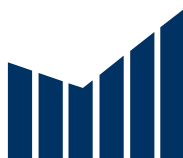


Årsberetning 2003



Årsberetning 2003



DEN DANSKE BØRSMÆGLERFORENING

INDHOLD

	Formandens forord	4
KAPITEL 1	Udvikling og initiativer på den danske markedsplads	7
	1.1. Nyskabelser på statsobligationsmarkedet	7
	Introduktion	7
	Delmarked for handel med statsobligationer	8
	Primary dealer ordning og etablering af en elektronisk handelsplatform	8
	Ændring af offentliggørelsestidspunktet:	10
	1.2. Market maker ordning i realkreditobligationer	10
	1.3. Initiativer vedrørende aktiemarkedet	12
	SmallCap+ og MidCap+ segmenter på aktiemarkedet	12
	1.4. Udvikling af derivatmarkedet	12
	1.5. Hedge fonde	14
	1.6. Clearing og afvikling	16
	Faldne handler og arbejdet med at ændre stillingen for "private professionelle"	16
KAPITEL 2	Skatteforhold	19
	2.1. Aktieavancebeskatning - hvor blev forenklingen af?	19
	2.2. Beskatning af aktielån	19
	2.3. Beskatning af hedge fonde	20
	2.4. Objektivisering af ligningslovens § 16 b - selskabers tilbagekøb af egne aktier	21
KAPITEL 3	Offentlig regulering	23
	3.1. Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder	23
	Regler om god skik	23
KAPITEL 4	EU-regulering	25
	4.1. Den finansielle handlingsplan (FSAP)	25
	4.2. Direktiv om finansielle instrumenter	26
	Førhandelsinformation	27
	Rådgivning og kend-din-kunde bestemmelser	27
	4.3. Markedsmisbrugsdirektivet	28
	4.4. Prospektdirektivet	28
	4.5. Transparensdirektivet	29
	4.6. Take-over-direktivet	30
KAPITEL 5	Interessekonflikter - international trend i regulering	35
KAPITEL 6	Elektronisk handel med obligationer	39
	Elektroniske handelspladser vinder terræn	39
	Elektronisk handel i obligationer i dansk perspektiv	41
KAPITEL 7	Medlemsfortegnelse, bestyrelse, sekretariat, udvalg og ekstern repræsentation	43

FORMANDENS FORORD

Aktiemarkedet formede sig i 2003 mere positivt, end stemningen ved årets begyndelse gav anledning til at håbe på. Også aktivitetsniveauet inden for corporate finance området viste tegn på vækst om end fra et meget lavt niveau, mens aktiviteten på obligationsmarkedet i lighed med det foregående år lå på et højt niveau. Ud fra en markedsbetragtning er der grund til en vis optimisme om en frugtbar udvikling på kapitalmarkedet til gavn for samfundsøkonomien. En optimal udnyttelse af kapitalmarkedets potentiale forudsætter at love og regler er ordentligt udformet, ligesom det er vigtigt at infrastrukturen til stadighed udvikles. I 2003 er der sket fremskridt på visse områder.

På det danske statsobligationsmarked blev der i 2003 etableret en primary dealer ordning og elektronisk handel samt market making på danske statsobligationer via det internationale handelssystem MTS. Det har resulteret i, at den danske markedsplads er kommet på højde med de øvrige markedspladser i Europa – herunder også med hensyn til markedsgennemsigtighed.

Børsmæglerforeningen glæder sig også over, at de relevante myndigheder har taget bolden med hensyn til udarbejdelse af lovgivning for hedge fonde, således at der skabes reelle muligheder for etablering af danske hedge fonde for såvel danske som udenlandske investorer. Hedge fonde er en attraktiv aktivklasse for investorerne, der sikrer en mere effektiv prisdannelse på værdipapirer, idet de ofte anvender short selling og derivater for at opnå den tilsigtede profil for afkast og risikospredning.

Desværre blev 2003 (heller) ikke året, hvor vi kunne glædes over nye, velfungerende aktieavancebeskatningsregler for den private investor. Det kan ikke understreges nok, at de komplicerede regler ikke er i samfundets interesse, da de hæmmer udviklingen af et velfungerende aktiemarked. Det er heller ikke til gavn for prisfastsættelsen, at skattemæssige betragtninger ofte viser sig mindst lige så afgørende

for investorens investeringsovervejelser som vurdering af en given aktie. Dertil kommer, at regeringen har efterlyst et bedre flow af risikovillig kapital til virksomhederne. Et velfungerende aktiemarked har som bekendt to væsentlige funktioner. Virksomhederne henter risikovillig kapital hos investorerne ved udstedelse af aktier, og investorernes efterfølgende handel skaber prisfastsættelse af disse aktier. Er aktiemarkedet ikke velfungerende, forringes prisfastsættelsen og dermed likviditeten, hvilket indebærer fordyrelse af prisen på kapital til skade for virksomhederne.

På det seneste er der kommet positive signaler fra statsministeren om, at skattestopet ikke bør stå i vejen for en ændring af aktieavancebeskatningsreglerne. Det bør det heller ikke gøre, og vi ser frem til, at den erkendelse bliver udmøntet i handling.

Vedrørende den skattemæssige regulering af aktielån håber vi også på et gennembrud. Aktielån er et vigtigt instrument i udviklingen af aktiemarkedet, idet et velfungerende aktielånemarked er en af forudsætningerne for brug af derivater, som stimulerer likviditeten i aktiemarkedet. Børsmæglerforeningen kan med fortrøstning konstatere, at Skatteministeriet på nuværende tidspunkt arbejder med et forslag til lovregulering af skattereglerne for aktielån.

Niels Roth



Udvikling og initiativer på den danske markedsplads

Nyskabelser på statsobligationsmarkedet

Market maker ordning i realkreditobligationer

Initiativer vedrørende aktiemarkedet

Udvikling af derivatmarkedet

Hedge fonde

Clearing og afvikling

UDVIKLING OG INITIATIVER PÅ DEN DANSKE MARKEDSPLADS

1.1. Nyskabelser på statsobligationsmarkedet

Introduktion

Slutningen af 2003 bød på en række markante initiativer på det danske statsobligationsmarked. Initiativerne vedrører både engros- og detailmarkedet, og formålet er at skabe et velfungerende, effektivt og likvidt statsobligationsmarked. Initiativerne er et resultat af en længere periodes drøftelser mellem Nationalbanken, Børsmæglerforeningen og Københavns Fondsbørs.

Boks 1 NYE INITIATIVER PÅ STATSOBLIGATIONSMARKEDET

1. Etablering af nyt delmarked for handel med statsobligationer på Fondsbørsens handelssystem SAXESS rettet mod blandt andet private investorer og andre aktører. Det nye delmarked er suppleret med en prisstillerordning.
2. Etablering af en primary dealer ordning, elektronisk handel og market making på danske statsobligationer på det internationale handelssystem MTS.
3. Forsinket offentliggørelse af off-exchange engroshandler.

Det nye delmarked for handel med statsobligationer har først og fremmest medført, at markedsdeltagerne på detailmarkedet handler på principielt samme måde som engrosmarkedet i form af fuld førhandelsinformation og kontinuerligt handelsbare priser. I løbet af de første måneder har det således kunnet konstateres, at der er handelsbare priser i over 99 pct. af åbningstiden.

Etableringen af en primary dealer ordning, elektronisk handel og market making på danske obligationer har resulteret i, at den danske markedsplads er kommet på højde med de øvrige markedspladser i Europa. Samtidig har etableringen medført et fortsat stærkt commitment til den danske markedsplads, som er blevet yderligere forstærket med deltagelse af udenlandske primary dealers. Den gennemsnitlige daglige omsætning beløber sig på nuværende tidspunkt til godt 4 mia. DKK. På www.mtsdenmark.com findes en præsentation af systemet, og der er adgang til dels prisinformation (15 minutter forsinket), dels oversigt over foregående handelsdags omsætning.

I det følgende er indholdet af ændringerne skitseret.

Delmarked for handel med statsobligationer

Det nye delmarked for handel med statsobligationer, som blev etableret den 1. december 2003, indeholder ny handelsfunktionalitet suppleret med en prisstillerordning.

Handelsfunktionaliteten er automatisk match, det vil sige, at to modsatrettede ordrer automatisk bliver sammenført, hvis de har matchende priser. Samtidig er der mulighed for automatisk ordrefremidling, og endelig er delmarkedet suppleret med likviditet og handelsbare priser i kraft af en prisstillerordning. Det nye delmarked har dermed flere lighedspunkter med delmarkedet for aktier.

Selve prisstillerordningen bygger på aftaler mellem Nationalbanken og de enkelte prisstillere (medlemmer af Fondsbørsen), hvor prisstillerne forpligter sig til at stille bud- og udbudspriser i et aftalt antal statsobligationer til et aftalt maksimalt beløb og maksimalt spread igennem handelsdagen (kl. 9-16.30) på Københavns Fondsbørs. De enkelte prisstillere stiller løbende likviditet (3 mio. kr.) til rådighed for markedet. Prisstillerordningen har 6 deltagere, hvorfor der er en minimumslikviditet på 18 mio. kr. i hver fondskode. De 6 deltagere er Amtssparekassen Fyn, Danske Bank, Jyske Bank, Nordea Bank, Nykredit Bank og Sydbank.

På det nye delmarked opdaterer en handelspoststørrelse på 1.000 DKK bedste bud og udbud og er således også bestemmende for kurserne på de pågældende obligationer i bankernes strakshandelssystemer.

Delmarkedet er åbent for alle medlemmer af Københavns Fondsbørs.

Boks 2 NYT DELMARKED FOR HANDEL MED STATSOBLIGATIONER

Det nye delmarked for statsobligationer har følgende karakteristika:

- automatisk sammenføring af ordrer
- mulighed for automatisk ordrefremidling
- kontinuerligt handelsbare priser igennem hele handelsdagen (kl. 9-16.30)
- mere og bedre førhandelsinformation
- høj gennemsigtighed i form af fuld adgang til førhandels- og efterhandelsinformation
- automatisk sammenføring af alle beløb fra 0,01 kr. til 3 mio. kr.

Øvrige obligationer, herunder realkreditobligationerne, handles fortsat på det ordinære delmarked.

Primary dealer ordning og etablering af en elektronisk handelsplatform

I november 2003 blev der etableret en primary dealer ordning og elektronisk handel og market making på engrosmarkedet for danske statsobligationer på det internationale handelssystem MTS (MTSDk).

Indtil da eksisterede der en market maker ordning for danske statsobligationer "On Request" i regi af Børsmæglerforeningen. Ordningen har haft en række lighedspunkter med et egentligt primary dealer system, men har været bygget op om telefonbaseret market making med deltagelse af 8 market makere.

Overvejelserne om etablering af en dansk primary dealer ordning er ikke af ny dato. I de drøftelser, som har fundet sted hen over de seneste to år, har etableringen af en dansk primary dealer ordning og etablering af en elektronisk handelsplatform været hinandens forudsætning. I korte træk kan en primary dealer ordning beskrives som en ordning, hvor „primary dealer” er finansielle institutioner, som efter aftale med udsteder (her Statsgældsforvaltningen i Nationalbanken) forpligter sig til at deltage i afsætningen og omsætningen af statspapirer mod at få visse rettigheder eller direkte betaling. Den danske primary dealer ordning ligger på linie med ordninger i andre lande.

Primary dealer ordningen på danske statsobligationer har 13 deltagere bestående af ABN AMRO, Amtssparekassen Fyn, Barclays, Danske Bank, Deutsche Bank, HSH Nordbank, JP Morgan, Morgan Stanley, Nordea Bank, Nykredit Bank, SE Banken, Svenska Handelsbanken og Sydbank.

Boks 3 PRIMARY DEALER ORDNING OG ELEKTRONISK HANDEL MED DANSKE STATSOBLIGATIONER

Initiativerne på engrosmarkedet har følgende karakteristika:

- primary dealer ordning som på øvrige europæiske obligationsmarkeder
- handel på samme systemplatform, som benyttes af de øvrige europæiske engros-obligationsmarkeder
- forsinket offentliggørelse af off-exchange handler (se nedenfor)
- kontinuerligt handelsbare priser i løbet af handelsdagen
- flere udenlandske deltagere
- off-exchange handler indberettes fortsat efter 5 minutter
- stor gennemsigtighed i prisdannelsen på engros-markedet
- investorer m.fl. har mulighed for køb af realtidsinformation fra MTSDk
- adgang til forsinket (15. min.) handelsinformation på MTSDk's hjemmeside (www.mtsdenmark.com)
- fortsat adgang til efterhandelsinformation efter lukketid.

Det skal bemærkes, at der fortsat vil være etableret en market maker ordning i realkreditobligationer i regi af Børsmæglerforeningen.

Ændring af offentliggørelsestidspunktet

Fra den 1. december 2003 er det ligeledes blevet muligt at forsinke offentliggørelsen af off-exchange engroshandler på statsobligationer (handler større end 3 mio. DKK) til handelsdagens slutning. Markedet vil således ikke have adgang til efterhandelsinformation for off-exchange engroshandler i statsobligationer før efter handelsdagens slutning. Myndighederne har dog fortsat samme mulighed for at overvåge markedet som hidtil, idet off-exchange handler, herunder handler på MTS-plattformen, stadig skal indberettes inden 5 minutter. Ligeledes vil markedet have adgang til efterhandelsinformationen efter lukketid.

De danske regler om offentliggørelse af efterhandelsinformation har i en længere årrække været vidtgående i forhold til andre lande, og med ændringen er der tale om en vis tilpasning til andre markeder. Ifølge Fondsbørsens daværende regelsæt skulle off-exchange handler (og dermed handler indgået på MTSDk) indberettes inden 5 minutter og *umiddelbart herefter* offentliggøres (dog mulighed for forsinkelse på 20 minutter for blokhandler over 200 mio. DKK). Reglerne om offentliggørelsen berører alene medlemmer af Fondsbørsen.

Branchen havde forud for ændringerne efterlyst regler på linje med andre lande. Baggrunden er især, at igennem de senere år er kundehandlerne beløbsmæssigt blevet stadigt større. Således ville en primary dealer - som er medlem af Fondsbørsen - ikke altid umiddelbart kunne handle sig på plads i markedet. Kravet om indberetning og umiddelbar offentliggørelse ville hurtigt afsløre store kundeordrer, hvorefter en "tilpasning" af markedspriserne ville finde sted. En (udenlandsk) primary dealer, som ikke er medlem af Fondsbørsen og dermed ikke underlagt det danske regelsæt, skal alene indberette til hjemlandet og er således underlagt hjemlandets - typisk mindre restriktive - krav om offentliggørelse.

1.2. Market maker ordning i realkreditobligationer

Market maker ordningerne i "Quote on Request" for stats- og realkreditobligationer i Børsmæglerforeningen har i 2003 undergået en række ændringer.

Efter etablering af en primary dealer ordning i danske statsobligationer i regi af Danmarks Nationalbank er market maker ordningen i danske statsobligationer blevet nedlagt. Tidligere traf Børsmæglerforeningens obligationsudvalg beslutning vedrørende valg af den 2-, 5- og 10-årige benchmarkobligation. Disse beslutninger træffes nu i primary dealer ordningen.

Herefter er alene danske realkreditobligationer omfattet af Børsmæglerforeningens market maker ordning "Quote on Request". I market maker ordningen er der på nuværende tidspunkt 14 realkreditobligationer og 9 deltagere.

Boks 4 MARKET MAKER ORDNINGEN FOR REALKREDITOBLIGATIONER

Realkreditobligationer omfattet af market maker ordningen

5% 2019	6% 2016	7% 2029
5% 2025	6% 2019	7% 2032
5% 2029	6% 2022	
5% 2032	6% 2026	
5% 2035	6% 2029	
	6% 2032	
	6% 2035	

Deltagere i ordningen

ABN AMRO Bank – Copenhagen Branch	Nykredit Bank A/S
Carnegie Bank A/S	SEB Merchant Banking
Danske Bank	Spar Nord Bank A/S
A/S Jyske Bank	Sydbank A/S
Nordea	

Market maker ordningen på realkreditobligationer er ligeledes blevet revideret/moderniseret. Hidtil har market maker ordningerne i realkreditobligationer alene taget udgangspunkt i enhedsobligationsprincippet, hvilket medfører, at alle fondskoder i en serie er blevet prisfastsat under ét. Fremover vil market maker ordningerne i 6 pct. og 7 pct. enhedsrealkreditobligationer blive suppleret med en fondskodespecifik ordning, hvor de enkelte market makere har mulighed for at tilmelde sig. Ligeledes er det blevet besluttet at indføre kriterier vedrørende den cirkulerende mængde i de enkelte fondskoder. Endelig vil alle fondskoder, hvor den cirkulerende mængde er under 1,5 mia. kr., ikke indgå i market maker ordningerne, og der er ligeledes mulighed for, at fondskoder med en cirkulerende mængde mellem 1,5 og 3 mia. kr. kan udgå af ordningerne. Kriterierne for cirkulerende mængde er blevet indført af hensyn til at sikre en fornuftig likviditet i market maker papirerne.

Optagelse af realkreditobligationer i Børsmæglerforeningens market maker ordning "Quote on Request" besluttet af foreningens obligationsudvalg.

1.3. Initiativer vedrørende aktiemarkedet

Konsolideringstendensen på børsmarkedene og konkurrencen om at tiltrække investorer og selskaber til lokale markedspladser indebærer, at det danske aktiemarked, herunder Københavns Fondsbørs, står over for en række udfordringer. I de senere år har der været en klar tendens til, at institutionelle investorer, både danske og udenlandske, foretrækker at investere i de meget store og ultralikvide aktier. Koncentrationen på de store selskaber gælder også på det danske marked, hvilket kan illustreres ved, at omsætningen i KFX aktierne i 2003 tegnede sig for 88 pct. af den samlede omsætning. Som følge af den danske erhvervsstruktur er det danske aktiemarked karakteriseret ved relativt mange små og mellemstore selskaber, hvilket kan virke hæmmende på den samlede omsætningsudvikling på det danske marked relativt til markeder med meget store og ultralikvide aktier (såkaldte blue chip aktier). En strategisk og politisk konsekvens heraf er, at der må være fokus på, at der ikke er unødige hindringer for eksempelvis private investorers tilgang til de mindre aktier, hvilket netop er tilfældet som følge af gældende skatteregler, jf. også afsnit 2.1. Derudover er der behov for at udvikle markeder for aktielån og derivater samt skabt bedre vilkår for etablering af hedge fonde. På nuværende tidspunkt er der fundamentale barrierer for at udvikle disse markeder og produkter, jf. afsnit 1.4-1.5.

SmallCap+ og MidCap+ segmenter på aktiemarkedet

Fondsbørsen har de senere år iværksat en række tiltag for at forbedre likviditeten i de mindre og mellemstore aktier, og i april 2003 blev indeksene SmallCap+ og MidCap+ introduceret. Der er tale om såkaldte afkastindeks med en ny inddeling af aktiemarkedet uden for KFX indekset. Selskaberne i de nye segmenter giver hyppig information til markedet, herunder kvartalsrapporter, har god investorpleje, og aktierne opfylder en række likviditetsmål. I forbindelse hermed har flere af selskaberne i indeksene indgået likviditetsstilleraftaler, som indebærer en aftale mellem et selskab og et medlem af Fondsbørsen om at understøtte aktiens likviditet ved, at medlemmet stiller købs- og salgsspriser i Fondsbørsens handelssystem med et aftalt spread (forskul mellem købs- og salgskurs). Investorerne har taget godt imod de nye indeks, og omsætningen i indeksaktierne er øget betragteligt mere end KFX aktierne.

1.4. Udvikling af derivatmarkedet

Det danske marked for derivater er meget lille sammenlignet med andre lande. Det forhold kan formentlig i vidt omfang tilskrives de komplicerede skatteregler for derivater samt en manglende afklaring af de skattemæssige vilkår for brug af aktielån, hvilket Børsmæglerforeningen arbejder på at få afklaret. Et velfungerende marked for aktielån er helt centralt for opbygningen af et derivatmarked, som stimulerer handlen med de underliggende aktier, jf. boks 5.

Københavns Fondsbørs har iværksat en række andre tiltag for at øge kendskabet til derivater med det formål at udvikle markedet så meget, som det kan med de givne skat-

teregler. Der er sket en pæn fremgang på derivatmarkedet i 2003, selvom fremgangen er sket fra et **meget** lavt niveau, og omsætningen i danske derivater er fortsat særdeles beskedent sammenlignet med de omkringliggende markeder. Omsætningsfremgangen er fortrinsvis trukket af indenlandske børsmedlemmer, som har haft en større tilgang af nye private kunder.

Fondsbørsen vil fortsat arbejde for at øge kendskabet til derivater hos både private og professionelle investorer. Dette vil ske gennem

- afholdelse af en række kurser og seminarer samt ved aktiv deltagelse på børsmedlemmers kundeseminarier
- udvikling af derivatværktøjer og information på Fondsbørsens hjemmeside. Senest har KF udviklet en optionskalkulator, der giver investorer mulighed for at vurdere aktuelle optionspriser.

Dertil kommer, at Finanstilsynet har fremsat nye regler for forsikrings- og pensionssektorens anvendelse af derivater i december 2003. Reglerne giver sektoren mulighed for at anvende derivater til risikostyring.

Boks 5 ANVENDELSE AF DERIVATER OG AKTIELÅN

Derivater kan benyttes til risikostyring, arbitrage, ændrede afkastprofiler etc. For aktiemarkedet som helhed har derivater en gavnlig effekt på omsætning og prisfastsættelse. Erfaringer fra andre lande med velfungerende derivatmarkeder (for eksempel Sverige, England, Tyskland og USA) viser, at handel med fx aktiederivater øger omsætningen markant i de underliggende aktier. For at få et velfungerende derivatmarked kræves blandt andet et veludviklet aktielånemarked, hvilket kan illustreres ved følgende eksempler:

Derivathedge

En investor ønsker en markedsrisiko på aktier, der svarer til salg af en given mængde, uden at investoren er i besiddelse af aktierne (såkaldt "kort position"). Det kan være, fordi den pågældende har en forventning om, at prisen på aktierne falder. Markedsrisikoen kan investoren opnå på flere måder; enten ved at sælge aktier direkte i markedet (cash), sælge aktierne på termin (forward) eller ved at købe/sælge en salgsoption/købsoption (put/call) på aktierne.

Hvis valget falder på at påtage sig markedsrisikoen via derivatmarkedet (ved køb af en salgsoption), skal værdipapirhandleren udstede den pågældende option. Værdipapirhandleren ønsker imidlertid ikke den risiko uden at have foretaget

risikoafdækning i markedet. Ved at udstede en salgsoption har udstederen nemlig en pligt til at indfri optionen, hvis køberen af optionen ønsker det.

Pligten for udstederen er i dette tilfælde at købe aktien til den pris, som salgsoptionen giver køberen af optionen ret til at sælge aktien til. Værdipapirhandleren har med andre ord en risiko, hvis kursen på aktien falder, og investoren ønsker at udnytte optionen. For at neutralisere denne risiko, er værdipapirhandleren nødt til at sælge en del af de pågældende aktier i markedet nu (inden kursen eventuelt falder).

Da værdipapirhandleren ikke er i besiddelse af aktierne, lånes aktierne i markedet og sælges med det samme.

Indeks- og aktiearbitrage

Aktielån kan anvendes til at udnytte arbitragemuligheder i markedet: En værdipapirhandler låner KFX-aktierne og sælger dem i markedet. Samtidig køber han et tilsvarende antal KFX-futures. Dermed kender værdipapirhandleren tilbageleveringsprisen på aktierne og er således "dækket af" (risiko = 0). Pengene fra aktiesalget placeres i pengemarkedet til en rente, der er højere end den underliggende futuresrente. Når værdipapirhandleren skal tilbagelevere de lånte aktier, udnyttes futuren ($\text{futurespris} = \text{spotpris} + \text{rente}$), og isoleret set svarer gevinsten til den renteindtægt, værdipapirhandleren har fået fra sin pengemarkedsplacering minus futuresrenten (derfra skal dog tillige trækkes omkostninger til aktielån). Aktiearbitrage er det samme som indeksarbitrage, men der indgår kun én aktie i "indekset" (værdipapirhandleren låner én aktie i markedet og sælger denne. Samtidig køber han en future på aktien). Resten er som indeksarbitrage.

1.5. Hedge fonde

På generalforsamlingen i Børsmæglerforeningen i 2003 markerede foreningen et klart ønske om, at der i lovgivningen skabes reelle muligheder for etablering af hedge fonde (se boks 6) i investeringsforeningsregi.

På globalt plan findes flere end 7000 fonde, og de udgør fortsat en voksende andel af de forvaltede formuer (p.t. ca. 700 mia. USD). De er udbredte i eksempelvis Sverige, men udviklingen er ikke så markant i Danmark, blandt andet fordi hverken skatteregler eller lovgivningen hidtil har givet plads til danske hedge fonde. De hedge fonde, som investerer i Danmark, er dermed udenlandsk baserede.

Boks 6 HVAD ER HEDGE FONDE?

Hedge fonde kan selskabsretligt være konstrueret på flere måder.

For hedge fonde gælder generelt, at

- fonden har frie placeringsrammer
 - investerer i alle markeder
 - benytter alle typer instrumenter
 - benytter alle typer positioner, herunder gearing
- der er typisk en klar investeringsstrategi for den enkelte fond
- afkastet måles i absolutte størrelser og er ikke relateret til et markedsindeks
- der er et præstationsbaseret honorar, fx som en andel af afkastet ud over et vist niveau
- ejerne kan have egne midler investeret i fonden.

Udbredelsen af hedge fonde er en gevinst for markedseffektiviteten. Aktive handelsstrategier og brug af finansielle instrumenter fremmer markedernes omsætning og likviditet til gavn for prisdannelsen. Hedge fonde søger fx at udnytte såkaldte imperfektioner i priserne (som typisk findes på mindre likvide markeder), hvilket indebærer en mere effektiv prisdannelse. Hedge fonde forfølger typisk absolutte afkastmål og ikke markedsindeks, hvilket giver mulighed for at gå "imod strømmen".

Set under ét har hedge fonde

- skabt et betydeligt afkast de seneste 20 år
- en lav volatilitet
- historisk et attraktivt afkast/risiko forhold
- vist sig robuste under finansielle kriser
- vist gode porteføljeegenskaber.

På det danske marked er udenlandske hedge fondes andel af markedet p.t. i niveauet 15-20 pct. af omsætningen på Københavns Fondsbørs. Andelen er stigende. Som sund modvægt til de udenlandske hedge fonde er der behov for danske hedge fonde, som vil fokusere mere på hjemmemarkedet.

I drøftelserne om hedge fonde har Børsmæglerforeningen (støttet af Finansrådet og InvesteringsForeningsRådet) lagt vægt på, at hedge fonde skal have frie placeringsrammer.

Det er fra flere sider blevet fremhævet, at da de gældende skatteregler vil umuliggøre driften af hedge fonde med indskud af frie midler, er det nødvendigt at der sker en tilpasning af de skattemæssige vilkår samtidig med, at der i øvrigt etableres regulering af hedge fonde.

Der er derfor blevet nedsat en arbejdsgruppe under Skatteministeriet, der skal belyse og udarbejde forslag til regler for beskatning af danske hedge fonde. Derudover er der nedsat en arbejdsgruppe under Finanstilsynet, der skal udarbejde et forslag til selskabsretlig/investorbeskyttende regulering. Børsmæglerforeningen er repræsenteret i begge arbejdsgrupper.

Det er hensigten, at et samlet lovforslag skal være klart til at kunne sendes i høring i maj-juni 2004 med henblik på fremsættelse i Folketinget i efteråret 2004.

På europæiske plan er der ligeledes begyndende politisk fokus på hedge fonde. Europa-parlamentet fremlagde i 2003 en rapport om hedge fonde og derivater. Rapporten omfatter en række forslag til fælles initiativer på europæisk plan. Kommissionen skal inden 2005 have udarbejdet en rapport på området, og Europaparlamentets rapport er startskuddet hertil.

1.6. Clearing og afvikling

Faldne handler og arbejdet med at ændre stillingen for ”private professionelle”

Professionelle markedsaktører, der vælger at lade et dansk pengeinstitut varetage sine forretninger på det danske marked, har samme vilkår og rettigheder i afviklingen af handler i Værdipapircentralen (VP) som enhver anden privatkunde på det danske marked - også selvom de typisk handler for langt større beløb. Disse markedsaktører kan kaldes *private professionelle*.

En konsekvens af denne bestemmelse er, at der gennemføres langt færre handler/ fældes flere handler, end hvis ”private professionelle” blev behandlet som fuldt professionelle. Hvis private professionelle ikke har fuld dækning i form af penge og/eller papirer for samtlige handler, gennemføres ikke engang de handler, der faktisk er dækning for. Der gælder således et alt-eller-intet princip for private deltagere. Ifølge loven har VP ikke mulighed for at udvælge, hvilke handler der ikke skal afvikles hos en privat deltager, uden at denne har accepteret dette.

Som følge af internationaliseringen af det danske marked er dette blevet et stigende problem i markedet, da det har resulteret i, at et stigende antal handler ikke afvikles til tiden, samt at VP's sanktioner i visse tilfælde ikke rammer den part, der reelt har været årsag til de faldne handler.

Børsmæglerforeningen har på baggrund heraf aftalt med Værdipapircentralen, at der etableres en ny kategori af kunder kaldet ”private professionelle” der indebærer, at store private kunder vil blive fældet efter de professionelles fælderegler.

I forbindelse hermed skal de private professionelle indgå en aftale, der giver VP ret til at fælde dem som professionelle. Derved kan VP nøjes med at fælde de handler, der ikke kan lade sig gøre. Kategorien og den nye fælde-praksis forventes indført i august 2004, og der indføres en markedskonvention herfor.



Skatteforhold

Aktieavancebeskatning - hvor blev forenklingen af?

Beskatning af aktielån

Beskatning af hedge fonde

Objektivisering af ligningslovens § 16 b

- selskabers tilbagekøb af egne aktier

SKATTEFORHOLD

2.1. Aktieavancebeskatning - hvor blev forenklingen af?

Alle er enige om, at reglerne om beskatning af aktieavance for private investorer er meget komplicerede, og at 3 års-reglen har en likviditetshæmmende effekt. Børsmæglerforeningen har igennem lang tid presset på for forenklinger, men var begyndt at frygte, at planerne om en forenkling lå længere ude i horisonten, end hvad Børsmæglerforeningen tidligere havde håbet på. Af lovprogrammet fra sidste folketingsår fremgik nemlig, at man undersøgte mulighederne for en forenkling - nu fremgår der intet af regeringens lovprogram om forenkling af aktieavancebeskatningen. Derfor hilser Børsmæglerforeningen det også velkomment, at statsministeren for nyligt annoncerede i Folketinget, at regeringen er åben for en reform af aktieavancebeskatningsloven.

Det er Børsmæglerforeningens opfattelse, at det kan lade sig gøre at få gennemført en forenkling, som sanerer de komplicerede regler, uden at det bryder med skattestoppet. Det kan gøres ved at afskaffe 3 års-reglen og 100.000 kr's-grænsen kombineret med overgangsregler, der sikrer, at allerede erhvervede aktier, som i dag kan realiseres skattefrit, også fremover ville kunne det. Samtidig kan procentsatserne for beskatning af aktieindkomst justeres, så man sikrer sig, at omlægning samlet set ikke medfører en skattestigning. Resultatet vil være enklere regler, hvor al aktieavance beskattes som aktieindkomst uanset ejertid og porteføljens størrelse, og uden at nuværende aktionærer bliver ramt.

Behovet for en reform forstærkes af, at regeringen efterlyser risikovillig kapital til mindre virksomheder. Regeringen skal være opmærksom på, at en af aktiemarkedets væsentligste funktioner netop er at sikre risikovillig kapital. For især mindre børsnoterede virksomheder - med begrænset opmærksomhed fra udenlandske investorer side - er det en fordel, hvis flere private investorer placerer en større del af opsparingen i aktier.

Forudsætningen for et velfungerende aktiemarked er imidlertid, at skattereglerne ikke er en hindring for investering. Det er de gældende regler, som dermed er til skade for virksomhederne og deres muligheder for at hente kapital på konkurrencedygtige vilkår.

Børsmæglerforeningen håber derfor på, at statsministerens imødekommenhed også udmønter sig i en forenkling.

2.2. Beskatning af aktielån

Det er Børsmæglerforeningens opfattelse, at tab og gevinst på salg og genkøb af lånte aktier skal beregnes efter reglerne i aktieavancebeskatningsloven. Loven gør nemlig udtømmende op med tab og gevinst på aktier.

I juni 2002 afgav Ligningsrådet en bindende forhåndsbesked, som ikke gav Børsmæglerforeningen medhold heri, og senest har Landsskatteretten i ankesagen december 2003 givet Ligningsrådet medhold. Begge instanser har fundet, at ikke-næringsdrivendes tab og gevinst på salg og genkøb af lånte aktier bør behandles efter statsskatteloven.

Landsskatteretten har til gengæld været mere imødekommende, når det drejer sig om muligheden for ikke-næringsdrivende til at fratække omkostninger - vederlag til aktielångiver og udbyttekompensation. Resultatet er imidlertid utilfredsstillende, da de rammer, som statsskatteloven sætter herfor, er ganske snævre.

Det bør ikke være en bestemmelse i en over 100 år gammel skattelov, som sætter rammerne for den skattemæssige behandling af aktielån. Og så er den bestemmelse, der er peget på, oven i købet en bestemmelse om beskatning af væddemål!

Sideløbende med Ligningsrådets og Landsskatterettens behandling af aktielånesagen har Børsmæglerforeningen været i dialog med Skatteministeriet og drøftet mulighederne for en egentlig lovregulering af området. Det er Børsmæglerforeningens opfattelse, at sagens udvikling indtil nu har vist, at der er behov for en lovregulering som er nutidig, afbalanceret og løfter aktielån ud af væddemålsbestemmelsen i statsskatteloven og over i aktieavancebeskatningsloven, hvor aktielån retteligt burde høre hjemme.

Børsmæglerforeningen har sammen med andre repræsentanter for den finansielle sektor indledt en dialog med Skatteministeriet primo 2004 med henblik på at drøfte, hvordan en skattemæssig lovregulering af aktielån bedst kan udformes.

2.3. Beskatning af hedge fonde

Det undersøges for tiden, hvordan en dansk juridisk platform for hedge fonde bedst kan udformes, og der er i den forbindelse peget på muligheden for, at det sker i form af særlige investeringsforeninger. I den forbindelse skal der tages stilling til, hvordan beskatningen af disse fonde skal finde sted.

Her er det særligt beskatningen af aktielån og derivater, som giver udfordringer. Der findes ikke egentlige lovregler for aktielån (som beskrevet overfor), og beskatningen af derivater er problematisk på grund af begrænsede fradragsmuligheder og anvendelse af lagerbeskatning.

Hertil kommer, at der skal være mulighed for at kunne fratække renteudgifter i den skattemæssige opgørelse, da fondene vil få mulighed for lånoptagelse (gearing).

Det er vigtigt, at kommende skatteregler for hedge fonde bliver så enkle som muligt og ikke bliver en hindring for udbredelsen. I den forbindelse er det vigtigt, at fondenes afkast opgøres efter et nettoprincip og dermed, at mulighederne for at fradrage tab ikke begrænses.

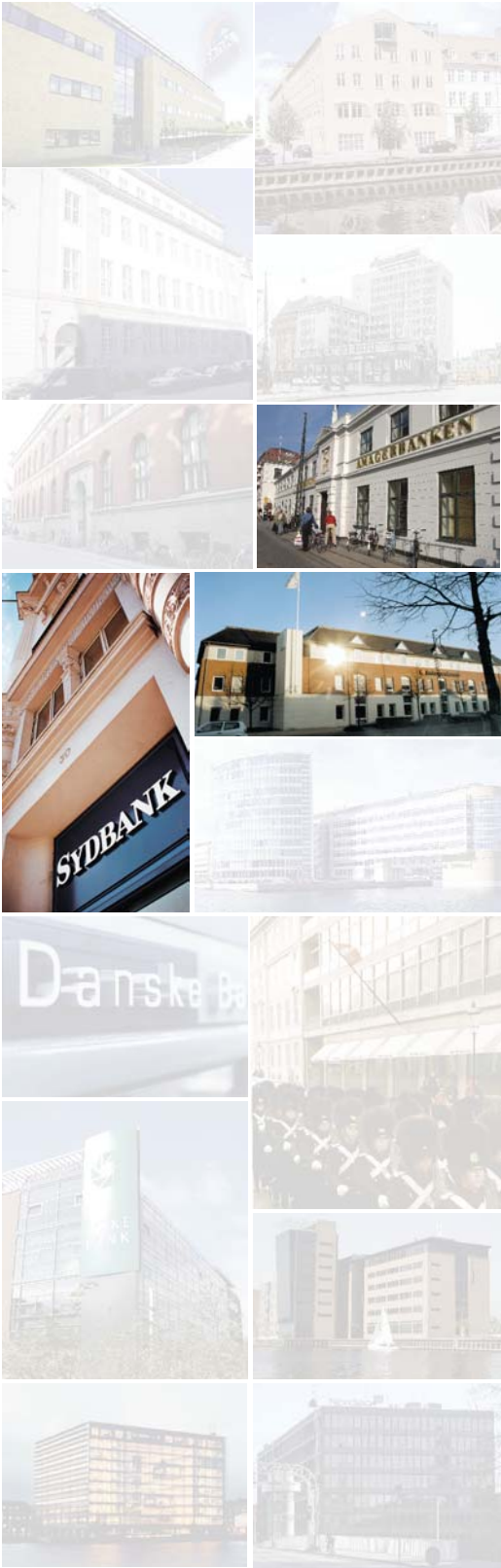
En arbejdsgruppe under Skatteministeriet, hvor blandt andre Børsmæglerforeningen er repræsenteret, analyserer for tiden på, hvordan skattereglerne for hedgefonde mest hensigtsmæssigt kan udformes.

2.4. Objektivisering af ligningslovens § 16 b - selskabers tilbagekøb af egne aktier

Som reglerne er i dag, beskattes salgssummen ved tilbagesalg af aktier til det udstedende selskab som udbytte (ligningsloven § 16 b). Dermed får aktionæren ikke fradrag for anskaffelsessummen som ved en almindelig avanceopgørelse.

Der er dog mulighed for at søge dispensation, således at salgssummen behandles efter de almindelige regler om tab eller gevinst.

Børsmæglerforeningen har igennem længere tid arbejdet for, at dispensationsadgangen objektiviseres således, at det ikke fremover er nødvendigt at søge om dispensation i alle tilfælde. Skatteministeren har nu i overensstemmelse hermed fremsat et lovforslag, som indebærer, at tilbagesalg af børsnoterede aktier til det udstedende selskab fremover skal behandles efter de almindelige regler i aktieavancebeskatningsloven.



Offentlig regulering

Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder

OFFENTLIG REGULERING

3.1. Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder

Regler om god skik

Den 1. oktober 2003 trådte en ny bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder i kraft. De særlige bestemmelser for værdipapirhandlere træder dog først i kraft den 1. april 2004.

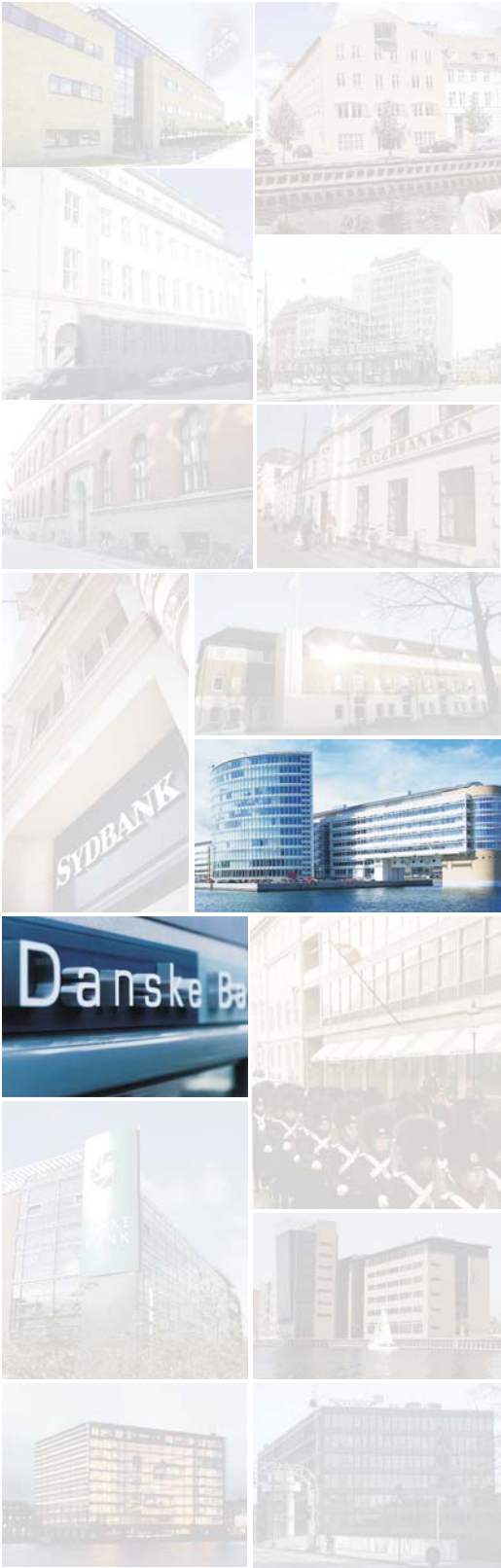
Bekendtgørelsen er udstedt af økonomi- og erhvervsministeren og afløser blandt andet en række af Forbrugerombudsmandens retningslinjer på forskellige områder. Desuden er der udarbejdet en fortolkende vejledning til bekendtgørelsen. Bekendtgørelse og vejledning er blevet udarbejdet i et samarbejde mellem Finanstilsynet, forbrugersiden og brancheorganisationerne, herunder Børsmæglerforeningen.

Bekendtgørelsen finder generel anvendelse på private kundeforhold og på erhvervs-mæssige kundeforhold, der ikke adskiller sig væsentligt fra et privat kundeforhold. På værdipapirområdet indebærer dette, at reglerne altovervejende er rettet mod private kunders handel med værdipapirer og kun i meget begrænset omfang mod det professionelle marked.

Bekendtgørelsen omfatter alle finansielle virksomheder og indeholder en række fælles bestemmelser for disse virksomheder, herunder krav til rådgivning. I et særskilt kapitel er fastsat regler for værdipapirhandlere. Reglerne tager i vidt omfang udgangspunkt i standarder for god forretningskik for værdipapirhandlere udarbejdet af de europæiske tilsynsmyndigheder, CESR.

Bekendtgørelsen har medført en række nye krav til værdipapirhandlere, herunder at der skal være en skriftlig aftale mellem kunden og værdipapirhandleren. Værdipapirhandleren er ikke forpligtet til at udarbejde en detaljeret aftale, men kan henvise til underliggende forretningsbetingelser eller andre supplerende aftaler.

Endvidere bliver værdipapirhandlerne underlagt en rådgivningspligt. Kunden har imidlertid mulighed for at fravælge løbende rådgivning ved en skriftlig aftale herom. Ved rådgivningen skal værdipapirhandleren indhente oplysninger om kunden og på baggrund heraf rådgive denne om, hvorvidt de konkrete ydelser er egnet for kunden. Dog skal den rådgivning, der ydes, afpasses til kundens egentlige behov samt den kompleksitet og risiko, der i øvrigt er forbundet med ydelsen.



EU-regulering

Den finansielle handlingsplan (FSAP)

Direktiv om finansielle instrumenter

Markedsmisbrugsdirektivet

Prospektdirektivet

Transparensdirektivet

Take-over-direktivet

EU-REGULERING

4.1. Den finansielle handlingsplan (FSAP)

Arbejdet i EU med etablering af et fælles værdipapirmarked fortsatte i 2003, og lovgivningstempoet for at nå målsætningerne i Kommissionens finansielle handlingsplan (FSAP) fra 1999, der omfatter 42 lovgivningsinitiativer, har været højt.

Det forestående parlamentsvalg, som ligger medio 2004, betyder et yderligere pres på EU-institutionerne til at nå til politisk enighed og få de resterende direktivforslag under handlingsplanen vedtaget, idet alle direktivforhandlinger lukker, når valget begynder.

Direktiverne udarbejdes efter den såkaldte "Lamfalussy-procedure", hvilket betyder, at selve direktivet er et rammedirektiv, og at Kommissionen skal vedtage yderligere regler med henblik på udfyldelse af de mere overordnede bestemmelser i direktivet.

Boks 7 HOVEDELEMENTER I LAMFALUSSY-PROCEDUREN

Niveau 1:

Vedtagelse af rammedirektivet, som er det overordnede direktiv.

Kommissionen stiller forslag til direktivet, som herefter vedtages af EU-Parlamentet og Rådet (se boks 8)

Niveau 2:

Vedtagelse af de mere detaljerede regler til rammedirektivet. Sammenslutningen af finanstilsyn, CESR, afgiver anbefalinger om indholdet af reglerne til Kommissionen, som vedtager reglerne efter en høring af værdipapirkomiteen, ESC. I ESC sidder højtstående embedsmænd fra medlemslandene.

Niveau 3:

Medlemsstaternes finanstilsyn samarbejder om implementeringen af niveau 1+2 reglerne og udarbejder fælles standarder herfor. Medlemsstaterne implementerer reglerne i national lovgivning.

Niveau 4:

Kommissionen håndhæver, at medlemsstaterne overholder reglerne

Arbejdet med disse udfyldende bestemmelser er omfattende, og detaljeringniveauet er ofte højt. Det er Børsmæglerforeningens overordnede holdning, at selvom meget detaljerede regler i et vist omfang imødekommer fortolkningstvivl, bør medlemsstaterne – grundet de meget forskelligartede nationale regler og indretninger af det

lokale marked - efterlades et vist spillerum ved implementeringen af direktiverne. Dette er ligeledes vigtigt for markedet, da udstrakt detailregulering risikerer at begrænse muligheden for nyudvikling.

4.2. Direktiv om finansielle instrumenter

Blandt direktivforslagene i den finansielle handlingsplan har størst fokus været på Kommissionens forslag fra november 2002 om en revision af det nuværende investeringsservicedirektiv. Hovedformålet med det nye direktiv er at skabe ens regler i EU om blandt andet autorisation for værdipapirhandlere, om grænseoverskridende værdipapirhandel, om investorbeskyttelse og om gennemsigtighed på værdipapirmarkedet. Det kommende direktiv vil berøre centrale områder inden for værdipapirhandel og således udgøre den regulative grundsten for udviklingen af EUs værdipapirhandel i en årrække.

Direktivet - som under forhandlingerne har skiftet navn til "direktivet om markeder for finansielle instrumenter" - vedtages efter den såkaldte fælles beslutningstagen-proceduren, hvilket betyder, at EU-Parlamentet og Ministerrådet skal nå til enighed, førend reglerne kan vedtages (se boks 7). Det lykkedes ikke EU-Parlamentet og Ministerrådet at blive enige om udformningen af en række centrale bestemmelser i direktivet under den første forhandlingsrunde, og Rådet og Parlamentet startede derfor anden forhandlingsrunde ved udgangen af 2003.

Børsmæglerforeningen har under forhandlingerne af direktivet i 2003 bestræbt sig på at påvirke navnlig direktivforslagets bestemmelser om markedsgennemsigtighed og investorbeskyttelse, herunder best execution.

Arbejdet er foregået i tæt samarbejde med en række andre brancheorganisationer i de nordiske lande samt UK.

Boks 8 BESLUTNINGSPROCEDUREN FOR RAMMEDIREKTIVERNE (NIVEAU I) UNDER FSAP

- Kommissionen fremsætter et direktivforslag
- EU-Parlamentet og Rådet behandler sideløbende direktivforslaget, som kun kan vedtages ved enighed mellem de to.
- EU-parlamentet afgiver først sin udtalelse til direktivforslaget og kommer ofte med ændringsforslag
- Rådet enten tilslutter sig Parlamentets udtalelse/ændringsforslag, og direktivet kan herved vedtages, eller kommer med egne ændringsforslag, hvorefter direktivforslaget skal gennem en anden forhandlingsrunde mellem EU-Parlamentet og Rådet.

Førhandelsinformation

Navnlig forslaget om tvungen førhandelsinformation har givet anledning til væsentlig uenighed blandt EU-landene og markedsdeltagerne. Bestemmelsen er en - for det danske marked hidtil ukendt - tvungen market maker-forpligtelse, som betyder, at værdipapirhandlere, der systematisk handler aktier uden for regulerede markeder, skal offentliggøre (og handle til) bindende bud/udbudskurser (quotes) for de aktier, som de handler uden for børsen. Som minimum må det ventes, at de danske strakshandels-systemer, vil blive berørt af reglerne.

I relation til "quotebestemmelsen" har Parlamentet lagt op til, at værdipapirhandlere skal stille op for alene handler i såkaldte standardmarkedsstørrelser. Dette harmonerer med de størrelser, som værdipapirhandlere må vurderes at være villige til at stille op for. Rådet har derimod foreslået, at værdipapirhandlere skal stille op for langt større beløb, hvilket sandsynligvis vil medføre, at værdipapirhandlere i langt mindre omfang vil agere som "market makers" grundet den risiko, som er forbundet med at stille op for handler i denne størrelsesorden. Dette vil kunne få en mærkbar, negativ effekt på prisstillelsen og likviditeten i markedet.

Parlamentet har herudover lagt op til, at det skal være muligt at stille bedre priser til retailkunderne end de quotede priser. I modsætning hertil har Rådets ønsket, at prisforbedring alene skal være mulig i forhold til professionelle investorer.

Det er i skrivende stund usikkert, hvordan reglerne om førhandelsinformation nærmere vil komme til at se ud, herunder hvilken mængde værdipapirhandleren vil blive forpligtet til at handle til. Parlamentet lægger op til et regelsæt, som set med danske øjne balancerer mere fornuftigt mellem hensynet til investorerne og hensynet til et effektivt og funktionelt værdipapirmarked.

Rådgivning og kend-din-kunde bestemmelser

I relation til reglen om rådgivning/kend-din-kunde har Ministerrådet foreslået en tredelt model. Efter denne skal værdipapirhandleren foretage en fuld "suitability-test", når der ydes investeringsrådgivning/-anbefalinger og i forbindelse med porteføljemanagement. "Suitability-testen" indebærer, at værdipapirhandleren skal anmode om oplysninger fra kunden om kundens viden og erfaring om investeringer på området, kundens finansielle forhold og mål med investeringen. Værdipapirhandleren skal på baggrund af oplysningerne rådgive kunden om, hvilke investeringsmuligheder der passer til kunden.

Værdipapirhandleren kan imidlertid efter Ministerrådets model anvende en "light-udgave" af "suitability-testen", når der ikke er tale om investeringsanbefalinger eller porteføljemanagement. "Light-udgaven" indebærer, at værdipapirhandleren skal anmode om oplysninger om kundens kendskab til og erfaring inden for investering på det relevante område. Værdipapirhandleren skal herefter vurdere, om det ønskede produkt er hensigtsmæssigt for kunden.

Endelig foreslås, at værdipapirhandleren kan tilbyde "*execution only-services*", hvor der ikke er krav om rådgivning eller lignende. Værdipapirhandleren skal alene informere kunden om, at kunden er uden for en rådgivningssituation.

Børsmæglerforeningen havde som udgangspunkt foretrukket, at der alene skal foretages "suitability-test", når der ydes rådgivning, og at rådgivning skal ydes, når kunderne efterspørger dette, eller når værdipapirhandleren fremsætter anbefalinger over for kunden.

Det er usikkert, hvordan det endelige direktiv kommer til at se ud, idet der er stor uenighed mellem Rådet og Parlamentet om centrale bestemmelser i direktivforslaget. Sikkert er, at der er stort politisk pres for at få direktivet vedtaget, inden alle direktivforhandlinger stopper op til parlamentsvalget medio 2004.

4.3. Markedsmisbrugsdirektivet

Markedsmisbrugsdirektivet var det første direktiv, som blev vedtaget under den finansielle handlingsplan. Direktivets overordnede formål er at indføre fælles regler for misbrug af intern viden og kursmanipulation i EU. Direktivet vil navnlig indebære ændringer for de danske regler om kursmanipulation, idet direktivet opererer med et bredere kursmanipulationsbegreb.

I henhold til direktivet skal det være trådt i kraft senest den 12. oktober 2004, men fordi de sidste udfyldende bestemmelser til direktivet endnu ikke er vedtaget i EU, ventes regeringen først at fremsætte lovforslag om implementeringen af direktivet til oktober, og det endelige ikrafttrædelsestidspunkt i Danmark er derfor usikkert.

I relation til markedsmisbrugsdirektivet har fokus i 2003 været på fastsættelse af detailreglerne til direktivets rammebestemmelser i overensstemmelse med Lamfalussy-proceduren. Kommissionen vedtog ved udgangen af 2003 det første sæt detailregler om blandt andet krav til oplysninger ved udarbejdelse og formidling af analyser, herunder aktieanalyser, og om såkaldt "safe harbour" for tilbagekøbsprogrammer.

Kommissionen er herudover påbegyndt arbejdet med at udarbejde detailregler om blandt andet ledende medarbejders indberetning af aktiehandler i det pågældende selskab. Der drøftes i denne relation en beløbsgrænse på 5.000 euro, hvorefter det skal være muligt at udskyde indberetning af aktiehandler under beløbsgrænsen.

Detailreglerne har under forhandlingerne flyttet sig mere i retning af de danske synspunkter, end der oprindeligt var lagt op til. Børsmæglerforeningen har fulgt arbejdet med detailreguleringen tæt og vil ligeledes i videst muligt omfang deltage i lovarbejdet med implementeringen af direktivet og detailreglerne.

4.4. Prospektdirektivet

Kommissionens forslag til et nyt prospektdirektiv blev vedtaget i juli 2003. Det nye prospektdirektiv erstatter de tidligere direktiver om prospekter i forbindelse med børsnotering og prospekter vedrørende udbud af aktier i noterede selskaber.

Et af de væsentligste elementer i prospektdirektivet er det ”europæiske pas for udstedere”, hvilket indebærer, at når først prospektet én gang er godkendt af den kompetente myndighed, skal udsteder ikke udarbejde yderligere dokumentationsmateriale til myndighederne i de øvrige EU-lande, hvor udsteder ønsker at få sine aktier noteret. Dette skulle betyde en mærkbar formindskelse af de administrative byrder ved grænseoverskridende udstedelse af værdipapirer.

Herudover indeholder prospektdirektivet følgende elementer:

- Forbedrede oplysninger om værdipapirer, der udbydes til offentligheden.
- Simplificeret anmeldelsessystem for udstedere, som ønsker deres værdipapirer udbudt i et andet EU-land.
- Sprogordning, hvorefter udsteder kan udfærdige prospekter på engelsk ved udbud i andre EU-lande.
- Nyt format for EU-prospekter, som skal mindske det administrative arbejde med prospekterne.
- Harmoniserede regler om indholdet af prospektet.

Direktivet betyder, at de formelle krav til udstedelse af værdipapirer kommer til at svare til, hvad der i dag er markedspraksis - i hvert fald for større udstedelser. I relation til mindre udstedelser for noterede selskaber, hæves kravene som udgangspunkt, hvilket dog skal ses i forhold til, at grænsen for, hvornår der skal udarbejdes prospekt, hæves fra det nugældende ca. 15 personer til 100.

Direktivet samt de udfyldende regler skal være trådt i kraft i medlemslandene senest medio 2005.

4.5. Transparensdirektivet

Kommissionen fremsatte i marts 2003 direktivforslaget om oplysningsforpligtelser for børsnoterede selskaber – også kaldet ”transparensdirektivet”. Formålet med direktivet er at ensarte de væsentligste krav til børsnoterede selskabers offentliggørelse af periodiske og løbende oplysninger om selskabet.

Direktivforslaget indeholder således regler om:

- offentliggørelse af årsrapporter
- offentliggørelse af halvårsrapporter
- offentliggørelse af kvartalsoplysninger
- løbende oplysninger, dvs. ”flagningsregler” for storaktionærer

Direktivforslaget skal – ligesom de øvrige forslag under FSAP – vedtages ved enighed mellem Rådet og Parlamentet. Det væsentligste stridspunkt mellem medlemslandene samt mellem Rådet og Parlamentet i transparensdirektivet er, hvilke krav der skal stilles til kvartalsoplysninger.

I skrivende stund er det usikkert, om der kommer direktivkrav om egentlige kvartalsoplysninger, som Kommissionen foreslår, eller om det overlades til medlemsstaterne hver især at fastsætte regler herom. Ministerrådet har lagt op til, at børsnoterede selskaber

i tidsrummet mellem års- og halvårsrapporterne skal afgive en såkaldt "management statement" med oplysninger om "aktuelle ændringer i selskabet" og en udtalelse om selskabets aktuelle, finansielle situation. Selskaber, som allerede afgiver kvartalsmeddelelser enten i kraft af markedsmæssige eller nationale krav herom, behøver ikke afgive den omtalte ledelsesberetning. EU-Parlamentet er til gengæld imod enhver form for kvartalsoplysninger.

Foreningen har under forhandlingerne peget på, at vi ikke ser et behov for krav om kvartalsoplysninger. Tendensen i markedet har dog været, at i hvert fald større selskaber i vid udstrækning afgiver disse oplysninger.

Det er endnu usikkert, hvornår direktivet vedtages endeligt, men man vil forsøge at få direktivet vedtaget inden parlamentsvalget. Som forhandlingerne skrider frem, ser dette imidlertid ikke ud til at lykkes.

4.6. Take-over-direktivet

EU-Parlamentet forkastede i juli 2001 det tidligere direktivforslag om overtagelsestilbud. Herefter besluttede EU-Kommissionen at nedsætte en gruppe af højtstående eksperter i selskabsret, der udarbejdede en rapport, som blev offentliggjort i januar 2002. På baggrund af anbefalingerne fra ekspertgruppen fremsatte EU-Kommissionen den 2. oktober 2002 et nyt direktivforslag om overtagelsestilbud. De primære formål med forslaget var at styrke retssikkerheden ved grænseoverskridende overtagelsestilbud og beskytte mindretalsaktionærerne. Forhandlingerne om direktivforslaget fortsatte i 2003.

Direktivforslaget var meget kontroversielt, og særlig artiklerne 9 og 11 mødte stor modstand.

Artikel 9 pålægger i tilfælde af overtagelsestilbud ledelsen at indhente en forhåndsgodkendelse fra generalforsamlingen, inden der kan iværksættes defensive foranstaltninger over for overtagelsesforsøget. Artiklen indeholder også regler om større åbenhed om målselskabets strukturelle forhold, blandt andet om kapitalstruktur og -interesser.

Artikel 11, den såkaldte breakthrough-regel, tilsidesætter visse vedtægtsbestemte og aftalemæssige begrænsninger, herunder stemmeretsbegrænsninger og ejerlofter, når der er fremsat overtagelsestilbud. Sådanne begrænsninger kan ikke påberåbes på en generalforsamling, hvor der tages stilling til accept af overtagelsestilbudet.

Forhandlingerne om direktivforslaget har været meget intense, og undervejs i processen har der været fremsat en lang række ændringsforslag til direktivforslaget. Disse forslag har spændt fra mindre justeringer af Kommissionens forslag (herunder undtagelse af aktionæroverenskomster og indsættelse af en generel grandfathering klausul for artikel 11) til det skandinaviske forslag om helt at udelade artikel 9 og 11. Drøftelserne koncentrerede sig om et portugisisk kompromisforslag, der gjorde artikel 9 og 11 frivillige, men forslaget blev ikke færdigbehandlet under det græske formandskab.

Under det italienske formandskab har EU-Parlamentet arbejdet videre med det portugisiske forslag. I et forslag til betænkning fra EU-Parlamentets Udvalg for Retlige Anliggender og Det Indre Marked opstilles flere muligheder. Det centrale er, at man giver selskaberne mulighed for selv at vælge, om de vil anvende reglerne om tilsidesættelse af beskyttelsesforanstaltningerne, når der fremsættes et overtagelsestilbud. Det foreslås også, at når en tilbudsgiver har erhvervet mindst 75 procent af målselskabets kapitalandele, bortfalder alle de nævnte begrænsninger.

EUs konkurrenceevneråd og EU-Parlamentet tilsluttede sig i december 2003 den version af Kommissionens direktivforslag, som gør de kontroversielle bestemmelser til en option, således at medlemslandene kan give selskaberne mulighed for selv at vælge, om de vil anvende reglerne om tilsidesættelse af beskyttelsesforanstaltningerne, når der fremsættes overtagelsestilbud. Danske pengeinstitutter bliver således ikke tvunget til at tilsidesætte gældende indflydelsesstrukturer - den såkaldte gennembrudsregel - men har mulighed for at opretholde ejer- og stemmeløfter.

Direktivforslaget forventes formelt vedtaget i løbet af foråret 2004 og skal være indarbejdet i lovgivningerne inden to år efter.

Det er Børsmæglerforeningens opfattelse, at direktivforslaget ud fra en kapitalmarkedsbetragtning har flere positive elementer, men foreningen har ikke kunnet tilslutte sig de bestemmelser i direktivforslaget, som vil medføre et grundlæggende indgreb i aftalefriheden og aktionærernes ret til selv at bestemme udviklingen i deres selskab. Børsmæglerforeningen ser derfor det endelige forslag, hvor de mest kontroversielle bestemmelser gøres til en option, som positiv.

Boks 9 STATUS FOR FSAP

FIM-direktivforslaget

- Stort politisk pres for at få rammedirektivet vedtaget inden parlamentsvalget medio 2004, men uenighed mellem EU-Parlamentet og Rådet om centrale bestemmelser i direktivforslaget
- Arbejdet med niveau 2-reglerne er netop påbegyndt

Markedsmisbrugsdirektivet

- Rammedirektivet blev vedtaget i december 2002
- Arbejdet med niveau 2-reglerne afsluttes i foråret 2004
- Direktivet skal være implementeret i medlemsstaterne senest 12. oktober 2004
- Finanstilsynet er påbegyndt arbejdet med et lovforslag til implementering af niveau 1+2-reglerne

Prospektdirektivet

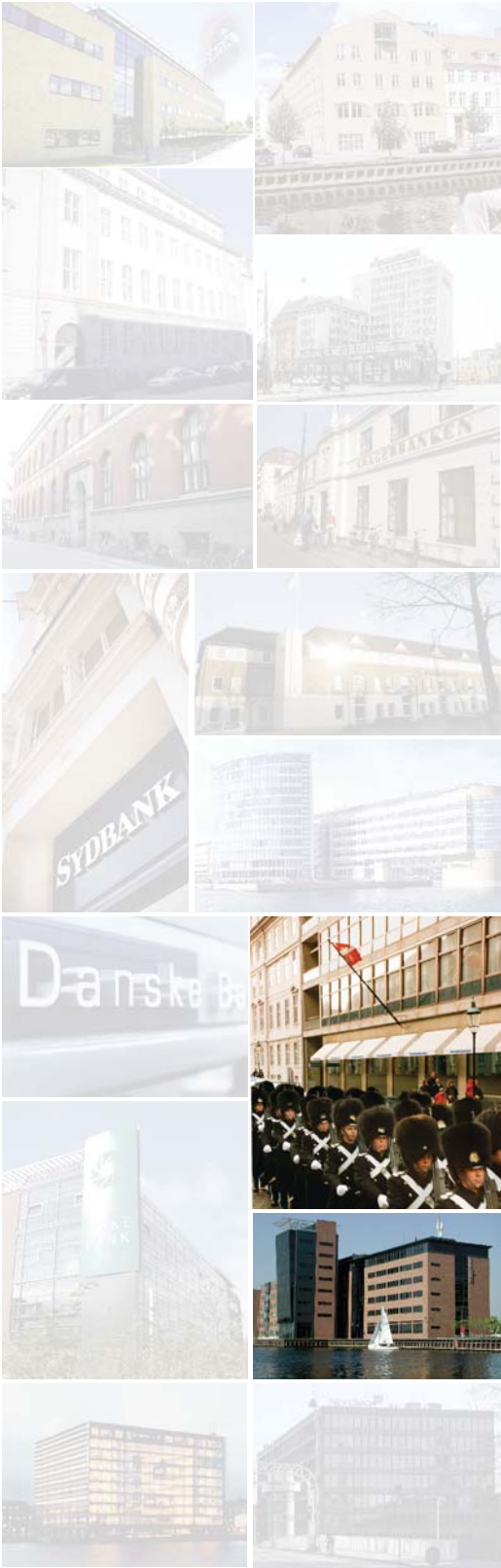
- Rammedirektivet blev vedtaget i juli 2003
- Arbejdet med niveau 2-reglerne afsluttes i foråret 2004
- Direktivet skal være implementeret i medlemsstaterne senest 1. juli 2005
- Finanstilsynet er påbegyndt arbejdet med et lovforslag til implementering af niveau 1+2-reglerne

Transparensdirektivforslaget

- Rammedirektivet forventes først vedtaget efter parlamentsvalget
- Arbejdet med niveau 2-reglerne er endnu ikke påbegyndt

Direktivforslaget om overtagelsestilbud

- Direktivforslaget ventes endeligt vedtaget i løbet af foråret 2004
- Direktivforslaget bliver ikke vedtaget efter Lamfalussy-proceduren (se boks 7), men efter sædvanlig procedure (se boks 8)



Interessekonflikter - international trend i regulering

INTERESSEKONFLIKTER - INTERNATIONAL TREND I REGULERING

Troværdig og objektiv information er forudsætningen for et effektivt kapitalmarked. Imidlertid er mængden af informationer og kompleksiteten af et sådant omfang, at der er behov for specialister, som kan bearbejde og analysere informationerne med det formål at gøre dem brugbare for aktørerne på kapitalmarkederne (ikke mindst investorerne). Det er her særligt aktieanalytikerne kommer ind i billedet, og de spiller en central rolle i samspillet mellem virksomheder og investorer (både private og professionelle).

Aktieanalytikere kan opleve interessekonflikter, som kan kompromittere deres integritet. Det er der set en del eksempler på de seneste par år i USA, og derfor har der været og er fortsat meget fokus på at udarbejde forebyggende regler og standarder fra de amerikanske myndigheders og brancheorganisationers side. Reguleringstrenden fra USA har også spredt sig til Europa. Særligt i England er der sket en betydelig opstramning af regler og praksis. Tonen er skærpet – ikke mindst i forhold til interessekonflikter, og det er nu ikke længere kun aktier og aktierelaterede produkter, som er omfattet af reguleringen, men fx også erhvervsobligationer. Fra EUs side er der ligeledes vedtaget et enkelt direktiv samt flere udspil til håndtering af interessekonflikter, fx markedsmissbrugsdirektivet (MAD), det kommende direktiv om markedet for finansielle instrumenter (FIM) – tidligere kaldet investerings servicedirektivet 2 (ISD2) samt EU Forum Groups udkast ”Financial Analysts: Best Practices in an Integrated European Financial Market”. International Organization of Securities Commissions (IOSCO) har også været på banen med ”Report on Analyst Conflict of Interest”.

Det er Børsmæglerforeningens opfattelse, at det er fornuftigt med relativt få, enkle og funktionelle regler på området kombineret med sund fornuft og effektiv ledelse. Udviklingen i USA og EU peger imidlertid desværre i retning af overregulering. Dertil kommer hastigheden, som nye forslag til regler og anbefalinger bliver præsenteret i, fra forskellige instanser og tilsyneladende uden synderlig koordinering. Dette gælder ikke mindst de forskellige direktiver og direktivudspil fra Kommissionen samt anbefalinger fra EU Forum Group. Det er ikke hensigtsmæssigt og vanskeliggør i urimelig grad de arbejdsvilkår, investeringsbankernes medarbejdere (ikke mindst aktieanalytikere) skal agere under.

I Boks 10 er der illustreret eksempler på typiske potentielle interessekonflikter samt forslag til, hvordan sådanne håndteres.

Den danske markedsplads er i vidt omfang henvist til at følge med den internationale reguleringstrend først og fremmest for at sikre, at internationale aktører fortsat interesserer sig for Danmark. Med virkning fra juli 2002 udstedte Børsmæglerforeningen således anbefalinger vedrørende corporate finance- og aktieanalyseaktiviteter samt medarbejderhandel. Anbefalingerne er blevet godt modtaget i branchen, og Børsmæglerforeningen vil i løbet af 2004 udarbejde et sæt reviderede anbefalinger. Det er et væsentligt mål for Børsmæglerforeningen, at anbefalingerne fortsat lever op til international best practice, og i lyset af de betydelige ændringer/oplæg til ændringer fra særligt USA, England og EU-kommissionens side er der behov for en revision. I udformningen af de reviderede anbefalinger lægges der desuden vægt på, at disse er gennemførlige i praksis og tager hensyn til forskelligheden blandt Børsmæglerforeningens medlemmer.

Boks 10 INTERESSEKONFLIKTER

Interessekonflikter kan opstå som følge af:

- Den lange række ydelser en "full-scale" investment bank tilbyder sine kunder, som fx både at have corporate finance aktiviteter for et selskab og samtidig udarbejde analyser, handle og rådgive om samme selskabs aktier
- Analytikerens aflønning og bonus, som i situationen kan være afhængig af, hvor effektiv analytikerens er til at generere og facilitere corporate finance opgaver
- Investeringsbankens og analytikerens finansielle interesser i det analyserede selskab
- Rapportering i investeringsbanken. Fx har der været tilfælde i udlandet, hvor corporate finance afdelingen har skullet godkende en analyse (eller anbefaling), inden den offentliggøres.

Eksempler på håndtering af sådanne interessekonflikter er følgende:

- I en analyse skal der gives en række oplysninger, som kan vise, om der er eventuelle interessekonflikter, fx
 - Om analytikerens har værdipapirer i det analyserede selskab
 - Om investeringsbanken har corporate finance opgaver for det analyserede selskab
 - Om investeringsbanken har eller forventer at modtage kompensation fra det analyserede selskab inden for en nærmere bestemt periode
 - Om investeringsbanken er blevet betalt af det analyserede selskab for at udarbejde analysen.
- Analyseafdelingen må ikke rapportere til corporate finance afdelingen eller andre afdelinger på en sådan måde, at analyseafdelingens integritet kan blive kompromitteret.
- Offentliggørelse af en analyse må ikke være betinget af, at corporate finance afdelingen eller det analyserede selskab forinden skal godkende analysen.
- Investeringsbanker skal etablere og løbende kontrollere de såkaldte "chinese walls", hvilket indebærer, at investeringsbankerne skal have dokumenterede retningslinier og forretningsgange med det formål at sikre, at fortrolig/intern viden kun er tilgængelig for de personer, som har et legitimt behov herfor. Reglerne skal omfatte klare regler for, hvem intern/fortrolig viden må videregives til og under hvilke betingelser, herunder regler om "wall crossing" samt fysisk og organisatorisk adskillelse mellem områder.
- En analytikers bonus eller anden form for honorering må ikke være direkte knyttet til konkrete corporate finance projekter, men skal afspejle alle aspekter af analytikerens arbejde og resultater.



Elektronisk handel med obligationer

Elektroniske handelspladser vinder terræn

Elektronisk handel i obligationer i dansk perspektiv

ELEKTRONISK HANDEL MED OBLIGATIONER

Elektroniske handelspladser vinder terræn

Hvor udbredelsen af elektroniske handelspladser/systemer er gået stærkt på valuta- og aktiemarkederne, har udviklingen været langsommere på obligationsmarkederne. De seneste år har dog budt på flere og flere elektroniske handelspladser på obligationsmarkederne, og de elektroniske handelspladser for obligationer og obligationsrelaterede produkter vinder fortsat terræn. Tendensen peger fortsat i retning af mere elektronisk handel, om end der også synes at være ved at indfinde sig en form for konsolidering blandt handelspladserne. Antallet af elektroniske handelspladser i USA og Europa er således steget fra 11 i 1997 til 88 i 2002 og 77 i 2003. Af de 77 elektroniske handelspladser i 2003 er 46 primært baseret i USA, mens 31 primært har base i Europa.

Baggrunden for flere og flere elektroniske handelspladser for obligationer er lavere handelsomkostninger, stordriftsfordele, større gennemsigtighed i markedet, bedre risikostyring og muligheden for flere markedsdeltagere.

De elektroniske handelspladser for obligationer dækker også i stigende grad over flere funktionaliteter. Hvor der for godt 5 år siden primært var tale om elektronisk handel i ultralikvide produkter som statsobligationer, er flere mindre likvide produkter – såsom realkredit- og erhvervsobligationer – for alvor kommet med igennem de seneste år, og der bliver i stigende grad tilbudt andre services såsom analyser, beregningsmoduler etc.

Tabel 1 ELEKTRONISKE HANDELSPLADSER I EUROPA OG USA

	1999	2001	2003
Erhvervsobligationer	14	26	39
Realkreditobligationer	5	8	17
Kommuneobligationer	18	11	23
Statsobligationer	27	33	66

Kilde: eCommerce in the Fixed-Income Markets. The 2003 review of electronic transaction systems, The Bond Market Association

Antallet af elektroniske handelspladser for realkreditobligationer og erhvervsobligationer er således steget markant igennem de seneste år, og i 2003 er det stats- og kommuneobligationer, realkreditobligationer og erhvervsobligationer, som tegner sig for det største antal elektroniske handelspladser.

Forskellige typer af elektroniske handelssystemer anvendes mellem forskellige typer af markedsdeltagere. I grove træk kan man opdele markedsdeltagerne i tre hovedgrupper,

nemlig udstedere af obligationer, prisstillere (banker, børsmæglere og investeringsbanker – også kaldet dealere) og pristagere (investorer – typisk institutionelle investorer).

Boks 11 TYPER AF HANDELSSYSTEMER

- Auktionssystemer
- Cross-matching systemer
- Interdealer systemer
- Single-dealer systemer
- Multi-dealer systemer

De elektroniske handelssystemer kan primært opdeles i følgende grupper afhængigt af, hvilke markedsdeltagere de retter sig imod.

Auktionssystemer giver deltagerne mulighed for at udføre elektroniske auktioner over de pågældende obligationer. Der er dermed typisk en sælger og flere købere på systemet. Sælgeren (typisk en obligationsudsteder) informerer om betingelserne i forbindelse med auktionen, hvorefter køberne (investorerne) indlægger ordrer i systemet i form af købsordrer. I *Cross-matching systemer* kan dealere og investorer indlægge købs- og salgsordrer, hvorefter systemet automatisk matcher ordrene til handler. *Interdealer systemer* er cross-matching systemer og typisk såkaldte interbankmarked systemer, hvor alene banker, børsmæglere og investeringsbanker handler anonymt med hinanden. Beløbsstørrelsen af de handlede ordrer er ofte meget store. Principielt kan interdealer systemer karakteriseres som en elektronisk brokerfunktion, hvor de deltagende dealere handler anonymt og først efter handlen får adgang til modpartens identitet. I *single-dealer systemer* matches købs- og salgsordrer mellem én dealer og en række investorer, som er tilknyttet den pågældende dealers system. I *multi-dealer systemer* er der typisk en række prisstillere fra forskellige investeringsbanker, banker og børsmæglere. I systemet vil kunderne have mulighed for at handle på prisstillernes stillede priser i systemet, men har typisk også mulighed for at spørge på pris og mængde hos de flere forskellige prisstillere.

Tabel 2 OVERSIGT OVER HANDELSSYSTEMER

	1997	1999	2001	2003
Auction	1	10	16	12
Cross-Matching	2	8	25	12
Interdealer	1	5	15	21
Multi-Dealer	0	3	10	16
Single-Dealer	7	13	19	21
Øvrige	0	1	0	0
Total	11	40	79	77

Kilde: eCommerce in the Fixed-Income Markets. The 2003 review of electronic transaction systems, The Bond Market Association

Elektronisk handel i obligationer i dansk perspektiv

I Europa har specielt den elektroniske handelsplatform MTS vundet markant terræn igennem de seneste år, og MTS-systemet er i dag det absolut dominerende system for engroshandel med europæiske benchmarkobligationer.

2003 blev året, hvor der blev etableret elektronisk handel i danske statsobligationer med MTS som platform – MTSDk, jf. afsnit 1.1. MTSDk er et interdealer system.

Valget faldt på MTS-systemet under hensyntagen til følgende forhold:

- MTS er det dominerende system for engroshandel med europæiske benchmarkobligationer
- Internationale banker, der opererer i statspapirmarkedet i EU, anvendte allerede MTS. De ville derfor uden ekstra systemomkostninger kunne melde sig som market makere i en dansk MTS-løsning
- MTS er et system, som er udviklet til obligationshandel
- Andre landes erfaringer pegede på, at det kun med en MTS-løsning ville være muligt at tiltrække nye udenlandske market makere til det danske marked for statsobligationer.

MTS Sp.A. er det selskab, som administrerer den elektroniske handelsplatform, Telematico. Selskabet blev grundlagt i 1988 i Italien og ejes af godt 60 internationale finansielle institutioner. MTS Sp.A. ejer EuroMTS, der er platformen for handel med de største europæiske benchmarkobligationer.

At MTS-systemet er blevet det dominerende system i Europa skyldes først og fremmest etableringen af flere selvstændige nationale selskaber. Overordnet set kan handlen etableres på 3 forskellige måder:

1. På en handelsplatform, som drives og ejes af EuroMTS. Markedsdeltagerne på den pågældende handelsplatform "lejer" sig i princippet ind på en platform.
2. Som et selvstændigt juridisk selskab, hvor markedsdeltagerne ejer og driver selskabet.
3. Oprettelse af en selvstændig handelsplatform under et eksisterende MTS-selskab.

Eksempelvis drives den irske MTS-platform under EuroMTS, mens flere af de øvrige europæiske MTS-platforme (MTS-Germany, MTS-Spain m.v.) drives som selvstændige nationale selskaber.

Den danske markedsplads – MTSDk - tager udgangspunkt i mulighed nr. 3. Den danske platform, MTSDk, er etableret som et selvstændigt markedssegment under MTSAM (MTS Associated Markets), som er hjemmehørende i Bruxelles – hvorfor MTSDk også er under belgisk tilsyn. Ved siden af det danske markedssegment driver MTSAM den finske og belgiske MTS-handelsplatform. Selve administrationen af handelsplatformene finder sted i MTSAM, men indretningen og regelsættene på de respektive handelsplatforme og økonomien er adskilt. Indretning af markedspladsen og udarbejdelse af økonomi for MTSDk varetages af den danske Primary Dealer Komité, som har sekretariat i Nationalbanken. Alle primary dealere i danske statsobligationer er i dag medejere af MTSAM, men det er ikke et krav for at være dansk primary dealer.



Medlemsfortegnelse, bestyrelse, sekretariat,
udvalg og ekstern repræsentation

MEDLEMSFORTEGNELSE, BESTYRELSE, SEKRETARIAT,
UDVALG OG EKSTERN REPRÆSENTATION

BØRSMÆGLERFORENINGEN

Medlemmer

ABN AMRO Bank	Direktør	Head of Trading
Alfred Berg Bank	Henrik Normann	Anders Rygaard Rasmussen
Alm. Brand Børs	Danske Bank	Nordea Bank Danmark
Amagerbanken		
Amtssparekassen Fyn	Executive Director	Senior Trader
Arbejdernes Landsbank	Michael Watson	Anders Storgaard
Carnegie Bank	Nordea Bank Danmark	Gudme Raaschou Bank
Danske Bank		
Enskilda Securities	Adm. direktør	Afdelingsdirektør
Gudme Raaschou Bank	Carsten Heinild	Kim Lillose
Jyske Bank	Alfred Berg Bank	Danske Bank
HSH Nordbank		
Nordea Bank Danmark	Adm. direktør	Aktiechef
Nykredit Bank	Torben von Lowzow	Christian Klarskov
S E B Merchant Banking	Gudme Raaschou Bank	Handelsbanken Midtbank
Spar Nord Bank		
Handelsbanken Midtbank	Sekretariatet	Head of Trading
Sydbank	Vicedirektør	Søren Førgaard
	Klaus Willerslev-Olsen	Alfred Berg Bank

Associeret medlem

Danmarks Nationalbank	Afdelingschef	Vice President, Equities
	Søren Gade	Gert Jørgensen
		Carnegie Bank

Bestyrelsen

Adm. direktør	Interne udvalg	
Niels Roth (formand)	Aktieudvalget	Afdelingschef
Carnegie Bank	Aktiechef	Jørn Jakobsen
	Torben Bovien	Sydbank
	Nykredit Bank	
Afdelingsdirektør		
Peter F. Andersen	Kunderådgiver	Obligationsudvalget
Jyske Bank	Marianne Dich	Obligationschef
	Jyske Bank	Claus Peter Nielsen
Adm. direktør		Carnegie Bank
Kim Duus	Head of Equities	
Nykredit Bank	Peter Kubicki	Afdelingsdirektør
	Enskilda Securities	Jesper Nørgaard
Vicedirektør		Danske Bank
Kaj Østergaard Mortensen		
Amtssparekassen Fyn		

Portfolio Manager
Poul Gundersen
Danmarks Nationalbank
Head of Fixed income
Teis Knuthsen
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

Chief Dealer
Claus Nørby
Nordea Bank Danmark

Obligationschef
Erik G. Hansen
Amtssparekassen Fyn

Afdelingschef
Svend Pedersen
Sydbank

Trader in Bonds
Per Hansen
ABN AMRO Bank

Investment Banking udvalget

Adm. direktør
Carsten Heinild
Alfred Berg Bank

Adm. direktør
Niels Roth
Carnegie Bank

Adm. direktør
Torben von Lowzow
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

REPRÆSENTATION I
EKSTERNE UDVALG

**Erhvervs- og Boligstyrelsen
Danmarks Erhvervsråd**

Valgperiode november 2002 – november 2005

Direktør
Jørgen A. Horwitz
Finansrådet

**Tekniske handelshindringer i
EU (Støvsugerbanden)**

Kontorchef
Jane Emke
Forsikring & Pension

**Københavns Fondsbørs
Aktieudvalget**

Head of Sales
Jesper Kjærgaard
Alfred Berg Bank

Adm. direktør Niels Roth
Carnegie Bank

Afdelingschef
Søren Gade
Børsmæglerforeningen

Obligationsudvalget
Head of fixed income
Teis Knuthzen
S E B

Afdelingsdirektør
Jesper Nørgaard
Danske Bank

**Værdipapircentralen
Kundeforum**

Afdelingsdirektør
Peter F. Andersen
Jyske Bank

Direktør
Niels Olsen
Carnegie Bank

Fondsrådet

Valgperiode 1. januar 2004 – 31. december 2007

Bankdirektør
Peter Lybecker
Nordea Bank Danmark

Adm. direktør
Niels Roth
Carnegie Bank

Suppleanter:
Underdirektør
Frank Fryd Petersen
Nykredit Bank

Vicedirektør
Kaj Østergaard Mortensen
Amtssparekassen Fyn

**Sagkyndigt medlem
af Sø- og Handelsretten**

Beskikket indtil 31. december 2007

Direktør
Per Skovsted
Gudme Raaschou Bank