selskaber, der ikke opfylder de formelle/markeds-mæssige krav til en almindelig børsnotering, kunne få adgang til markedspladsen. Det bør bero på en individuel vurdering af det enkelte selskab.

Kravene til selskaberne bør sættes ud fra en overordnet betragtning om, at det er vigtigt med en hensigtsmæssig investorbeskyttelse, der kan sikre den nødvendige tillid til markedet. Samtidig er det helt centralt at holde sig for øje, at investering i unoterede aktier er forbundet med større risici end investering i noterede aktier. Derfor synes det fornuftstridigt, at et forslag, der sigter på investering i mere risikofyldte aktiver, tilsyneladende fordrer mindre investorbeskyttelse.

Fx lægges der op til et mindre omfattende prospekt, hvilket næppe er realistisk. Omfanget af "almindelige" prospekter skyldes først og fremmest, at prospektet har udviklet sig til at blive et juridisk dokument mellem investorerne og selskabet. Derfor må der fordres større prospekter som følge af de større risici, EU's prospektkrav og den faktor, at målgruppen fortrinsvis må forventes at være private investorer.

I forslaget indgår også krav om, at ansvaret for selskabets oplysningsforpligtelser skal varetages af en såkaldt Godkendt Rådgiver, som typisk kan være en investmentbank. Det er Børsmæglerforeningens opfattelse, at den Godkendte Rådgiver dermed pålægges et uacceptabelt stort ansvar, som prissat vil være en uoverstigelig omkostning for et selskab.

Når alt dette er sagt, er der ét spørgsmål tilbage. Ønsker regeringen, at den alternative markedsplads skal blive en succes? I så fald er den nødt til at forenkle aktieavancebeskatningen som lovet i regeringsgrundlaget "Nye mål". Ellers bliver markedspladsen efter alt at dømme ligegyldig.

Et realkreditmarked under forandring

Introduktion

Det danske realkreditmarked gennemgår i disse år en omfattende forandring. Fra at have været et meget homogent marked går udviklingen nu i retning af et mere fragmenteret marked med mere differentierede realkreditprodukter. Denne udvikling har ikke alene stor betydning for låntagerne, men også betydning for handelspladsen – herunder Børsmæglerforeningens market maker-ordninger.

Frem til midten af 1990'erne var det danske realkreditobligationsmarked domineret af konverterbare realkreditlån med fast rente i hele lånets løbetid. I kraft af ændringer i lovgivningen og produktudbuddet i sektoren er der siden midten af 1990'erne kommet nye obligationstyper til. I 1996 kom rentetilpasningslånene i større stil på markedet, hvor renten med aftalt interval tilpasses ændringer i renteniveauet, og fundingen sker ved udstedelse af obligationer med en løbetid svarende til rentetilpasningsintervallerne.

I oktober 2003 blev der via lovændring skabt mulighed for afdragsfrihed i forbindelse med realkreditlån, og i slutningen af oktober 2004 blev en tredje type realkreditfinansiering introduceret – de såkaldte garantilån. Basalt set er garantilånene en mellemting af de to ovennævnte typer, idet et garantilån er et variabelt³ forrentet obligationslån med renteloft. På nuværende tidspunkt findes to kategorier af garantilån – nemlig et variabelt forrentet obligationslån med automatisk konvertering til fast rente, når renteloftet nås, og et variabelt forrentet obligationslån, hvor renten også låses fast på et prædefineret niveau, men omvendt følger med ned, hvis renten igen falder.

Dermed er der skabt tre overordnede typer af realkreditobligationer, nemlig:

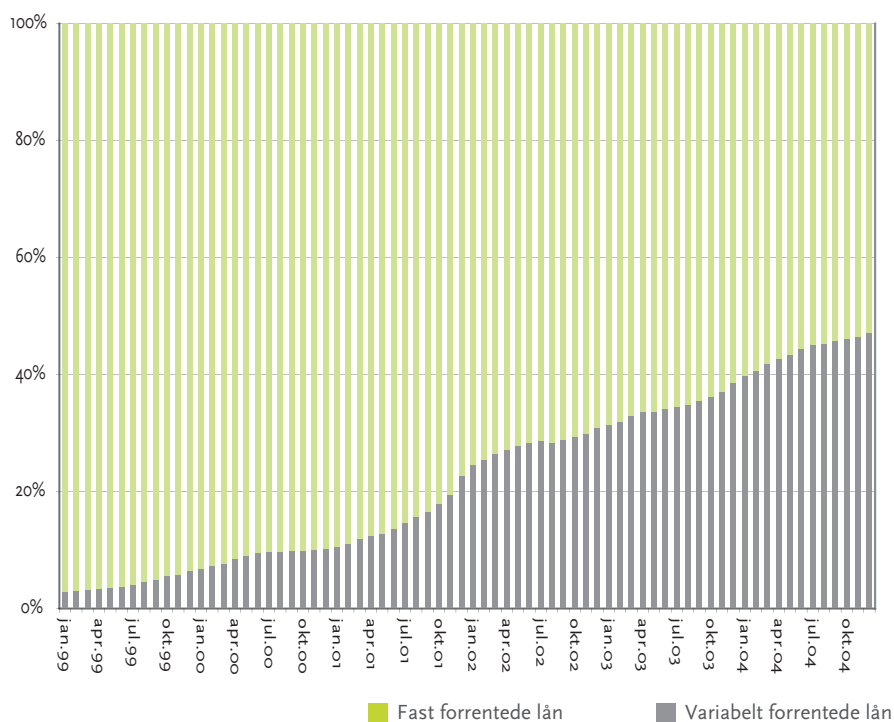
- Konverterbare realkreditobligationer med fast rente
- Rentetilpasningslån – hvor inkonverterbare realkreditobligationer med kort løbetid og rentetilpasning efter aftalt interval udgør fundingen
- Garantilån – variabelt forrentede realkreditobligationer med renteloft

Det skal nævnes, at ovenstående er en forenkling af produktudbuddet. Såvel rentetilpasningslån som garantilån er realkreditinstitutspecifikke produkter.

Konsekvens for markedet

Nyudstedelser og udskiftningen fra fastforrentede realkreditlån til rentetilpasningslån har været karakteriseret ved en relativt langsom proces, som først for alvor har taget fart de senere år – understøttet af det stadige rentefald. Her er primært sket udstedelser i F1, altså et-årige rentetilpasningslån, mens udstedelserne i rentetilpasningslån med længere løbetid ikke har vundet nær så stort indpas på markedet. Ca. halvdelen af alle realkreditlån blev i 2004 optaget som rentetilpasningslån.

3 Renten fastsættes halvårligt ud fra udviklingen i 6 mdr. CIBOR

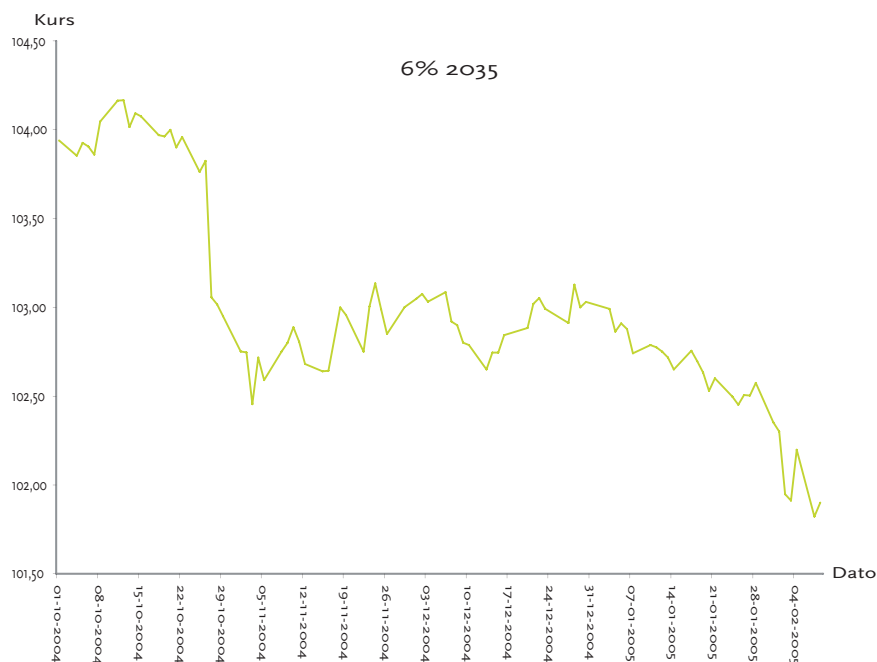


Kilde: Nationalbanken

Der er såvel likviditet som dybde i F1 til gavn for prisfastsættelsen, og her er etableret en market maker-ordning med fem deltagere. Ordningen administreres af Finansrådet.

Introduktionen af nyt produkt havde stor effekt på markedet

Introduktionen af garantilån i efteråret 2004 satte derimod meget hurtigt et markant præg på markedet. Da det første garantilån blev introduceret i slutningen af oktober 2004 – RD's Flexgaranti - faldt kurserne ganske brat. Specielt 6 og 7 pct. realkreditobligationerne blev anset for at være konverteringstruede, hvorfor reaktionerne på kurserne på samme var ganske markante. Dette er illustreret i nedenstående graf, der viser kursudviklingen i 6 pct. 2035, og som ganske generelt udtrykker reaktionen i realkreditobligationerne med høj kuponrente.



Markedets hurtige og markante reaktion var overraskende. Det markante kursfald havde baggrund i flere faktorer, men først og fremmest i:

- stor usikkerhed om den reelle prisfastsættelse af den nye type realkreditobligation
- usikkerhed om størrelsen af de ekstraordinære udtrækninger – specielt ved aprilterminen 2005 (eller med andre ord, hvor hurtigt og i hvilket omfang ville det nye produkt vinde indpas)

Med baggrund i den store usikkerhed blev Børsmæglerforeningens market maker-ordninger i 6 pct. realkreditobligationerne suspenderet i en uge i slutningen af oktober 2004. Der var selvfølgelig mulighed for såvel at købe som at sælge i markedet, men likviditeten i engros-markedet var begrænset. De øvrige realkreditinstitutter fulgte snart efter med introduktionen af samme type produkt.

Reaktionen fra de danske låntagere må siges at være uhyre positiv, og der er tale om den største konverteringsbølge i de sidste to år ved aprilterminen. Hvor konverteringerne blev løbet noget langsommere i gang ved introduktionen af rentetilpasningslånene i 1996, er tempoet således markant højere ved introduktionen af garantilånene.

De nye garantilån ventes at hente markedsandele fra såvel rentetilpasningslånene som de fastforrentede realkreditlån, og der synes således at være en markant tredeling af markedet undervejs taget de seneste udtrækningsprocenter i betragtning.

Udbuddet af produkter giver udfordringer for market maker-ordningerne

Børsmæglerforeningens market maker-ordning "On Request" har fungeret i en lang årrække. Formålet med market maker-ordningerne er:

- at understøtte likviditet og dybde generelt i markedet
- at sikre likviditet og kontinuerlig handel i de enkelte papirer

Likviditet og dybde har endvidere sammenhæng med en skarp prisdannelse (lille forskel mellem købs- og salgspris) i markedet – alt sammen faktorer, som er til gavn for alle markedsdeltagere.

Introduktionen af nye realkreditprodukter påvirker Børsmæglerforeningens ordninger og stiller market makerne over for nye udfordringer. Her tænkes ikke alene på den usikkerhed, der følger i kølvandet på selve introduktionen af de nye produkter, men også på længere sigt.

Traditionelt er market maker-ordningerne bygget op om de store enhedsobligationer med bagvedliggende stor cirkulerende mængde, og de store enhedsobligationer har således været en væsentlig faktor for velfungerende market maker-ordninger med såvel høj likviditet som stor dybde, hvor markedsdeltagerne har haft mulighed for at købe og handle store beløb uden nævneværdig effekt på prisdannelsen.

Begrebet enhedsobligation dækker over, at et antal realkreditinstitutter har udstedt serieobligationer med samme udløb og samme kupon – altså meget store homogene realkreditobligationsserier.

Børsmæglerforeningens market maker-ordninger er såkaldte "Quote On Request" ordninger med lige dele rettigheder og forpligtelser. Det indebærer, at en market maker har rettighed til at forespørge en anden market maker på en pris på en given mængde realkreditobligationer (som indgår i ordningen), og samtidig selv være forpligtet til at stille en pris ved forespørgsel. På baggrund af enhedsobligationsprincippet har sælger bestemt farve – det vil sige, alle serier under samme enhedsobligation har været ligestillede, og når handlen var indgået, bestemte sælger således, hvilken realkreditobligation (altså fra hvilket realkreditinstitut) købte modtog. Det har ikke været usædvanligt, at op til ni store market makere hver især har kvoteret priser for beløb på mellem 50 og 100 mio. DKK i de store enhedsobligationer såsom 6 pct. 2035.

Som konsekvens af udviklingen mod et mere fragmenteret realkreditmarked er market maker-ordningerne i regi af Børsmæglerforeningen igennem de seneste år blevet kraftigt revideret, men også reduceret. Forklaringerne er flere, men basalt set har de alle bund i en reduktion af likviditet i den enkelte realkreditobligationsserie.

Når de cirkulerende mængder er blevet reduceret i de store enhedsobligationer i takt med omlægningen til rentetilpasningslån, er problematikken vedrørende farvepræferencer også blevet langt mere udtalt.

Farvepræferencer er et udtryk for handelsinteressen for de enkelte udsteders obligationsserie under en enhedsobligation. Normalt vil prisen på de enkelte udsteders serie under en enhedsobligation være stort set identiske, da der er tale om en standardvare med identiske karakteristika (kuponrente, udløb, kreditværdighed) og en stor cirkulerende mængde.

Farvepræferencer kan opstå af flere årsager. I de seneste år har årsagen været, at de cirkulerende mængder i den enkelte udsteders obligationsserie er blevet for forskellige. Farvepræferencer udmønter sig i prisforskelle. Når prisforskellene bliver for store, er det ikke muligt at opretholde enhedsobligationsprincippet – altså ligestillingen af de enkelte realkreditinstitutters obligationsserier under den pågældende enhedsobligation. Som konsekvens af dette er der i løbet af de senere år blevet oprettet flere og flere farvespecifikke market maker-ordninger i Børsmæglerforeningens regi – senest i kølvandet på introduktionen af garantilånene. Sideløbende er der blevet indført mindstekrav til deltagelse i market maker-ordningerne for den cirkulerende mængde i de enkelte obligationsserier for derigennem at forsøge at garantere en vis minimumslikviditet. De farvespecifikke ordninger kan enten oprettes som et supplement til ordningen i enhedsobligationen eller stå alene.

I de farvespecifikke ordninger skabes der mulighed for, at der kan spørges på prisen på de enkelte obligationsserier hver for sig. Det overordnede formål er således at forsøge at understøtte likviditeten i de enkelte serier. Omvendt medfører de farvespecifikke ordninger, at der skal stilles priser i mange obligationer.

Offentliggørelsen af tallene for de ekstraordinære udtrækninger i 6 pct. realkreditobligationerne ved den kommende apriltermin medfører, at det vil blive sværere og sværere at opretholde market maker-ordninger, men også 5 pct. obligationerne har oplevet et betydeligt træk, hvilket kan medføre flere farvespecifikke ordninger eller helt bortfald af ordningerne.

De seneste års udvikling stiller derfor betydelige krav til udformningen af market maker-ordningerne, og en fortsat udvikling hen imod et mindre homogent og mere fragmenteret realkreditmarked vil spille en markant rolle for dybden og likviditeten i de enkelte realkreditobligationer. Der vil fortsat være likviditet i markedet under ét, men likviditeten vil blive mere begrænset i de enkelte serier, hvorfor det vil blive sværere at handle store beløb i markedet.

UDVIKLING OG INITIATIVER PÅ DEN DANSKE MARKEDSPLADS

Udvikling i Norex

Norex samarbejdet er blevet yderligere intensiveret i det forløbne år. Ud over det løbende samarbejde mellem de nordiske børsmæglerforeninger og børser offentliggjorde Norex-børserne (Københavns Fondsbørs, Oslo Børs, Islands Børs og OMX (Finland og Sverige)) i september 2004, at værdipapirer noteret i Sverige, Danmark, Norge, Island, Finland, Estland og Letland fremover kan handles i samme handelssystem Saxess. Dermed er der skabt en fælles og fuldt integreret markedsplads for finansielle instrumenter på tværs af de nordiske lande. I december 2004 blev endnu et skridt i retning af virkeliggørelsen af visionen om én fælles nordisk børs taget, da Københavns Fondsbørs og OMX underskrev en aftale om sammenlægning af Københavns Fondsbørs og OMX. Sammenlægningen vil blive effektueret i 2005.

Ud fra en overordnet betragtning finder Børsmæglerforeningen udviklingen fornuftig. De enkelte nordiske værdipapirmarkeder er små set i internationalt perspektiv, og de nordiske markeds relative størrelse mindskes yderligere i takt med den konsolideringstendens, som også ses i andre europæiske lande. Udviklingen øger kravene til den nødvendige kritiske masse, og derfor er den nordiske udvikling en hensigtsmæssig reaktion på den globale tendens og et vigtigt træk for at sikre det nordiske markeds konkurrencedygtighed.

En af de mere centrale konsekvenser ved det tættere nordiske samarbejde er harmoniseringen af handels- og udstederregler for aktiesiden. På den ene side er det vigtigt for aktørerne på de nordiske markeder, at de i videst muligt omfang kun skal forholde sig til ét regelsæt. U hensigtsmæssig national særregulering kan dels hindre et tættere samarbejde, dels gøre de enkelte nationale markeder mindre attraktive. På den anden side er det også centralt at være opmærksom på markedernes forskellighed fx i relation til likviditet og til strukturelle forhold. Det kan indebære behov for forskellige regler på enkelte områder.

Status på statsobligationsmarkedet

I slutningen af 2003 blev strukturerne på den danske markedsplads for handel med statsobligationer ændret markant. Danmarks Nationalbank etablerede 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 prisstillerordning, som sikrer kontinuerligt handelsbare priser igennem hele handelsdagen. Delmarkedet er åbent for alle medlemmer af Københavns Fondsbørs.

I nedenstående tabel ses deltagerne i henholdsvis primary dealer-ordningen og prisstillerordningen på Københavns Fondsbørs:

BOKS 1 / DELTAGERE

Deltagere i Danmarks Nationalbanks primary dealer-ordning	
ABN AMRO	JP Morgan
Barclays	Morgan Stanley
Danske Bank	Nordea Bank
Deutsche Bank	Nykredit Bank
Dresdner Kleinwort Wasserstein ⁴	SE Banken
Fionia Bank	Svenska Handelsbanken
HSH Nordbank	Sydbank
Deltagere i Københavns Fondsbørs' prisstillerordning	
Danske Bank	Nordea Bank
Fionia Bank	Nykredit Bank
Jyske Bank	Sydbank

Såvel etablering af en primary dealer-ordning, elektronisk handel og market making på engrosmarkedet (MTSDk) som detailmarkedet for handel med statsobligationer på Københavns Fondsbørs må betegnes som en succes. Slutningen af 2003 og starten af 2004 bød på en daglig omsætning på MTSDk på godt 4 mia. DKK – et niveau, som var højere end forventet. Igennem 2004 er omsætningen faldet, men denne tendens går igen på de øvrige europæiske statsobligationsmarkeder. I 2004 var den daglige gennemsnitlige omsætning på 2,5 mia. DKK på MTSDk. Der er adgang til prisinformation (15 minutter forsinket) og oversigter over gårsdagens omsætning på MTSDk's hjemmeside www.mtsdenmark.com. Her gives ligeledes en præsentation af MTS-systemet. På detailmarkedet for handel med statsobligationer er der fuld adgang til førhandelsinformation, og igennem det seneste år har der været handelsbare priser i knap 95 pct. af åbningstiden (kl. 9 - 16.30).

Status på market maker-ordningerne på realkreditobligationsmarkedet

Børsmæglerforeningens market maker-ordning "Quote on Request" omfatter alene realkreditobligationer efter etablering af en primary dealer-ordning i danske statsobligationer i regi af Danmarks Nationalbank i november 2003.

Antallet af market makere i ordningen er på nuværende tidspunkt ni deltagere – et antal, som har været stabilt igennem de seneste år. Derimod er antallet af realkreditobligationer, som deltager i ordningen, faldet ganske markant igennem det seneste år. I starten af 2004 deltog 14 realkreditobligationer – ved indgangen til 2005 er tallet nede på otte deltagende realkreditobligationer.

⁴ Dresdner Kleinwort Wasserstein blev primary dealer ultimo 2004

En oversigt over papirer og deltagere i ordningen er angivet i boks 2:

BOKS 2 / MARKET MAKER-ORDNINGEN FOR REALKREDITOBLIGATIONER

Realkreditobligationer omfattet af market maker-ordningen		
4% 2020	5% 2025	6% 2029 (farvespecifik)
4% 2025	5% 2035 IO	6% 2032 (farvespecifik)
	5% 2035	6% 2035 (suspenderet)
Deltagere i ordningen		
ABN AMRO Bank	Nykredit Bank A/S	
Carnegie Bank A/S	SEB Merchant Banking	
Danske Bank	Spar Nord Bank A/S	
Jyske Bank A/S	Sydbank A/S	
Nordea Bank		

Baggrunden er først og fremmest høje udtrækningsprocenter i 6 og 7 pct. realkreditobligationerne i kølvandet på det fortsatte rentefald og omlægningen af lån fra fastforrentede obligationslån til rentetilpasningslån. En udvikling, som er blevet yderligere forstærket af introduktionen af de såkaldte garantilån ultimo oktober 2004.

For at tilpasse market maker-ordningen på realkreditobligationer til markedsudviklingen er ordningerne blevet yderligere revideret/moderniseret i 2004. I 2003 blev der åbnet op for, at de enkelte market maker-ordninger i enhedsobligationerne kunne suppleres med en fondskodespecifik ordning (også kaldet farvespecifik ordning), hvor de enkelte market makere kan tilmelde sig, og der blev indført kriterier vedrørende den cirkulerende mængde i de enkelte fondskoder. I 2004 blev det besluttet at åbne op for, at market maker-ordninger kunne oprettes alene som en farvespecifik ordning. Alle nuværende market maker-ordninger i 6 pct. realkreditobligationer er således oprettet som farvespecifikke ordninger – det vil sige på fondskodeniveau.

Optagelse af realkreditobligationer i Børsmæglerforeningens market maker-ordning "Quote on Request" besluttes af Børsmæglerforeningens obligationsudvalg.

Nye initiativer på aktiemarkedet

Indførelse af closing call

Fra 4. april 2005 lukkes handlen på aktiemarkedet med en lukkeauktion (kaldes også closing call) frem for ved brug af den sidst handlede kurs. Tiltaget skal først og fremmest ses som et led i Norex' harmoniseringsbestrebelselser, da closing call benyttes både i Sverige, Norge, Finland og Island.

Sverige indførte faciliteten i 2002 og Norge i 2003. De primære argumenter fra disse landes børser var et ønske om en europæisk harmonisering samt et ønske om at reducere ekstraordinær volatilitet i kurserne ved lukningen.

Closing call er en auktion. Closing call indebærer, at alle ordrebøger (det vil sige alle aktier) overgår samtidigt til en pre-call periode. I denne periode skjules alle informationer om ordrebogen, og der kan indlægges nye ordrer eller fjernes ordrer. Auktionen løber i minimum 1 minut og 50 sekunder, hvor der i hele perioden kan indlægges og slettes ordrer. Ligevægtsprisen skal dog være uændret i de sidste 30 sekunder af auktionen, ellers forlænges denne, indtil der har været 30 sekunders stabilitet i ligevægtsprisen. Auktionen kan dog maksimalt forlænges med 30 sekunder. Derefter allokeres handler, hvor alle handler gennemføres på ligevægtsprisen. Ligevægtsprisen dannes på den kurs, hvor den største volumen kan handles. Hvis der ikke forekommer nogen handel under closing call, vil lukkekursen være identisk med den senest handlede kurs (som i dag). Closing call vil foregå mellem kl. 16.50 og 17.00, hvorefter handelssystemet lukkes.

Closing call blev også drøftet i Danmark i 2002. Børsmæglerforeningen ønskede på det tidspunkt at afvente erfaringerne fra Sverige og Norge før en endelig tilkendegivelse. Foreningens tøven skyldes først og fremmest, at closing call er beregnet til meget likvide markeder, da der ellers er en fare for, at denne kan trække likviditet fra perioder med kontinuerlig handel. Samtidig indebærer closing call-proceduren større risiko for mæglerne, idet en lang række lukkeordrer kan risikere ikke at blive gennemført, da det kun er den ligevægtspris, hvor den største volumen kan handles, som vil gælde. Mæglerne vil forventeligt stå med en række ordrer, som ikke bliver gennemført, fordi kurserne er forskellige fra ligevægtsprisen. Endelig har meget volatile lukkekurser ikke været et problem i Danmark.

Erfaringerne fra Sverige og Norge viste i efteråret 2004 en forbedret markedskvalitet. Samtidig var der et stigende ønske blandt Børsmæglerforeningens medlemmer om at følge europæisk og nordisk praksis på området. Der var dog enighed om, at man ønsker en "europæisk" closing call, hvor closing call suppleres med Euronext-faciliteten "Trading-at-last". Trading-at-last indebærer, at det er muligt at handle i en kort periode efter, at closing call-ligevægtsprisen er dannet. Handlerne kan i det tidsrum eksekveres til closing call-ligevægtsprisen. Formålet er sikre, at flest mulige lukkeordrer kan blive handlet. Københavns Fondsbørs er positivt indstillet over for ønsket, som søges koordineret i Norex-regi.

Nedsættelse af tick sizes

Som et led i harmoniseringsbestrebelse med Sverige og Norge nedsatte Københavns Fondsbørs før sommerferien 2004 tick size fra 50 øre til 25 øre på KFX-aktier i intervallet fra 50 kr. til 249,75 kr.

Tick sizes (eller kursspring) kan defineres som den mindste kursændring, der kan registreres. Hvis tick size fx er på 50 øre, så bevæger kursen sig i 50 øres intervaller. Tick size definerer således det mindste spread, det vil sige den mindst mulige forskel mellem købs- og salgsprisen.

I Børsmæglerforeningens dialog med Københavns Fondsbørs har foreningen lagt vægt på, at nedsættelsen af tick sizes kun skulle berøre de mest likvide aktier, da konsekvenserne ved lavere tick sizes er tvedelte: Ud fra en overordnet betragtning er der på den ene side incitament til at handle mere, da mindre tick sizes er ensbetydende med mindre kurshop, hvilket reducerer investorernes tabssandsynlighed og omkostninger. På den anden side er det branchens erfaringer, at dybden (volumen) falder i markedet ved mindre tick sizes, da der er mindre risikovillighed blandt såvel investorer som mæglerne. Den reducerede dybde

kan få betydelige konsekvenser, da det kan blive vanskeligt at "komme rundt i markedet", det vil sige dels at handle store ordrer i markedet, dels at de handlede ordrer kan medføre en større kurspåvirkning, end hvis dybden havde være større. Dette kan resultere i mindre likviditet i markedet, som kan ramme de mindre likvide aktier særlig hårdt.

Såvel erfaringer fra andre lande (fx Sverige og Norge) ved nedsættelse af tick sizes som litteraturen inden for området støtter også disse betragtninger. Fondsbørsens egne erfaringer fra efteråret 2004 af tick size-nedsættelsen viste da også et fald i dybden kombineret med mindre spreads.

Afnotering af selskaber

At blive afnoteret fra Fondsbørsen kan være en særdeles langvarig affære. Særligt hvis der er behov for tvangsindløsning. Derfor har Børsmæglerforeningen foreslået en forenkling af reglerne for tvangsindløsning.

Hvis et selskab anmoder om at blive afnoteret fra Københavns Fondsbørs, skal anmodningen efterkommes, med mindre Fondsbørsen finder, at sletningen ikke er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse. Det er op til Københavns Fondsbørs at foretage den konkrete vurdering.

I praksis har Fondsbørsen krævet, at der foreligger en generalforsamlingsbeslutning om sletning. Når spørgsmålet om sletning er behandlet på en generalforsamling, vil eventuelle indsigelser fra minoritetsaktionærer normalt være kommet frem, og KF har således et mere dækkende grundlag at vurdere anmodningen ud fra.

I den forbindelse er det Børsmæglerforeningens opfattelse, at minoritetshensyn i forbindelse med afnotering af selskaber er centrale, og indløsningstilbud er nødvendige, samt at 90 pct. grænsen i aktieselskabslovens § 20 b fungerer hensigtsmæssigt og er på linie med reglerne i andre lande.

Imidlertid har foreningen fremført ønske om, at myndighederne ser nærmere på processen, når aktionæren har opnået 90 pct. af stemmerne og skal tvangsindløse resten. Af aktieselskabslovens § 20 c fremgår det, at minoritetsaktionærerne - ved bekendtgørelse i Statstidende i det første nummer i det følgende kvartal med et varsel på mindst 3 måneder – skal opfordres til at overdrage aktierne til aktionæren i overensstemmelse med § 20 b. Er selskabets aktier omsætningspapirer, kan varslet dog ikke sættes til mindre end 6 måneder. Tvangsindløsningsprocessen bliver derved uhensigtsmæssig og unødvendigt langvarig. Børsmæglerforeningen har derfor foreslået, at varslet i aktieselskabslovens § 20 c nedsættes fra 6 til 3 måneder for omsætningspapirer, da bestemmelsen er et levn fra tiden med fysiske værdipapirer. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har været positivt stemt over for denne regelforenkling.

Fokus på mindre likvide aktier

Handelsmønsteret på verdens aktiemarkeder viser samme tendens, nemlig at handlen typisk koncentrerer sig i de store aktier – de såkaldte blue-chip aktier. Handlen i blue-chip aktierne tegner sig således for mellem 80-90 pct. For Danmarks vedkommende var andelen 88 pct. i 2003.

Der er flere gange søgt iværksat tiltag med det formål at få øget fokus på de mindre aktier. Senest har Fondsbørsen ønsket at få øget omsætningen af aktierne uden for KFX, SmallCap+ og MidCap+. I arbejdet har der været en tæt dialog med markedets aktører, heriblandt Børsmæglerforeningen. Grundlæggende er det foreningens opfattelse, at handelsmønsteret er meget vanskeligt at ændre, da investorerne ofte vil vælge kendte aktier med en vis likviditet. Ikke desto mindre er initiativet både forståeligt og ønskværdigt. Det skulle gerne være attraktivt at være børsnoteret – også for de mindre selskaber på børsen. Børsmæglerforeningen afventer derfor Fondsbørsens endelige forslag til, hvordan fokus på mindre, børsnoterede selskaber kan øges.

Clearing og settlement på MTSDk

I forbindelse med etableringen af en primary dealer-ordning på de danske statsobligationer i regi af Danmarks Nationalbank ultimo 2003 overgik engroshandlen med statsobligationer til den elektroniske handelsplatform MTSDk.

Ved implementering af MTSDk fremførte flere af de udenlandske medlemmer af MTSDk ønske om, at det blev muligt at afvikle handler indgået på MTSDk direkte fra depoter i de internationale værdipapircentraler Euroclear og Clearstream.

De danske deltagere støttede dette ønske under forudsætning af:

- at det ikke medførte en forringelse af den generelle afviklingsstabilitet i Værdipapircentralen
- at det ikke indebar nævneværdigt forøgede omkostninger for MTSDk-deltagerne
- at det ikke medførte en stor administrativ belastning hos deltagerne
- at der sikredes en fortsat effektiv afvikling af MTSDk-handler

MTSDk-handler, der involverer en deltager, som har depot i Værdipapircentralen, afvikles i Værdipapircentralen. Imødekommen af de udenlandske deltageres ønske ville indebære, at depoter i Euroclear og Clearstream skulle indgå direkte i afviklingen i Værdipapircentralen.

Det viste sig at være en større udfordring, da der ved handler i Euroclear og Clearstream kræves bruttodækning for, at de kan afvikles, mens der kun kræves dækning netto i Værdipapircentralen. Det forøger umiddelbart risikoen for, at afviklingen af handelskæder, der involverer udenlandske depoter, ikke vil blive afviklet, hvis ikke de udenlandske deltagere opretholder en betydelig afviklingsmæssig disciplin.

Efter tæt dialog med Nationalbanken, Euroclear, Clearstream og Værdipapircentralen lykkedes det imidlertid i 2004 at komme frem til en god løsning for markedet. Løsningen indebærer bl.a., at Nationalbanken påser, at deltagerne lever op til de krav, der stilles ved at deltage på MTSDk rent afviklingsmæssigt. Samtidigt styrkes linket mellem VP og Euroclear, så der bliver en stærkt forbedret mulighed for at få afviklet MTSDk-handler, der ikke er blevet afviklet i løbet af natten. Styrkelsen af linket med Euroclear, der blev implementeret den 17. januar 2005, er ligeledes også gavnlige for ikke-MTSDk-handler med modparter i Euroclear.

Initiativ vedr. manglende levering af værdipapirer

Den stigende internationalisering af det danske værdipapirmarked har medført, at omfanget af professionelle markedsaktører, der deltager i værdipapirafviklingen via en dansk bank, er steget betydeligt igennem de senere år. Med professionelle aktører menes for eksempel institutionelle investorer og udenlandske fondshandlere.

Disse professionelle markedsaktører er ikke-clearingdeltagere i Værdipapircentralen, ligesom andre private kunder ikke er det, da de ikke har indgået en tilslutningsaftale med Værdipapircentralen. Kravene til og rettighederne for disse "private professionelle" markedsaktører er således de samme som for enhver anden privat bankkunde.

Private professionelle deltagere i Værdipapircentralen er først pligtige at levere inden kl. 10.30 på valørdagen, hvilket giver en række afviklingsmæssige problemer. Det skyldes, at de private professionelle aktørers modparter i markedet typisk er clearingdeltagere og dermed har leveringspligt til kl. 18.00 dagen før valørdagen. Hvis en clearingdeltager derfor har aftalt et køb af værdipapirer fra en privat professionel aktør med henblik på videresalg med valør samme dag, så skal værdipapirerne sælges videre ½ døgn før modpartens leveringsfrist (kl. 10.30) over for dennes clearingdeltager.

Det har været undersøgt, om det er muligt at forpligtige private professionelle til at levere kl. 18.00 dagen før valørdagen. Det har ikke vist sig muligt, idet Værdipapircentralen ingen hjemmel har til at stille krav til private deltagere, da disse ikke er medlemmer af Værdipapircentralen.

Der er også en anden forskel mellem vilkårene for clearingdeltagere og ikke-clearingdeltagere. Hvis en clearingdeltager ikke har dækning for alle sine handler, får clearingdeltageren gennemført sine handler efter så-meget-som-muligt-skal-gennemføres-princippet. Har en ikke-clearingdeltager, fx en privat professionel, ikke dækning for alle sine handler, gennemføres derimod ingen af dem, da denne får afviklet sine handler efter alt-eller-intet-princippet. Problemet er søgt reduceret ved at give mulighed for, at private professionelle kan deltage på samme vilkår som clearingdeltagere. Ønskes muligheden udnyttet, skal den private professionelle deltager give tilladelse hertil.

Buy-in markedskonvention

I de senere år er omfanget af udenlandske aktører på det danske marked for værdipapirhandel steget betydeligt. Det er glædeligt, da det bidrager til at bevare en høj likviditet i markedet. Men det har også tydeliggjort, at det er en mere kompleks opgave at sikre et lige så højt omfang af rettidig levering over grænserne som ved de rent indenlandske handler.

Det mærkes derfor i stigende grad i markedet, at de udenlandske deltagere i højere grad har vanskeligt ved at leve op til den generelle leveringsstabilitet på over 98 pct. i markedet. Det gælder både for de udenlandske aktører, der deltager via en dansk fondshandler eller som fjermedlem af Københavns Fondsbørs.

Hvis der ikke iværksættes initiativer på linje med, hvad der er gældende på sammenlignelige markeder, kan den høje gennemførselsrate på det danske marked være truet på sigt, især hvis den positive tendens med et stigende omfang af udenlandske aktører på det danske marked fortsætter.

På baggrund heraf har Børsmæglerforeningen igangsat et udredningsarbejde med henblik på at undersøge mulighederne for først og fremmest at gøre det lettere for de danske købere at overholde deres efterfølgende leveringsforpligtelser, hvis den udenlandske sælger ikke leverer til tiden. Men løsningen vil kunne bruges af alle, og der vil dermed være tale om en generel forbedring af markedsvilkårene i Danmark.

Overvejelserne går konkret på, om afviklingsforløbet kan optimeres yderligere, så køber tidligst muligt bliver klar over, om en levering sker rettidigt. Endvidere undersøges det, om det vil være formålstjenligt at udarbejde en branchekutyme, der sikrer, at når en modpart ikke leverer inden et givent tidspunkt på valørdagen, så har den anden part ret til at foretage buy-in eller inddække sin position på anden vis og videresende sine omkostninger herved til modparten.

Det er hensigten at få afklaret problemstillingerne medio 2005. Eventuelle forslag til buy-in branchekutyme forventes i givet fald derfor ligeledes udarbejdet medio 2005.

REGULERING – NATIONALT OG EU

Nye markedsmisbrugsregler

Den 1. april 2005 træder en række nye regler om markedsmisbrug i kraft. Reglerne vedrører børsnoterede selskabers forpligtelse til at offentliggøre kursfølsomme oplysninger samt forbudet mod kursmanipulation og regler om intern viden. Reglerne bygger på et EU-direktiv om markedsmisbrug, som harmoniserer reglerne på området i EU.

Blandt de væsentligste nyheder i de danske regler om markedsmisbrug kan nævnes:

- Ændringer i insiderregisteret
- Insiderlister over udsteders ansatte, som har adgang til intern viden
- Værdipapirhandlere skal indberette mistænkelige transaktioner
- Udvidet forbud mod kursmanipulation
- Finanstilsynets adgang til at godkende accepteret markedspraksis
- Regler om aktietilbagekøb og stabilisering

Reglerne i direktivet om intern viden svarer til de gældende regler i Danmark og vil derfor ikke medføre ændrede regler på dette område.

Vedrørende kursmanipulation vil der fremover være tale om et bredere begreb, dels fordi misbrug af dominerende stilling i forbindelse med handel bliver forbudt, dels fordi der i loven er nævnt nogle eksempler på kursmanipulation, som lægger op til en højere grad af skøn fra Finanstilsynets side i sager om kursmanipulation.

De nye regler om kursmanipulation skal ses i sammenhæng med, at der fremover vil være en adgang for Finanstilsynet til at undtage handelspraksis (accepteret markedspraksis) fra forbudet. Foreningen har deltaget aktivt i arbejdet med at få identificeret relevant handelspraksis, som bør godkendes af Finanstilsynet, inden loven træder i kraft. Foreningen vil også i 2005 have fokus på dette arbejde.

Herudover vil der gælde en såkaldt "safe harbour-forordning" til forbudet mod handel med intern viden og kursmanipulation. Forordningen indeholder nogle snævre betingelser i relation til aktietilbagekøbsprogrammer og stabilisering, og man vil, såfremt man holder sig inden for betingelserne i forordningen, ikke kunne anklages for misbrug af intern viden eller kursmanipulation. Som nævnt er betingelserne i forordningen imidlertid meget snævre, hvilket - set med danske øjne - kan medføre, at forordningen reelt ikke vil blive brugt i synderligt omfang. Vedrørende reglerne om stabilisering vil de nye EU-regler kunne medføre, at der alene kan stabiliseres til under den salgskurs, som er anvendt ved udbuddet, hvilket efter vores opfattelse er en u hensigtsmæssig begrænsning i muligheden for stabilisering.

Børsmæglerforeningen har fulgt arbejdet med de danske regler om implementeringen af direktivet tæt. Vi har i processen navnlig givet udtryk for vores bekymring over de snævre rammer i "safe harbour-forordningen". Herudover har foreningen peget på, at reglerne om insiderlister ikke er operationelle og vil medføre væsentlige administrative byrder for såvel børsnoterede udstedere som for virksomheder, der udfører arbejde for disse udstedere.

Insiderlister – Lister, som udstedende selskaber skal føre over samtlige ansatte, der har adgang til intern viden om selskabet. Listerne skal også føres af virksomheder, som udfører arbejde på vegne af udstedende selskaber.

Insiderregister – Liste over personer hos udsteder, som skal indberette aktiehandler i det pågældende selskab. Fremover er det alene ledende medarbejdere, som skal indberette, men som noget nyt ved navns nævnelse.

Accepteret markedspraksis – Handelspraksis, som umiddelbart falder ind under forbudet mod kursmanipulation, men som undtages, fordi der er tale om en handelspraksis, der er accepteret i markedet.

Nye prospektregler

Fra den 1. juli 2005 vil der gælde nye regler for prospekter i Danmark. De ændrede regler skyldes det nye EU-prospektdirektiv, som har det overordnede formål at gøre det lettere at rejse kapital i EU. Dette skal bl.a. opnås ved det såkaldte "europæiske pas" for udstedere, hvilket betyder, at et prospekt alene skal godkendes af én myndighed i EU, selvom værdipapiret optages til handel i flere medlemslande.

De nye prospektregler vil i Danmark medføre to bekendtgørelser. Dels vil der gælde en bekendtgørelse med ens prospektregler for offentlige udbud over 2,5 mio. euro uden for og for udbud på børsen. Dels vil der komme en bekendtgørelse med prospektregler for offentlige udbud under 2,5 mio. euro uden for børsen. Den sidstnævnte bekendtgørelse vil indebære et såkaldt "light-regime" set i relation til udbud over 2,5 mio. euro, men forventes at svare til den nugældende Udbudsprospektbekendtgørelse.

Set med danske øjne vil prospektreglerne i det store hele ikke medføre væsentlige ændringer i kravene til selve indholdet af prospekterne. Derimod er grænsen for, hvornår der skal udarbejdes prospekter ved udbud uden for børsen lempet, således at der først er prospektpligt ved udbud til 100 personer til forskel fra i dag, hvor der er prospektpligt ved udbud til 10-15 personer.

Som noget nyt vil det være muligt at kategorisere visse fysiske personer og små og mellemstore virksomheder som særligt "kvalificerede investorer" på lige fod med traditionelle institutionelle virksomheder. Ved de udbud uden for børsen, som alene retter sig mod "kvalificerede investorer", skal der ikke udarbejdes prospekter. Små og mellemstore virksomheder samt fysiske personer skal godkendes af Finanstilsynet som "kvalificerede investorer" og vil herefter blive optaget i et register, som udbydere vil få adgang til.

HOVEDELEMENTERNE I EU-PROSPEKTDIREKTIVET

- Bedre oplysninger om værdipapirer, som udbydes i EU
 - Lettere adgang til at udbyde værdipapirer i et andet EU-land
 - Sprogordning, som ved visse udbud tillader prospekter på engelsk
 - Nyt format, som skal mindske det administrative arbejde med prospekter
 - Ensartede EU-regler om indholdet af prospektet
-

Direktiv om markeder for finansielle instrumenter (MiFID)

MiFID (tidligere kaldet investerings servicedirektivet) blev efter længere tids uenighed mellem Rådet, Parlamentet og Kommissionen vedtaget den 30. april 2004. Direktivets hovedformål er at skabe ens regler i EU for autorisation for værdipapirhandlere, investorbeskyttelse samt gennemsigtighed på værdipapirmarkederne. Desuden fastsættes der krav til autorisation og funktion af regulerede markeder og såkaldte multilaterale handelsfaciliteter (MTF'er), ligesom der er krav til kompetente myndigheder og disses samarbejde på tværs af grænserne. Reglerne i MiFID og de underliggende niveau 2-regler vil komme til at udgøre det reguleringsmæssige fundament i udviklingen af EU's kapitalmarkeder de næste mange år. De emner i MiFID, som har særlig interesse for Børsmæglerforeningen, fremgår af nedenstående boks.

MIFID REGULERER EN LANG RÆKKE FORHOLD, HVORAF DE VÆSENTLIGSTE ER FØLGENDE

- Etablering af en compliancefunktion og krav til medarbejderhandel
- Krav til håndtering af interessekonflikter, herunder krav til analyseaktivitet
- Regler om rådgivning og "kend-din-kunde-forpligtelsen"
- Regler om best execution
- Krav til førhandelsinformation for værdipapirhandlere (internalisation)
- Regler om indberetning og offentliggørelse af handler (efterhandelsinformation)

Implementeringen af MiFID vil indebære en del nyskabelser på det danske børsmarked og vil have karakter af en ny børsreform. Reglerne vil være langt mere detaljerede i forhold til den eksisterende danske reguleringspraksis, og værdipapirhandlerne vil dermed opleve en meget intens regulering.

Disse regler i MiFID skal fastsættes nærmere på niveau 2, og CESR har i 2004 haft en del forslag til udformning af niveau 2-regler i høring. CESR vil primo 2005 give sine anbefalinger til Kommissionen, som vil udstede regler på baggrund heraf. Børsmæglerforeningen har arbejdet tæt med en række andre brancheorganisationer i de nordiske lande samt UK om udformning af høringssvar til CESR's forslag til niveau 2-regler. For Børsmæglerforeningen har fokus især været på reglerne om førhandelsinformation og rådgivning/kend-din-kunde.

Førhandelsinformation

En systematisk internaliserer er defineret som en værdipapirhandler, der på en organiseret, løbende og systematisk basis udfører handler uden om et reguleret marked.

MiFID fastsætter i artikel 27, at en værdipapirhandler skal offentliggøre bindende priser (quotes) på likvide aktier, som de systematisk internaliserer. Direktivet forpligter en SI til løbende at offentliggøre quotes i normal åbningstid. SI kan imidlertid bestemme, hvilke investorer der skal have adgang til at handle på disse quotes. Der er dermed tale om en "tvungen" market maker-forpligtelse.

Direktivet indebærer, at SI'er alene skal stille priser op til "standard markedsstørrelse" (SMS). Fastsættelse af SMS er væsentlig, bl.a. fordi værdipapirhandlere, som alene handler over SMS, ikke bliver omfattet af artikel 27-forpligtelsen.

CESR er blevet anmodet om at fastsætte, hvad der kan anses for et likvidt marked for en individuel aktie i relation til artikel 27. Den metode, som vil blive anvendt til beregning heraf, og de parametre som vil blive lagt til grund for den endelige fastsættelse af, hvad der anses for et likvidt marked for en aktie i artikel 27's forstand, får betydning for, om danske aktier bliver omfattet af forpligtelsen.

De nye regler ventes primært at berøre de danske strakshandelssystemer, idet SI'er alene skal stille priser op til standard markedsstørrelse, hvorved engroshandlen ikke bliver omfattet. For Børs-mæglerforeningen er det væsentligt, at der fastsættes simple og operationelle kriterier, som ikke fratager værdipapirhandlerne et incitamentet til at stille op som market maker i henhold til artikel 27. Kriterierne bør være baseret på et EU-udgangspunkt.

Rådgivning og kend-din-kunde-bestemmelser

Bestemmelserne om rådgivning/kend-din-kunde indeholder en tredeling. Hvis en værdipapirhandler yder investeringsrådgivning eller porteføljepleje, skal værdipapirhandleren foretage en såkaldt "suitability test". Det vil sige, at der skal indhentes information om investorens kendskab til og erfaring med det relevante investeringsområde, investorens finansielle situation samt dennes investeringsmål.

Hvis en værdipapirhandler udøver anden investeringsservice, skal værdipapirhandleren foretage en såkaldt "appropriateness test". Der er således tale om en overordnet test, hvor værdipapirhandleren skal fastlægge investeringsparametre for investoren. Endelig bliver der adgang til at tilbyde såkaldt "execution only", dvs. handel uden nogen form for rådgivning.

Compliance, best execution, interessekonflikter og efterhandelsinformation

Direktivet forpligter ligeledes værdipapirhandlerne til at etablere en compliancefunktion. Direktivets regler om best execution vil indebære nyskabelser i forhold til gældende regler. Det skyldes især krav til udvælgelse af såkaldte "execution venues", som bl.a. dækker over børser, MTF'er, SI'er, samt løbende overvågning og evaluering af de former for eksekveringsmuligheder, som værdipapirhandleren benytter sig af. Værdipapirhandlerne vil desuden opleve en mere detaljeret regulering af håndteringen af interessekonflikter, ligesom der vil være nye krav for så vidt angår indberetning af udenlandske værdipapirer.

Det videre forløb

Det er Børs-mæglerforeningens opfattelse, at CESR's anbefaling til udformning af niveau 2-regler ofte er for detaljerede og stiller en lang række krav til værdipapirhandlernes organisatoriske indretning. Reglerne bør i højere grad give mulighed for forskelle i markedernes og værdipapirhandlernes opbygning og forretningsmodeller.

Ikrafttrædelsesdatoen for direktivet og niveau 2-reglerne er 30. april 2006. Der har fra alle sider været et stort pres på Kommissionen for at udskyde implementeringsfristen for MiFID med 1 år, det vil sige til 30. april 2007.

Transparensdirektivet – nye regler om gennemsigtighed

EU-direktivet om børsnoterede selskabers oplysningsforpligtelser - det såkaldte Transparensdirektiv - blev endeligt vedtaget den 11. maj 2004. Direktivet ensretter reglerne i EU om, hvilke oplysninger børsnoterede selskaber skal afgive.

Direktivet indeholder i hovedtræk regler om:

- Offentliggørelse af årsrapporter
- Offentliggørelse af halvårsrapporter
- Offentliggørelse af kvartalsmeddelelser
- Flagningsregler for storaktionærer

Direktivet er et rammedirektiv, der indeholder de overordnede regler om udsteders oplysningsforpligtelser. De overordnede regler skal udfyldes af mere tekniske regler – svarende til de danske bekendtgørelser. Arbejdet med de udfyldende regler er i øjeblikket i gang i EU, hvor CESR i skrivende stund har teten.

Børsmæglerforeningen har afgivet bemærkninger til CESR's første udspil til udfyldende regler. Foreningens høringssvar afspejlede ønsket om et system, som gør det muligt at bibeholde de nuværende systemer for udbredelse af regulerede informationer via Fondsbørsen. Herudover peges generelt på, at det er væsentligt, at reglerne rammer den rette balance mellem hensynet til et effektivt værdipapirmarked og hensynet til investorers adgang til oplysninger.

Direktivet og de udfyldende regler skal træde i kraft i Danmark senest 20. januar 2007. Foreningen vil følge Finanstilsynets arbejde med de danske regler på området.

HOVEDELEMENTERNE I CESR'S FØRSTE UDSPIL TIL UDFYLDENDE REGLER

- Udsteders forpligtelse til at udbrede regulerede oplysninger i hele EU
 - Etablering af en elektronisk mekanisme til lagring af regulerede informationer
 - Etablering af et elektronisk netværkssystem mellem relevante myndigheder og mellem de respektive lagringsmekanismer i EU (vedrører primært myndighederne i EU)
-

CESR VIL I 2005 ARBEJDE MED UDFYLDENDE REGLER TIL REGLERNE I DIREKTIVET OM

- Flagning af større aktiebesiddelser
 - Udarbejdelse af halvårsrapporter
 - Ækivalens mellem direktivets og tredjelandes oplysningskrav
 - Administrative elementer vedrørende udsteders valg af 'hjemland'
-

Direktiv om overtagelsestilbud

EU-Kommissionens kontroversielle direktivforslag om overtagelsestilbud blev vedtaget den 21. april 2004 og skal være implementeret i medlemsstaterne senest den 20. maj 2006.

Det første direktivforslag, som blev fremsat af EU-Kommissionen den 2. oktober 2002, indeholdt et indgreb i de eksisterende selskabsstrukturer og i aftalefriheden, idet man foreslog, at eksisterende vedtægtsbestemmelser om stemmeretsbegrænsninger, ejerlofter mv. skulle tilsidesættes, hvis der blev fremsat et overtagelsestilbud (artikel 11). Endvidere blev ledelsen i selskabet pålagt at afstå fra at foretage defensive foranstaltninger, hvis der ikke forinden var indhentet en forhåndsgodkendelse fra generalforsamlingen (artikel 9).

Under de intensive forhandlinger om direktivforslaget var der på europæisk plan mange modsatrettede hensyn, som skulle varetages, og mange ændringsforslag blev fremsat. Fra dansk side var der et markant ønske om at få ændret direktivforslagets artikel 9 og 11.

Forhandlingerne i EU endte med et kompromisforslag, der gjorde anvendelsen af artikel 9 og 11 til en option. Medlemsstaterne kan vælge, om selskaber med hjemsted i det pågældende land som hovedregel skal være omfattet af artikel 9 og 11 eller ej. Hvis et selskab måtte ønske at fravige hovedreglen i det pågældende land, kan der individuelt træffes beslutning herom på selskabets generalforsamling. For at et selskab kunne påberåbe sig reglerne ved et overtagelsesforsøg på et andet selskab, stilles det dog som krav, at det overtagende selskab selv ifølge dets vedtægter er omfattet af artikel 9 og 11.

Det forventes, at de danske myndigheder vil vælge en model, hvor selskaberne som hovedregel ikke er omfattet af artikel 9 og 11, men kan vælge at være det.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen og Finanstilsynet har påbegyndt udarbejdelsen af et lovudkast til implementering af direktivet, og det forventes, at dette vil blive sendt i høring i foråret 2005.

SKATTEFORHOLD

Aktieavancer

Skatteminister Kristian Jensen lovede under valgkampen, at problemerne i aktieavancebeskatningen skal løses i den nye regeringsperiode. I regeringsgrundlaget "Nye mål", som blev fremlagt den 17. februar 2005, hedder det: "Reglerne for beskatning af aktieavancer er fra 1993. De er meget komplicerede, bl.a. på grund af den såkaldte 100.000 kr.'s-grænse, hvor beholdninger mindre end grænsen er skattefrie, mens beholdninger større end grænsen beskattes. Regeringen vil derfor fremsætte forslag til en forenkling af aktieavancebeskatningen. Der vil blive indført en overgangsordning, således at der ikke vil blive ændret i skattevilkårene for eksisterende beholdninger under skattegrænsen."

Den regelforenkling ser vi frem til i Børsmæglerforeningen, og vi vil arbejde for, at fokus ikke fjernes fra dette område, før forenklingen er på plads.

De gældende regler er urimeligt komplicerede til skade for den enkelte investor og et vel fungerende kapitalmarked. Det burde således være en klar målsætning, at skattereglerne ikke i helt unødvendigt omfang griber forstyrrende ind i en vigtig funktion som tilførsel og allokering af risikovillig kapital til erhvervslivet og i ejerstrukturen heraf. Alene derfor er det vigtigt, at skattereglerne er så simple som muligt og ikke komplicerer tingene yderligere ved at inddrage faktorer som længden af ejertid eller beholdningens størrelse - treårsreglen og 100.000 kr.'s-grænsen skal derfor væk. Dermed undgås også skadelige indlåsnings-effekter og dispositioner fra investorers side, der alene er begrundet i skatteregler og ikke-investeringsmæssige overvejelser.

Hedgeforeninger

I regi af Finanstilsynet er der udarbejdet en juridisk platform for etableringen af hedgeforeninger i Danmark, som blev fremsat som lovforslag kort før folketingsvalget i februar 2005.

Sideløbende hermed har Skatteministeriet udarbejdet et skatteregelsæt for foreningerne på baggrund af drøftelser med den finansielle sektor, herunder bl.a. Børsmæglerforeningen.

I forslaget lægges der op til et regelsæt, hvorefter hedgeforeninger bliver skattefrie og akkumulerende med en lagerbeskatning af investor. For en privat investor vil tab og gevinst være kapitalindkomst.

Dermed lever regelsættet op til de væsentligste ønsker fra Børsmæglerforeningens side, nemlig en nettoopgørelse af afkastet fra foreningen samt rimelige muligheder for investor til at kunne fratække tab. På den baggrund har Børsmæglerforeningen udtrykt tilfredshed med forslaget.

Strukturerede obligationer

I lovudkastet vedrørende hedgeforeningerne lægges der imidlertid også op til en skærpelse af beskatningen af obligationer, hvor fordringen – hovedstol og/eller renten – er variabel. Obligationer, som ofte også benævnes "strukturerede" obligationer. Efter forslaget skal disse obligationer fremover beskattes som finansielle kontrakter. Dette er i modsætning til i dag, hvor beskatningen sker efter de almindelige principper for obligationer.

Børsmæglerforeningen er forundret over, at der peges på et regelsæt – beskatning af finansielle kontrakter – der er dårlige erfaringer med i praksis. Vedtages forslaget, er det Børsmæglerforeningens vurdering, at markedet for strukturerede obligationer i altovervejende grad vil forsvinde.

Som baggrund for forslaget anføres bl.a., at den foreslåede lagerbeskatning af hedgeforeninger vil kunne omgås ved at "indpakke" foreningerne i strukturerede obligationer. En sådan obligation er efter gældende regler realisationsbeskattet (dog undtaget obligationer, som opfylder mindsterenten). Avancer beskattes derved først ved salg. Dette er i modsætning til hedgeforeninger, hvor værdisving løbende beskattes ved opgørelse efter lagerprincippet. Ministeriets frygt er øjensynligt, at hvis realisationsbeskatningen opretholdes for disse obligationer, vil obligationerne fremover blive anvendt med det formål at udskyde skatten.

Det er Børsmæglerforeningens vurdering, at begrundelsen for forslaget er noget spinkel. Særligt mangler der en begrundelse for, hvorfor der skulle være behov for at lagerbeskatte strukturerede obligationer med fx aktier som underliggende aktiv – en direkte investering i aktier vil for almindelige investorer være realisationsbeskattet.

Børsmæglerforeningen vil derfor fortsat arbejde for, at beskatning af strukturerede obligationer ændres så lidt som muligt med henblik på at undgå, at dette produkt rammes af u hensigtsmæssige skatteregler.

Aktielån

Børsmæglerforeningen har igennem længere tid forsøgt at få afklaret skattereglerne for aktielån ved forespørgsler til Ligningsrådet og Landsskatteretten. Udfaldet heraf har imidlertid ikke været gunstigt, og derfor er mulighederne for et egentligt regelsæt på området også blevet drøftet med Skatteministeriet.

I starten af 2004 offentliggjorde Skatteministeriet et omfattende arbejdsnotat om de problemstillinger, som skal overvejes ved en skattemæssig regulering af aktielån. Notatet er efterfølgende blevet drøftet på et møde med repræsentanter fra den finansielle sektor, herunder Børsmæglerforeningen.

Imidlertid ser det ud til, at man i ministeriet holder en pause med lovgivningsarbejdet på dette område. Børsmæglerforeningen skal derfor opfordre til, at arbejdet med at få etableret et skatteregelsæt for aktielån bliver opprioriteret, så det ikke er skatteregler, som bremser brugen af aktielån i Danmark.

Derivater

Det er ingen hemmelighed, at den gældende beskatning af finansielle kontrakter ikke virker befordrende 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 for nogen.

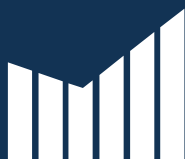
Med udformningen af det nuværende skattesystem – herunder opdeling af afkast i aktieindkomst og kapitalindkomst – er det imidlertid svært at pege på ændringer, som vil give en mere hensigtsmæssig beskatning set fra investors synspunkt, men som også samtidig passer fornuftigt ind i det gældende skattesystem.

Dette peger i retning af et behov for at se samlet på beskatningen af værdipapirer og overveje, om ikke det er på tide med nogle mere gennemgribende ændringer. De forskellige regelsæt har mange år på bagen og er et stort kludetæppe af skattetekniske lappeløsninger og knopskud, som efterhånden kun ganske få kan overskue.

MEDLEMSFORTEGNELSE, BESTYRELSE, SEKRETARIAT, UDVALG OG EKSTERN REPRÆSENTATION

BØRSMÆGLERFORENINGEN	Executive Director Michael Watson Nordea Bank Danmark	Head of Trading John Lauritsen Carnegie
Medlemmer		
ABN AMRO Bank		
Alfred Berg Bank	Adm. direktør Carsten Heinild	Aktie- og analysechef
Alm. Brand Børs	Alfred Berg Bank	Per Hillebrandt
Amagerbanken		Handelsbanken
Arbejdernes Landsbank	Adm. direktør	
Carnegie Bank	Torben von Lowzow	Managing director
Danske Bank	HSH Gudme Bank	Marlene Nørgaard
Enskilda Securities		HSH Gudme Bank
Fionia Bank	Sekretariatet	
HSH Gudme Bank	Vicedirektør	Obligationsudvalget
Jyske Bank	Klaus Willerslev-Olsen	Fixed income
HSH Nordbank		Niels Jacobsgaard
Nordea Bank Danmark	Afdelingschef Søren Gade	Carnegie Bank
Nykredit Bank		
S E B Merchant Banking	Interne udvalg	Chief Dealer Jan Heindorff
Spar Nord Bank	Aktieudvalget	Danske Bank
Handelsbanken Midtbank	Aktiechef Torben Bovien	
Sydbank	Nykredit Bank	Specialkonsulent Thomas Anker
Associeret medlem	Kunderådgiver Marianne Dich	Danmarks Nationalbank
Danmarks Nationalbank	Jyske Bank	Market Maker Domestic Sales
Bestyrelsen	Head of Equities Peter Kubicki	Rene Jæger Nielsen
Bankdirektør	Enskilda Securities	S E B
Kim Duus (formand)		
Nykredit Bank	Head of Trading Anders Rygaard Rasmussen	Funktionsleder Allan Rank Jensen
Direktør Henrik Normann	Nordea Bank Danmark	Jyske Bank
Danske Bank		
Afdelingsdirektør	Afdelingsdirektør Kim Lillose	Dealer Andrej Makar
Peter F. Andersen	Danske Bank	HSH Nordbank AG
Jyske Bank	Head of Trading Søren Førgaard	Obligationschef Lars Rolighed
Adm. dir. Niels Olsen	Alfred Berg Bank	Spar Nord Bank
Carnegie Bank		
Vicedirektør	Afdelingsdirektør	Afdelingsdirektør
Kaj Østergaard Mortensen	Jørn Jakobsen	Søren Kjeldsgaard
Fionia Bank	Sydbank	Nykredit Bank

Senior director Lars Riis-Kofoed Nordea Bank Danmark	REPRÆSENTATION I EKSTERNE UDVALG	Fondsrådet Valgperiode 1. januar 2005 – 31. december 2008
Obligationschef Erik G. Hansen Fionia Bank	Erhvervs- og Byggestyrelsen Danmarks Erhvervsråd Valgperiode november 2002 – november 2005 Direktør Jørgen A. Horwitz Finansrådet	Bankdirektør Kim Duus Nykredit Bank Suppleanter: Vicedirektør Kaj Østergaard Mortensen Fionia Bank
Afdelingschef Svend Pedersen Sydbank	Tekniske handelshindringer i EU (Støvsugerbanden) Kontorchef Jane Emke Forsikring & Pension	Sagkyndigt medlem af Sø- og Handelsretten Beskikket indtil 31. december 2007 Direktør Per Skovsted
Trader in Bonds Per Hansen ABN AMRO Bank	Københavns Fondsbørs Aktieudvalget Head of Equities Peter Kubicki Enskilda Securities	
Investment Banking udvalget Adm. direktør Carsten Heinild Alfred Berg Bank		
Managing director Oscar Mosgaard Carnegie Bank	Afdelingschef Søren Gade Børsmæglerforeningen	
Adm. direktør Torben von Lowcow HSH Gudme Bank	Obligationsudvalget Head of fixed income Rolf Kofod S E B	
Global head of Corporate Finance Jens Peter Toft Danske Bank	Chief dealer Jan Heindorff Danske Bank	
Head of corporate finance Jens Lauritzen Nordea Bank Danmark	Værdipapircentralen Kundeforum Afdelingsdirektør Peter F. Andersen Jyske Bank	
Direktør Arne Due-Hansen Enskilda Securities	Direktør Niels Olsen Carnegie Bank	
Områdedirektør Niels Erik Jakobsen Jyske Bank		



DEN DANSKE BØRSMÆGLERFORENING

Finansrådets Hus

Amaliegade 7

1256 København K

telefon 3332 7411

www.dbmf.dk