



DEN DANSKE BØRSMÆGLERFORENING

## **Bestyrelsens mundtlige beretning ved formanden Niels Roth aflagt på den ordinære generalforsamling den 18. marts 2004**

18. marts 2004

### **Velkomst**

Det er mig en glæde at kunne byde velkommen til den åbne del af Børsmæglerforeningens ordinære generalforsamling. Velkommen til vores indbudte gæster og selvfølgelig en særlig velkomst til Professor Jesper Lau Hansen.

Journalnr. 114/01

Dok. nr. 97883-v1

Inden jeg aflægger beretning, vil jeg give ordet til dirigenten Søren Jenstrup, der vil orientere om den lukkede del af generalforsamlingen.

---

### **Rammebetingelser**

Med de rette rammebetingelser kan kapitalmarkedet give et ikke ubetydeligt bidrag til den økonomiske vækst. Det er efterhånden et veldokumenteret og bredt anerkendt fænomen. For de fleste danskere er det danske realkreditsystem et klart eksempel på, hvordan kapitalmarkedsbaseret kreditformidling nemt og effektivt kan formidle kapital fra aktører med placeringsbehov til eksempelvis familier, der skal finansiere et boligkøb. Aktiemarkedet har sit klare fortrin ved at kunne stille risikovillig opsparing til rådighed for især vækstvirksomheder. Aktiemarkedet kan dermed medvirke til udvikling af nye virksomheder og de omstillinger, erhvervslivet skal igennem for at klare sig godt i en international økonomi. Et velfungerende aktiemarked betyder også, at der løbende finder en markedsbaseret prisfastsættelse sted af virksomheder, hvilket eksempelvis er særdeles relevant ved overtagelser.

En væsentlig egenskab ved kapitalmarkedet er også, at den løbende handel og prissætning sikrer en fordeling af risici på netop de aktører, som er villige til at påtage sig risici. Min opfattelse, og formentlig mange andre markedsaktørers, er, at et velfungerende marked især er kendetegnet ved, at man kan komme hurtigt og billigt ud og ind af forskellige positioner, så nye informationer og vurderinger hurtigt prises ind i kursen. Eksempelvis er en investor typisk villig til at påtage sig en større kurs- eller kreditrisiko, hvis investor eller mægler hurtigt kan komme ud af en position eller dække sig af via et afledet produkt. Især vores aktiemarked har problemer med at leve op til disse krav.

Efter vores bedste vurdering spiller de rammebetingelser, som myndigheder og politikere vogter over, en endda meget vigtig rolle for, hvor effektivt markederne fungerer, og det er vores vurdering, at rammebetingelserne er et godt stykke fra, hvor de burde være. Vi har i flere omgange peget på love og anden regulering, der udgør barrierer for, at markederne er velfungerende eller står i vejen for nyudvikling eller brug af nye instrumenter og teknikker. På flere af disse områder har relevante ministre og myndigheder dog taget problemstillingerne op, og i et vist omfang kan man vel sætte sin lid til, at det sker for at finde brugbare løsninger. Jeg kan her nævne hedgefonde, aktielån, derivater; alle emner jeg vil komme ind på senere.

Økonomi- og Erhvervsministeriet er på andre områder i færd med at sætte fokus på dele af vores aktiemarked, hvor der er arbejde i gang om risikovillige investeringer. Ministeriet har tillige iværksat et analysearbejde om det danske aktiemarked, og vi går gerne ind i en konstruktiv drøftelse herom, når ministeriet er parat til det.

I EU-regi er integrationen af landenes kapitalmarkeder også gjort til et vigtigt element i ønsket om at gøre EU's økonomi til den mest konkurrencedygtige i verden. Den finansielle handlingsplan med

dens mange direktiver og forordninger er i disse år ved at blive implementeret i sektoren. Processen indebærer betydelige omkostninger for branchen. Man diskuterer i disse måneder, hvad indholdet skal være, efter den finansielle handlingsplan er gennemført. Mit bud er, at der skal være en pause, så alle aktører får mulighed for at tilpasse sig de nye regler, og branchen får ro til at opfylde sin rolle i det finansielle system.

### **Aktieavancebeskatning**

Overordnet kan vi ikke klage over manglende opmærksomhed. Om den mest presserende og væsentligste barriere på aktiemarkedet, nemlig reglerne for beskatning af privates aktieavancer, savner vi dog i udstrakt grad handling. Det eneste positive i sagen i meget lang tid var, da statsministeren i februar i Folketinget sagde, at regeringen har et stærkt ønske om en forenkling af reglerne for beskatning af privates aktieavancer. Det er et ønske, vi fuldt ud tilslutter os.

Regeringen har hidtil afstået fra forenklinger af aktieavancereglerne med henvisning til skattestoppet, herunder især hensynet til adgangen til at realisere mindre avancer skattefrit efter 3-årsreglen. Efter vores vurdering må dette problem imidlertid kunne løses, og eksempelvis har både Sverige og Norge kunnet lave mere simple regler. Hvor der er vilje er der vej!

Det er sagt før, men det må åbenbart siges igen! De gældende regler er uhyre komplicerede og må anses for indbegrebet af en administrativ byrde for investorerne og vel også for skatteadministrationen. I tilgift - og en art tilgift man gerne lod sig skille fra - så indbyder reglerne til en stærkt uhensigtsmæssig adfærd hos investorerne. Det gælder 130.000's-grænsen, som det er uattraktivt for investorerne at overskride. Dernæst er der 3-årsreglen, som fastlåser aktiebesiddelser. Konsekvensen af reglerne er, at skattemæssige overvejelser alt for ofte eller i for høj grad

kommer til at dominere over i øvrigt fornuftige overvejelser om køb eller salg af en aktiepost.

Side 4

I Norge og Sverige betaler man uanset ejertid henholdsvis 28 og 30 pct. i skat af aktieavancer. Herhjemme kommer man nemt til at betale op til 59 pct. ved realisation inden for tre års ejertid, og først 43 pct. derefter. Vi ligger meget langt efter vores naboer på dette område.

Journalnr. 114/01

Dok. nr. 97883-v1

Følgerne af reglerne er, at vi står med et marked, der er mindre velfungerende, end det kunne være og med højere kapitalomkostninger for selskaberne til følge.

### **Problemer med manglende børsintroduktioner**

I 2003 blev der ikke foretaget egentlige børsintroduktioner på Københavns Fondsbørs, når der ses bort fra tilkomsten af to investeringsselskaber, og den sidste egentlige børsintroduktion på Fondsbørsen var i juni 2001. Fraværet af nye børsnoteringer hænger som bekendt sammen med den betydelige usikkerhed, der har hersket på aktiemarkederne i kølvandet af punkteringen af dotcom boblen og den efterfølgende nedgang i økonomien. En medvirkende faktor har været det historisk set meget lave renteniveau, hvorved gældsfinansiering er blevet et gunstigt alternativ. På de øvrige, europæiske børser har der heller ikke været kødannelser af potentielle børsaspiranter, så den umiddelbare situation på de danske markeder afviger ikke væsentligt fra udlandet, om end der visse steder er set en spirende interesse.

Om mulighederne for at børsintroducere nye, mindre selskaber er der imidlertid en række strukturelle træk, som giver anledning til yderligere overvejelser.

I løbet af de sidste 10 år er der sket en gradvis forøgelse af kravene til udarbejdelse og indhold af børsprospekter, ligesom markedsføringen er blevet meget mere omfattende. Aktier er i dag

et globalt produkt. Udviklingen har betydet, at børsintroduktioner er blevet mere komplicerede og dyrere. Man kan pege på flere årsager hertil, men den væsentligste enkeltfaktor er efter min vurdering internationaliseringen med større krav til, at dokumentationen juridisk er på plads, så investorerne ikke efterfølgende rejser erstatningskrav. Ligeledes er de institutionelle investorers krav til likviditeten i de udstedte aktier steget. Summen af dette er, at den nedre grænse for en børsintroduktion er steget markant, og børsværdien af et nyt selskab skal helst over 1½-2 mia. kr., før en introduktion kan komme på tale.

Med disse vilkår er mange af de danske, mindre og mellemstore virksomheder afskåret fra at blive børsnoteret på normal vis og drage de fordele, der er forbundet hermed. Det er her positivt, at Fondsbørsen og regeringen er opmærksomme på problemet og har igangsat et arbejde med at finde løsninger på problemstillingen.

Et såkaldt alternativt børsmarked for mindre selskaber indgår som et modul i overvejelserne. Fra Børsmæglerforeningens side støtter vi, at mulighederne bliver undersøgt grundigt, så der kommer et godt beslutningsgrundlag. Nøgleordene er, at det skal være enkelt og billigt for alle parter. Alle involverede er klar over, at det ikke er nogen hel nem opgave at forene potentielle selskabers ønske om lavere informationskrav i forhold til børsnoterede selskaber og hensynet til at sikre investorerne et godt beslutningsgrundlag for at investere. Der skal også tages stilling til, hvordan markedspladsen skal placeres i forhold til gældende og kommende regulering fra EU's side.

En løsning på den næsten gordiske knude forudsætter selvsagt, at der er investorer, som vil købe aktier i de mindre selskaber. Der vil næppe være nogen interesse fra udlandets side, som ellers er storftager af aktier i de største danske selskaber. En mulig løsning må derfor basere sig på interesse fra danske institutionelle investorer og private investorer. Mere simple skatteregler er i denne

sammenhæng en helt nødvendig forudsætning for at få sidstnævnte gruppe på banen.

Side 6

### **Hedgefonde**

På vores generalforsamling i fjor kom vi med et klart ønske om, at der herhjemme skabes en platform, så det bliver muligt at lave danske hedgefonde. Ønskerne drejer sig både om et juridisk set-up og en brugbar skattemæssig behandling af sådanne danske hedgefondes aktiviteter. Det var prisværdigt, at økonomi- og erhvervsministeren efterfølgende tog sagen op, og at der nu er sat et arbejde i gang i Finanstilsynet og Skatteministeriet om de relevante problemstillinger.

Journalnr. 114/01

Dok. nr. 97883-v1

For det juridiske set-up har vi ønsket mulighed for en open-ended struktur svarende til skabelonen for investeringsforeninger, således at der kan etableres hedgeforeninger.

Ud fra en risikobetragtning kan investering i hedgefonde bedst sammenlignes med at investere i enkeltaktier. Når man investerer i en aktie, er det med tro på ledelsens evne til at drive virksomheden efter de intentioner, der fremgår af selskabets mission. Når investor placerer i en hedgefond, tager investor især en risiko på porteføljeforvalterens evne til at forvalte midlerne og gør det med udgangspunktet i et prospekt og øvrig information om fonden. Beskyttelsesniveauet for investorerne bør ud fra denne betragtning være på linje med investering i aktier. Afgørende må være, at investorerne får et seriøst beslutningsgrundlag samtidig med en effektiv kontrol af, at hedgeforeningen holder sig inden for de risikorammer, som den har oplyst i salgsmaterialet eller prospektet. Det er endvidere vigtigt, at der åbnes adgang for et varieret udbud, således at der bliver mulighed for både større foreninger og mindre, udpræget nicheorienterede udbydere.

På skattesiden er der behov for, at indkomsten opgøres efter et nettoprincip, således at tab og gevinster på finansielle instrumenter,

aktielån samt andre indtægter og udgifter opgøres samlet, og nettoindkomsten beskattes under én hat.

Side 7

Det forhåbentlige slutresultat er, at regelsættet giver fuld investeringsfrihed, og at det skattemæssigt bliver praktisk muligt at afsætte beviser fra hedgeforeninger til såvel danske som udenlandske investorer. Det centrale i beslutningstagernes vurderinger bør være, at hedgefonde under alle omstændigheder er ved finde vej til danske investorer, hvorfor man bør indrette reguleringen, så det kan ske mest effektivt.

Journalnr. 114/01

Dok. nr. 97883-v1

### **Derivater**

Det danske marked for aktiederivater er tilbagestående i forhold til markederne omkring os. I Sverige er omsætningen faktor 10 af den danske, og i Norge er omsætningen på det dobbelte. Der er flere årsager hertil, men også på dette område er skattereglerne den øverste barriere, hvor især den manglende adgang til at modregne tab på derivater i eksempelvis gevinst på det underliggende aktiv udgør et problem. Der er en dialog med myndighederne om denne problemstilling, og jeg vil opfordre til, at denne fører til et brugbart udfald.

Der er en række gode grunde til at udvikle et derivatmarked. For markedet er der gevinster i form af øget likviditet og en mere effektiv prissætning af de underliggende aktier. For investorerne er der især tale om en effektiv adgang til at afdække og justere positioner.

### **Aktielån**

Sammen med Finansrådet og Københavns Fondsbørs har vi længe ønsket bedre vilkår for at lave aktielån. Også her er skatten den største barriere for udviklingen af markedet. Domstolene har fastslået, at en ikke-næringsdrivende låntager er uden fradragsret for tab, men beskattes af en eventuel gevinst efter væddeløbsparagraffen. Som bekendt beskattes aktiegevinster

normalt efter aktieavancebeskatningsloven, og det bør gevinster fra aktielån også. Skattedepartementet har dog også her inviteret til en dialog om en decideret lovgivning, som forhåbentlig vil løse problemerne.

Hvis vi får forbedret vilkårene for aktielån, så vil mulighederne for dels at benytte derivater, dels lave short selling blive øget markant, idet aktielån er et delelement i en short selling position.

### **Generelle skattebetragtninger**

I det foregående har jeg især fremhævet skattesystemet som en afgørende barriere for udviklingen af det danske værdipapirmarked. Det er vigtigt for mig at fremhæve, at kritikken ikke går på, om princippet om afkast fra værdipapirer skal beskattes eller ej, men at der i de nuværende regler er for mange forvridninger og barrierer, som hindrer anvendelse af finansielle produkter til skade for hele økonomien.

Problemet er, at kapitalindkomst i udstrakt grad beskattes vidt forskelligt afhængigt af, hvordan den fremtræder, og i hvilken sammenhæng den er tjent. Mange af reglerne har endvidere udviklet sig ved knopskydninger og lappeløsninger. Man kan vist roligt sige, at der ikke er meget investorbekyttelse indbygget i skattesystemet. På et tidspunkt bliver det påkrævet med en gennemgribende revision af hele området.

### **Obligationsmarkedet**

I 2003 fik vi en gennemgribende modernisering af markedspladsen for statsobligationer. Engroshandlen blev overført til den internationale handelsplatform MTS, hvor handlen sker elektronisk, samtidig med at Nationalbanken etablerede en primary dealer eller pd-ordning. Engroshandlen med statspapirer er nu på samme "tekniske" niveau som i 12 andre EU-lande.

For de danske deltagere var det vigtigt, at reglerne om offentliggørelse af handler blev justeret, så handler over 3 mio. kr. uden om Fondsbørsens handelssystem og altså også handler på MTS-plattformen først offentliggøres efter handelsdagens slutning. Hidtil skulle alle indberettede handler vises til markedet i løbet af 5 minutter, og en fortsættelse af denne regel for statspapirer ville ikke have givet "level playing field" for de danske deltagere i forhold til de heldigvis mange udenlandske deltagere i pd-ordningen. De nye regler på dette område er også mere på linje med reglerne på udenlandske markeder.

Endelig har de mindre investorer fået adgang til at handle statsobligationer direkte på børsen, og mulighederne herfor støttes af, at en række mæglere har forpligtet sig til at stille priser på Fondsbørsen for mindre handler.

Efter vores vurdering er der samlet set fundet en tilfredsstillende løsning, som alle interessenter bør kunne få gavn af i de kommende år.

Vi har forstået, at Finanstilsynet ønsker en gennemgang af hele regelsættet for gennemsigtighed på obligationsmarkedet, når den igangværende revision i EU af det nuværende investeringsservicedirektiv er tilendebragt. Modsat aktier vil det nye direktiv næppe indeholde regler om transparens for obligationer. Vi stiller gerne op til en sådan dialog sammen med markedets øvrige interessenter.

### **EU-regulering**

En stadig større del af reguleringen af det danske værdipapirmarked kommer fra EU. Der laves i disse år mange direktiver og forordninger med det formål at skabe et reelt fælles kapitalmarked for de nu snart 25 EU-lande. Hensigten med reglerne er at lette adgangen til grænseoverskridende virksomhed og etablere ens spilleregler for markedsaktørerne, så ingen på grund af

forskellige regelsæt mellem landene opnår konkurrencefortrin. Slutresultatet på hele øvelsen skulle gerne være, at udbydere og investorer får de fordele, som ét stort og åbent marked tilbyder, og hvor benchmark herfor er det amerikanske kapitalmarked.

Et fælles kapitalmarked i EU forudsætter en betydelig grad af harmonisering af medlemslandenes regler, idet landene i udgangssituationen har indrettet sig noget forskelligt. Det gælder ikke mindst vedrørende investorbekyttelse. Den uheldige harmonisering opstår ofte, når hvert land skal have "noget" indført i teksten, så man så at sige "summerer" landenes hidtidige regler. En bedre harmonisering fås ved at udarbejde et sammenhængende regelsæt. På visse områder må de enkelte lande acceptere mindre administrativ forbrugerbeskyttelse, men forbrugerne vil høste en samlet mergevinst ved en større konkurrence.

### **Revisionen af ISD**

Som jeg tidligere har nævnt, arbejdes der for tiden - intensivt vist nok - med en revision af det gældende investeringsservicedirektiv. For børsmæglererhvervet er der tale om et meget vigtigt direktiv, som vil berøre centrale dele af vores virksomhedsaktivitet.

Centralt i hele debatten er det legale set-up for markedernes indretning og stillingen mellem børserne og værdipapirhandlerne.

I det nuværende ISD er der mulighed for, at et land kan have børspligt for landets egne investorer. Den adgang er primært brugt i de sydeuropæiske lande. I de nordiske lande og UK har vi haft en markedsstruktur, hvor parterne frit har kunnet aftale handelsform.

I de kommende regler vil landene ikke kunne indføre børspligt. Til gengæld kommer der krav om en reel market maker-forpligtelse for børsmæglere, som handler uden om børsen. Det er et nyt krav for os og hermed en pris, danske mæglere "betaler" for, at investorerne i andre lande får mere liberale regler.

Efter vores opfattelse bør market maker-forpligtelsen imidlertid kun gælde i forhold til de handler, som konkurrerer direkte med fondsbørser, og forpligtelsen bør ikke gælde engrosmarkedet.

Journalnr. 114/01

Dok. nr. 97883-v1

### **Afslutning**

Børsmæglerforeningen har i det forløbne år beskæftiget sig med en række andre problemstillinger, som jeg ikke har været inde på her. Disse er omtalt i den skriftlige beretning, der er omdelt til alle deltagere.

Som annonceret for et par måneder tager jeg med denne generalforsamling afsked med Børsmæglerforeningen, som jeg har deltaget i bestyrelsen for siden 1994 og som formand for siden begyndelsen af 2001. Det har været en spændende periode, hvor mange udfordringer er blevet håndteret til gavn for branchen. Aktieavancebeskatningsreglerne er et område, der ikke er blevet trimmet, uanset at jeg ikke har forsømt at bringe spørgsmålet op i de forgangne år, men her er så en opgave, som den nyvalgte formand må arbejde videre med. Jeg vil endelig benytte lejligheden til at ønske den nye formand tillykke med valget.

Jeg vil gerne slutte med en tak til vores samarbejdspartnere. Tak til Økonomi- og Erhvervsministeriet, Finanstilsynet, Fondsrådet, Københavns Fondsbørs, Nationalbanken, Værdipapircentralen og Finansrådet, men selvfølgelig også andre myndigheder, organisationer samt pressen for et godt samarbejde.

Tak for jeres opmærksomhed.