



Årsberetning 2002

BØRSMÆGLERFORENINGENS ÅRSBERETNING 2002

UDGIVET AF

Børsmæglerforeningen

Finansrådets Hus

Amaliegade 7

1256 København K

LAYOUT

Finansrådet

TRYK

Fr. G. Knudtzons Bogtrykkeri A/S

OPLAG

500 stk.

ISSN: 1399-2376

## INDHOLD

FORMANDENS FORORD	4
UDVIKLINGEN PÅ DEN DANSKE MARKEDSPLADS	7
Markedspladsens indretning - nye initiativer	7
Udviklingen på det danske derivatmarked	7
Anbefalinger på Corporate Financeområdet	8
Fortsat stabilitet i markedet gør ordningerne	10
Stock dividend	12
SKATTEFORHOLD	15
Aktieavancebeskatning	15
Aktielån	15
Indberetning af formidling af afståelse af børsnoterede aktier	16
OFFENTLIG REGULERING AF VÆRDIPAPIROMRÅDET	19
Revision af bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik	19
Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder	20
Insiderregisteret	21
DANNELSE AF ET FÆLLES KAPITALMARKED I EU	25
Integration af værdipapirmarkederne i EU	25
Direktivforslag om revision af investeringsservicedirektivet	25
Direktivforslag om markedsmisbrug	28
Prospektdirektivforslaget	29
Kommende direktiv om "oplysningforpligtelser for børsnoterede selskaber"	31
Forslag til EU-direktiv om overtagelsestilbud	33
UDVIKLING OG KONSOLIDERING PÅ VÆRDIPAPIRMARKEDERNE	35
Introduktion	35
Clearing og afvikling	35
Markedsmæssig udvikling og konsolidering på det danske marked	36
Perspektiver for den danske værdipapirhandel	38
MEDLEMSFORTEGNELSE, BESTYRELSE, SEKRETARIAT, UDVALG OG EKSTERN REPRÆSENTATION	40

## FORMANDENS FORORD

2002 blev det værste år for branchen i mange år. Den betydelige usikkerhed, der har rådet på de finansielle markeder igennem det meste af 2002, hvor ikke mindst usikkerheden om en eventuel krig i Irak har sat sit tydelige spor, har resulteret i en lavere omsætning og vigende indtjening i investeringsbankerne. Især aktiviteterne inden for aktiehandel og corporate finance området har været svagt i det forløbne år, hvorimod obligationsområdet udviklede sig mere positivt.

Den kedelige udvikling med betydelig usikkerhed og en svag markedstendens er desværre fortsat i indeværende år, og foreningen ser med betydelig bekymring på den fortsat faldende omsætningsvolumen i aktier på Københavns Fondsbørs. At der er grund til bekymring understreges af, at det danske aktiemarked allerede i forvejen er kendetegnet ved et mindre gunstigt udgangspunkt, hvad angår størrelse og omsætningsvolumen. Foreningen ser således en risiko for, at det beskedne danske aktiemarked risikerer at få reduceret sin funktionsduelighed i betænkelig grad, hvilket vil kunne være til betydelig skade for danske virksomheders fremtidige muligheder for at hente kapital på konkurrencedygtige vilkår. Foreningen vil derfor kraftigt opfordre til, at ethvert initiativ, der kan medvirke til at forbedre omsætningen, fremmes mest muligt.

Det største ønske, foreningen har til politikkerne, er fortsat en forenkling af reglerne for beskatning af aktieavancer for private investorer. Vi har da også med en positiv interesse noteret os, at regeringen i lovprogrammet har tilkendegivet at ville fremsætte forslag om en forenkling af dette regelsæt. Hovedformålet må være at få regelsættet indrettet på en sådan måde, at skattemæssige overvejelser ikke spiller væsentligt ind på beslutningerne hos investorerne. Det er ikke tilfældet for de nuværende regler som har en tydelig likviditetshæmmende effekt.

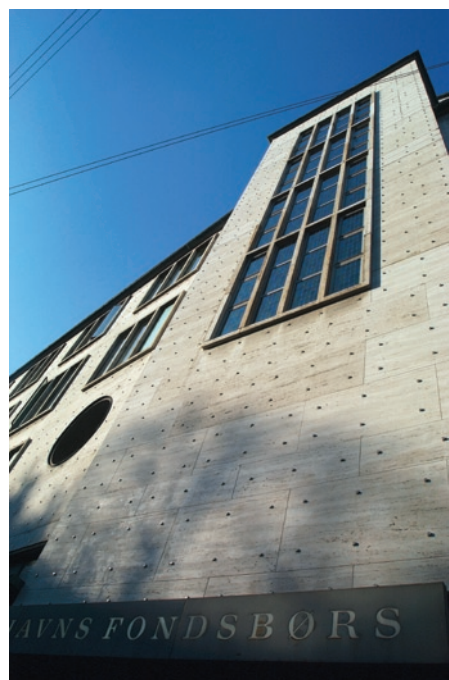
Set i relation til at løfte omsætningen og sikre en mere effektiv prisdannelse på den danske fondsbørs ville det tillige være en fordel, hvis der kunne etableres og sælges hedge funds herhjemme på basis af danske aktier. Internationalt set er hedge funds en hastigt voksende investeringsform, og globalt var der i 2002 skønsmæssigt placeret USD 500 mia. i denne investeringsform. Hedge funds skaber megen omsætning relativt til deres størrelse, fordi de typisk forfølger meget aktive og fleksible strategier i formueplejen. Hedge funds bidrager også til en mere effektiv kursdannelse, idet de ofte anvender short selling og afledte produkter for at opnå den tilsigtede profil for afkast og risikospredning.

Hedge funds er ikke i dag anerkendt af de danske myndigheder, hvilket gør det stort set umuligt herhjemme at afsætte hedge funds til danske investorer. Myndighederne bør derfor snarest få fastlagt klare rammer, der tillader drift, markedsføring og salg på det danske marked af hedge funds. Afsætningen af produkterne bør selvfølgelig kun ske til investorer, som finansielt kan håndtere produktet og som forstår de relevante risici.

Arbejdet med god-skik-regler har optaget en betydelig del af foreningens arbejde i 2002, dels i form af revisionen af bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik, dels som følge af at der skal udstedes en ny bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder. Et af formålene med reglerne er at øge gennemsigtigheden for forbrugerne og med den betydelige information, der nu skal gives, må dette mål vel siges at være nået. Begge bekendtgørelser vil medføre en øget byrde for værdipapirhandlerne og hermed forøge omkostningerne ved at foretage værdipapirhandel. Af hensyn til at holde omkostningsniveauet for værdipapirhandel på et fornuftigt niveau bør der ikke ske større ændringer, før der kommer nye EU-regler på området.

Reglerne omkring gennemsigtighed på markedspladsen i form af bestemmelser om indberetning og offentliggørelse af handler er et område, foreningen vil sætte større fokus på, fordi der på dette område kommer nye EU-regler, og internationaliseringen af det danske marked gør det vanskeligere at opretholde særlige danske regler. Det er vigtigt, at vi på dette område får tilpasset reglerne, så de ikke stiller de danske børsmæglere i en ringere konkurrencesituation i forhold til de udenlandske aktører.

Niels Roth



Markedspladsens indretning - nye initiativer

Udviklingen på det danske derivatmarked

Anbefalinger på Corporate Financeområdet

Fortsat stabilitet i markedet gør ordningerne

Stock dividend

## UDVIKLINGEN PÅ DEN DANSKE MARKEDSPLADS

### Markedspladsens indretning - nye initiativer

I forhold til de foregående år, hvor der skete betydelige ændringer i handelssystemerne og funktionaliteten på Københavns Fondsbørs, har det i 2002 været relativt begrænset med nye initiativer på den danske markedsplads. Det kan dog fremhæves, at der i regi af Københavns Fondsbørs blev etableret en markedsplads for ikke-børsnoterede investeringsforeningsbeviser, XtraMarkedet. Handlen på den nye markedsplads startede den 1. marts 2002. I 2002 bidrog foreningen og dens medlemmer også i fondsbørsens arbejde med at etablere to nye segmenter for små og mellemstore selskaber, SmallCap+ og MidCap+. For selskaberne i de to segmenter stilles der blandt andet krav om en højere standard for information til markedet og en relativ stor likviditet.

Vilkårene for handel med aktier og obligationer præges i stadig større grad af internationalisering, og på Københavns Fondsbørs er det især NOREX Alliancen, som er af direkte betydning.

Norex Member Rules (NMR) indeholder harmoniserede medlems- og handelsregler for aktie- og obligationshandel på de nordiske børser, der har tilsluttet sig NOREX Alliancen, hvilket vil sige Stockholmbørsen, Islands Fondsbørs, Oslo børsen og Københavns Fondsbørs. NMR har eksisteret siden oktober 2001 og indeholder på aktiesiden en høj grad af harmonisering, hvorimod der på obligationssiden fortsat er væsentlige forskelle mellem børsernes handelsregler.

Børsmæglerforeningen har haft en god dialog vedrørende NMR med såvel børserne i NOREX Alliancen som de øvrige børsmæglerforeninger i alliancens medlemslande. En ny version af NMR er på tegnebrættet og flere af de ønsker, som de nordiske børsmæglerforeninger har haft til ændringer eller tilføjelser til NMR, er allerede gennemført eller overvejes af børserne. Børsmæglerforeningen kan i høj grad tilslutte sig harmoniseringsinitiativet i NMR, men der er og vil fortsat være forskelle blandt de enkelte markeder og i landenes lovgivning, som berettiger til nationale særregler.

### Udviklingen på det danske derivatmarked

2002 bød på en mindre stigning i omsætningen af futures og optioner (derivater) - men fra et meget lavt niveau - og generelt har der siden midten af 1990'erne været tale om en vigende tendens i den danske børsnoterede derivatomsætning. Stigningen i 2002 stammer primært fra en øget omsætning i handlen med optioner på enkeltaktier.

For at imødegå den vigende tendens har der de seneste år været igangsat en række initiativer. Således er de danske aktiederivater siden ultimo 2000 blevet handlet på det svenske handelssystem CLICK og afviklingssystemet SECUR. I sommeren 2001 fik medlemmer af Stockholmsbörsen og OM London Exchange mulighed for at handle danske derivater i samme system og samme ordrebog, idet de tre børser teknisk set er forbundet med et link. I november 2001 blev der introduceret en market maker ordning på aktiederivater, således at der løbende stilles priser i alle derivater baseret på KFX-indekset og optioner baseret på en række enkeltaktier.

Rækken af initiativer er fortsat i 2002. Senest har Københavns Fondsbørs meddelt, at Fondsbørsen bliver samarbejdspartner med den kommende fælles europæiske børs for aktiederivater, EDX London. Med etableringen af EDX London vil danske, norske, svenske og engelske derivater kunne handles på den samme børs. EDX er underlagt engelske tilsynsmyndigheder, og clearingen af handlen foregår i London Clearing House. Samtidig kan disse produkter handles i den samme ordrebog på de tre NOREX-børser og cleares i de lokale clearingcentraler. Ligeledes har Fondsbørsen afholdt en række åbne derivatseminarer i slutningen af 2002.

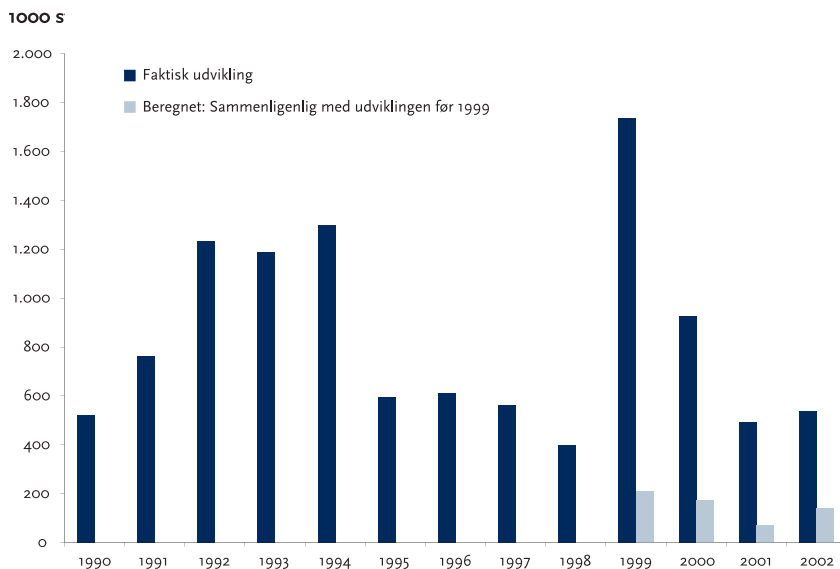
Trods det seneste års stigning og de seneste års initiativer må omsætningen karakteriseres som lav på det danske børsnoterede aktiederivatmarked. Fra flere sider peges der fortsat på den u hensigtsmæssige beskatning af derivater for private investorer, men også manglen på en effektiv aktielåneordning på det danske marked er en af de væsentlige årsager til den lave omsætning på aktiederivatmarkedet. Børsmæglerforeningen har i samarbejde med markedets øvrige interessenter løbende påpeget den u hensigtsmæssige derivatbeskatning af private investorer og arbejder aktivt for opbygningen af et effektivt og likvidt marked for aktielån, jf. kapitel 2.

De danske rentederivater handles "off-exchange" med efterfølgende indberetning til Københavns Fondsbørs.

### Anbefalinger på Corporate Financeområdet

Børsmæglerforeningen udstedte i foråret 2002 anbefalinger til medlemmerne om regulering af corporate finance- og aktieanalyseaktiviteter samt medarbejderhandel. Indtil da havde der ikke været fælles branchestandarder på området. Anbefalingerne skal skabe en fælles referenceramme for investment banker i Danmark og vil medvirke til at styrke tilliden til værdipapirmarkedet, herunder tilliden til danske analytikeres uafhængighed og objektivitet.

## Derivatomsætningen på Københavns Fondsbørs 1990-2002



Note: Fra 15. marts 1999 er der foretaget ensretning af KFX-kontraktstørrelserne til 10.000 fra 100.000  
Kilde: Københavns Fondsbørs

Anbefalingerne omhandler, hvordan den enkelte investment bank kan undgå eller håndtere eventuelle interessekonflikter, når den både fungerer som rådgiver for et selskab og samtidig udarbejder aktieanalyser om samme selskab. I USA har børs-mæglerbranchen i de seneste par år været presset af en lang række sager om aktie-analytikeres kritiske dobbeltroller. På det europæiske marked har der ikke været tilsvarende sager, men erfaringerne fra USA viser imidlertid, at det er et område med mulige interessekonflikter, som kræver en særlig bevidsthed.

Med anbefalingerne lever den danske markedsplads op til de væsentligste af de krav, som er blevet formuleret i USA. For at afværge og/eller håndtere disse konflikter er det vigtigt for aktørerne i branchen, at der fastsættes tydelige standarder, som svarer til best practice. Foreningen vil derfor løbende følge op på, om der er behov for yderligere initiativer.

Anbefalingerne kan findes på Børsmæglerforeningens hjemmeside - [www.dbmf.dk](http://www.dbmf.dk).

## Fortsat stabilitet i market maker ordningerne

Market maker ordningerne "Quote on Request" for stats- og realkreditobligationer i Børsmæglerforeningen udviste også i 2002 stor stabilitet med hensyn til antallet af deltagende børs-mæglere.

I market maker ordningerne er der på nuværende tidspunkt 12 statsobligationer og 15 realkreditobligationer med deltagelse af 10 market makere for realkreditobligationer og 9 for statsobligationer.

En oversigt over papirer og deltagere i de to ordninger er angivet i boks 1 og 2.

Optagelse af statsobligationer eller realkreditobligationer i Børsmæglerforeningens market maker ordning "Quote on Request" beslutes af Børsmæglerforeningens obligationsudvalg. Market maker ordningen omfatter ultralikvide obligationer.

Der har i løbet af 2002 været tale om følgende benchmarksift for statsobligationer:

Pr. 2. september 2002:

- 2-årig benchmark skiftes fra 5% 2003 til 4% 2004
- 5-årig benchmark skiftes fra 8% 2006 til 4% 2008
- 10-årig benchmark skiftes fra 6% 2011 til 5% 2013

## Boks 1 Market maker ordningen for statsobligationer

### Statsobligationer omfattet af market maker ordningen

---

8% St.L. 03	5% St.gb. 03	4% St.gb. 04	7% St.L. 04	5% St.L. 05	8% St.L. 06
7% St.L. 07	4% St.L. 08	6% St.L. 09	6% St.L. 11	5% St.L. 13	7% St.L. 24

### Deltagere i ordningen

---

ABN AMRO Bank – Copenhagen Branch	Nykredit Bank A/S
Amstssparekassen Fyn A/S	SEB Merchant Banking
Danske Bank	Spar Nord Bank A/S
Landesbank Schleswig-Holstein Girozentrale	Sydbank A/S
Nordea	

## Boks 2 Market maker ordningen for realkreditobligationer

### Realkreditobligationer omfattet af market maker ordningen

---

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

### Deltagere i ordningen

---

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

Udskiftning af benchmark for statspapirer sker primært under hensyn til cirkulerende mængde, likviditet og ejerfordeling, og beslutning herom foretages af Børsmæglerforeningens obligationsudvalg.

### **Elektronisk handel og market making i danske statsobligationer**

De danske market makere på statsobligationer og Nationalbanken drøfter løbende indretningen af engrosmarkederne for statsobligationer. I denne forbindelse er ligeledes drøftet muligheden for etablering af elektronisk market making og en eventuel etablering af en dansk Primary Dealer ordning. Som nævnt ovenfor handles de ultralikvide danske statsobligationer i dag i Børsmæglerforeningens market maker ordning "Quote on Request", hvorfor Børsmæglerforeningen har deltaget i drøftelserne med status som observatør.

Elektroniske handelssystemer og elektronisk market making vinder større og større indpas på de europæiske engrosobligationsmarkeder. Danmark var det første af de europæiske lande, som indførte elektronisk værdipapirhandel og elektronisk registrering af værdipapirer. Omvendt har langt hovedparten af de europæiske lande i dag elektroniske market making, hvor det danske engrosmarked fortsat er domineret af telefonhandel. Såvel Nationalbanken som market makerne har derfor været enige om behovet for at fokusere på mulighederne for at videreudvikle det danske marked. En videreudvikling af det danske engrosmarked for obligationshandel og harmoniseringen af værdipapirhandelsmarkedet generelt i Europa bør samtidig give grobund for en tilpasning af det danske regelsæt for den danske obligationshandel.

### **Stock dividend**

I 2002 har Værdipapircentralen udviklet en såkaldt stock dividend facilitet for investeringsforeningsbeviser, der implementeres den 10. marts 2003. Stock dividend er udbytte i form af nye beviser i samme afdeling i stedet for kontanter. Hidtil har udbytte alene kunnet udloddes til investorerne i form af kontanter. Hvis investor ønsker udbyttet geninvesteret i afdelingen, vil valg af udbytte i form af stock dividend betyde, at investor undgår visse handelsomkostninger. Der åbnes herved mulighed for, at det også kan være attraktivt at geninvestere selv mindre udbytter i nye investeringsforeningsbeviser.

For at investor kan modtage udbytte i form af nye beviser, skal Investeringsforeningen give adgang til dette. Derudover kræves det, at pengeinstituttet, hvor investor har sit depot, tilbyder produktet stock dividend. Er disse betingelser opfyldt, vil investor fx kunne angive en stående ordre om geninvestering af udbyttet i videst muligt omfang. Opgørelse og udbetaling af stock dividend håndteres fuldautomatisk i Værdipapircentralen på baggrund af pengeinstitutternes registreringer på investorenes depoter.

Uanset om udbyttet er i form af kontanter eller beviser, skal udbytteskatten tilbageholdes efter de almindelige regler, før udlodningen sker til investor.



Aktieavancebeskatning

Aktielån

Indberetning af formidling af afståelse  
af børsnoterede aktier

## SKATTEFORHOLD

### Aktieavancebeskatning

Selv om der efterhånden fra politisk side - efter vedvarende pres fra mange sider - er blevet rodfæstet en opfattelse af, at de gældende aktieavancebeskatningsregler bør forenkles, er der fortsat ikke sket noget. Regeringen har dog meddelt, at sagen fortsat overvejes, og det fremgår da også af regeringens lovprogram for folketingsåret 2002/2003, at der muligvis vil komme et forslag til forenkling af aktieavancebeskatningsreglerne.

Børsmæglerforeningen er fortsat af den opfattelse, at det er bydende nødvendigt at fjerne den såkaldte 3-års regel og 100.000 kr. grænsen. Dermed slipper investorerne for overvejelser om beholdningsstørrelse og ejertid, hvilket vil være med til at forbedre likviditeten på det danske aktiemarked, idet indlåsnings effekterne bliver formindsket. Herved reduceres de børsnoterede virksomheders kapitalomkostninger.

Uagtet at der fra politisk side er udvist velvilje over for forenklinger af reglerne for beskatning af aktieavancer, har regeringen tilsyneladende vanskeligt ved at nå frem til en forenkling, som ikke samtidig er problematisk i forhold til skattestoppet. Imidlertid bør man kunne indføre overgangsregler i forbindelse med en forenkling, som kan overvinde de udfordringer, skattestoppet giver.

Det kraftige fald, der igennem de seneste år har fundet sted i omsætningsvolumen i det danske aktiemarked har medført, at det i forvejen i volumen henseende beskedne danske marked risikerer at få reduceret sin funktionsduelighed i betænkelig grad. Dette vil være til betydelig skade for danske virksomheders fremtidige muligheder for at hente kapital på konkurrencedygtige vilkår. Enhver institutionel forhindring i at have et velfungerende aktiemarked bør følgelig have allerhøjeste prioritet. I lyset heraf er det Børsmæglerforeningens opfattelse, at det vil være uacceptabelt, hvis skattestoppet er til hinder for en forenkling af aktieavancebeskatningsreglerne.

Statsministeren bebudede i slutningen af december 2002, at et eventuelt forslag om ændring af aktieavancebeskatningsreglerne vil blive fremsat i marts 2003. Børsmæglerforeningen skal kraftigt opfordre til, at regeringen nu viser handling og tager de udfordringer op, som en forenkling af reglerne om beskatning af aktier giver.

### Aktielån

I juni 2002 besvarede Ligningsrådet det sidste af de spørgsmål, som indtil videre er blevet indbragt vedrørende de skattemæssige regler for aktielån. Det står nu klart, at ikke alle aktielånere vil kunne få fradrag for tab og omkostninger i forbindelse med

aktielån, hvilket er uacceptabelt. Ligningsrådets afgørelse er derfor blevet indbragt for Landsskatteretten.

Ligningsrådets afgørelse viser, at der er behov for en egentlig lovregulering af de skattemæssige konsekvenser, der er forbundet med aktielån, hvilket er blevet gjort klart over for Skatteministeriet. Som resultat heraf er spørgsmålet om lovregulering af skattereglerne for aktielån taget med på regeringens lovprogram, hvoraf det fremgår, at man i forbindelse med revideringen af aktieavancebeskatningsloven vil se nærmere på de skattemæssige spørgsmål vedrørende aktielån.

Børsmæglerforeningen vil sammen med Finansrådet fortsat presse på for rimelige og enkle skatteregler for aktielån såvel politisk som over for skattemyndighederne.

## Indberetning af formidling af afståelse af børsnoterede aktier

I 2002 blev der vedtaget en ændring af skattekontrollovens § 10. Ændringen indebærer, at værdipapirhandlere skal indberette kunders afståelser af børsnoterede aktier til skattemyndighederne. Før ændringen var det depotførere, der skulle indberette udtagelse af aktier fra depot.

Værdipapirhandleren skulle derfor første gang foretage denne indberetning primo 2003 vedrørende handler i skatteåret 2002. Formålet med indberetningen er et ønske fra myndighedernes side om at give investorerne et større incitament til at indberette aktieavancer ved i givet fald at fortrykke på den enkelte investors selvangivelse, at skattemyndighederne kan se, at investor har solgt aktier i løbet af året. Dette suppleres med personlige portaler på Internettet, hvor investor kan gå ind og få assistance til at selvangive korrekt. Disse portaler etableres i foråret 2003.

Børsmæglerforeningens og Finansrådets ønske om at ændre indberetningspligten skyldtes, at udtagelse af depot ikke nødvendigvis har aktieavancemæssige konsekvenser. Det er for eksempel i tilfælde af overflytning af aktier fra et depot til et andet. Tidligere ville skatteyderne derfor modtage "advarsler" fra skattemyndighederne om ikke at glemme at indberette eventuelle aktieavancer, også når det ikke var berettiget. Det medførte usikkerhed hos investorerne og et unødvendigt stort antal henvendelser til skattemyndigheder og rådgivere. Finansrådet og Børsmæglerforeningen ønskede derfor, at det blev fondshandleren, der stod for indberetningen, så indberetningerne kun ville vedrøre salg, hvilket således er blevet imødekommet.





Revision af bekendtgørelsen om  
god værdipapirhandelsskik

Bekendtgørelse om god skik for  
finansielle virksomheder

Insiderregisteret

## OFFENTLIG REGULERING AF VÆRDIPAPIROMRÅDET

### Revision af bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik

Fondbrådet udstedte i maj 2001 en bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik, hvorefter Forbrugerombudsmanden umiddelbart derefter offentliggjorde "udbybende principper" for, hvordan værdipapirhandlere skal forholde sig i forhold til almindelige private investorer for at leve op til god markedsføringsskik. Dette indebar en uacceptabel retsikkerhed om kompetencefordelingen på området for god værdipapirhandelsskik. Denne uklarhed blev løst i juli 2002 ved en ændring af værdipapirhandelsloven, hvorefter økonomi- og erhvervsministeren fik kompetencen til at udstede regler om god skik, herunder regler om god værdipapirhandelsskik.

Ministeren har på den baggrund den 31. januar 2003 udstedt en bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik, som indeholder en revideret udgave af Fondbrådets bekendtgørelse. Den nye bekendtgørelse har få materielle ændringer i forhold til Fondbrådets bekendtgørelse, hvoraf de væsentligste er følgende:

- Det præciseres, at bekendtgørelsen finder anvendelse uanset kommunikationsformen mellem værdipapirhandleren og kunden, herunder hvis der er tale om elektronisk kommunikation. Det fremhæves dog i vejledningen til bekendtgørelsen, at dette ikke indebærer, at kunden skal modtage realtidsoplysninger.
- Den relevante beløbsgrænse for, hvornår bekendtgørelsens notakrav mv. finder anvendelse for aktier, udvides fra 400.000 kr. til 1 mio. kr.
- Der stilles krav til, hvad der skal være aftalt mellem værdipapirhandleren og kunden, før der foretages en værdipapirhandel.
- Der stilles nye oplysningskrav til handelsnotaen.

Børsmæglerforeningen finder det meget positivt, at uklarheden om kompetencefordelingen på området nu er afklaret. Med revisionen af bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik er kunderne sikret yderligere oplysninger på handelsnotaen og risikoen for uklarhed, om hvad der er aftalt om fx handelsformer, er formindsket. Samtidig er den væsentlige valgfrihed for investorerne med hensyn til handelsformer bibeholdt. De nye forpligtelser for værdipapirhandlerne, som følger af bekendtgørelsen, medfører en vis systemudvikling. Bekendtgørelsen har taget højde herfor, idet de bestemmelser, som indebærer systemudvikling, ændring af forretningsbetingelser mv., først træder i kraft 1. juli 2003. Med revisionen af bekendtgørelsen er der, efter Børsmæglerforeningens opfattelse, overordnet set opnået et tilfredsstillende resultat.

## Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder

Økonomi- og erhvervsministeren vil udstede en bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder. Formålet er at opnå:

- En samlet regulering af de allerede eksisterende etiske retningslinier om krav til henholdsvis pengeinstitutter og realkreditinstitutters rådgivning. Disse har Forbrugerombudsmanden udstedt efter forhandling med relevante brancheorganisationer.
- Nye god skik regler for værdipapirhandlere og forsikringselskaber med henblik på så vidt muligt at skabe fælles regler om god skik for finansielle virksomheder.

Finanstilsynet har i samarbejde med Forbrugerstyrelsen udarbejdet et forslag til bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder, som har været indgående forhandlet med en række forbruger- og brancheorganisationer, herunder Børsmæglerforeningen. Committee of European Securities Regulators (CESR) standarder for god forretningsskik og Forbrugerombudsmandens etiske retningslinier om rådgivning har i høj grad været inspirationskilde til forslaget til bekendtgørelse.

Forslaget til bekendtgørelsen om god skik har på nuværende tidspunkt følgende hovedindhold:

- Bekendtgørelsen finder anvendelse på private kundeforhold og erhvervsmæssige kundeforhold, såfremt disse ikke adskiller sig væsentligt fra private kundeforhold. Endvidere foreslås det, at enkelte bestemmelser alene skal gælde for private kundeforhold.
- Nogle få generelle god skik bestemmelser skal dog gælde for samtlige kundeforhold, herunder også for professionelle investorer/erhvervskunder.
- Forslaget indeholder generelle bestemmelser om god skik, som fastsætter, at finansielle virksomheder skal handle redeligt og loyalt og indgå eller bekræfte væsentlige aftaler skriftligt.
- Generelle regler om rådgivning, herunder krav om indhentelse af oplysninger om kunden, oplysningspligt vedrørende prisdifferentiering og pligt for den finansielle virksomhed til at informere om en særlig interesse i rådgivningens resultat mv.

- Særlige krav til værdipapirhandlere, herunder en generel bestemmelse om god værdipapirhandlerskik samt krav til oplysninger i den aftale, der som udgangspunkt skal indgås mellem kunden og værdipapirhandleren. Endvidere foreslås det, at værdipapirhandlere bliver underlagt en rådgivningspligt baseret på de indhentede oplysninger om kunden, som værdipapirhandleren og kunden imidlertid i et vist omfang kan fravige via en aftale herom.

Bekendtgørelsens generelle bestemmelser om rådgivning og indhentelse af oplysninger om kunderne svarer til principperne i Forbrugerombudsmandens etiske retningslinjer om rådgivning for pengeinstitutter, som i dag gælder for samtlige kunde-forhold, det vil sige også for professionelle investorer. Principperne i de generelle kapitler er således kendte.

Bekendtgørelsen vil ændre forbrugerbeskyttelse i kraft af yderligere krav til rådgivning i forbindelse med værdipapirhandel og specifikke krav til det aftalemæssige set up i forbindelse med værdipapirhandel. Bekendtgørelsen vil medføre større administrative byrder for værdipapirhandlerne på grund af kravet om indhentelse af oplysninger fra kunderne og rådgivningsforpligtelsen. Det nuværende forslag til bekendtgørelse må imidlertid efter omstændighederne karakteriseres som tilfredsstillende for Børsmæglerforeningen.

Forslaget vil for værdipapirhandlerne medføre betydelig systemudvikling, uddannelse af personale mv., hvorfor det er væsentligt for Børsmæglerforeningen, at der gives en tilstrækkelig implementeringsfrist for de bestemmelser, som vedrører værdipapirhandlere. Det foreslås, at bekendtgørelsen med visse undtagelser træder i kraft den 1. juli 2003.

## Insiderregisteret

Folketinget vedtog den 29. maj 2002 en ændring af værdipapirhandelsloven, der blandt andet indebærer, at der skal ske en offentliggørelse af de samlede aktiebesiddelser i noterede aktieselskaber hos personer, der i kraft af deres stilling må formodes at være i besiddelse af intern viden om selskabet. Børsnoterede selskaber skal således efter loven etablere et såkaldt insiderregister, som indeholder oplysninger om ovennævnte personers, samt disses nærtstående, private handel med aktier i selskabet.

Finanstilsynet har efterfølgende i bekendtgørelsesform uddybet og præciseret en række af lovens bestemmelser, herunder at oplysninger om de pågældende medarbejders handel kan offentliggøres i anonymiseret form. Reglerne trådte i kraft den 1. oktober 2002.

### **Formålet med loven**

Reglerne om offentliggørelse af aktiebesiddelser har til hensigt at skabe større åbenhed om såkaldte "insideres" private handel i deres respektive noterede selskaber. Den grundlæggende tanke er, at markedet har interesse i at få information om ledende medarbejders handel med aktier i eget selskab, idet insideres handel kan være udtryk for en forventning om selskabets kommende indtjening eller mangel på samme. Derudover ønsker lovgiver med den større åbenhed at opnå en præventiv effekt i relation til ulovlig insiderhandel.

### **Børsmæglerforeningens holdning**

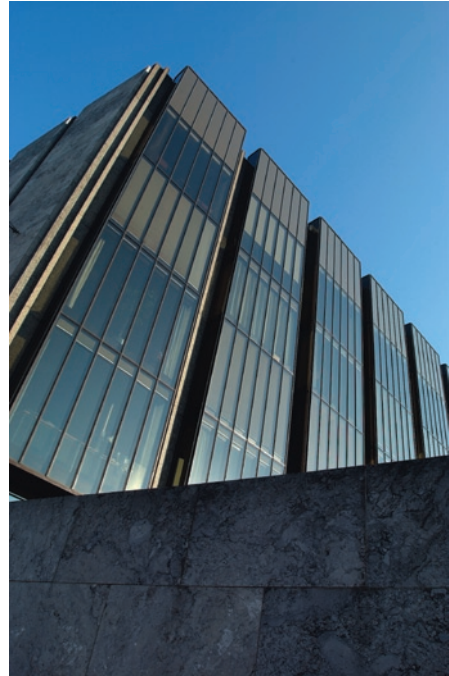
Børsmæglerforeningen har i forbindelse med høring af lovforslaget stillet spørgsmålstegn ved, om offentliggørelse af de nævnte oplysninger faktisk vil bidrage til et mere gennemsigtigt billede af markedet. Dette skyldes blandt andet, at oplysninger om handler er anonymiseret, og at kredsen af personer, hvis handel skal offentliggøres, er meget bred.

Ved at indføre de nye regler om offentliggørelse af visse medarbejders aktiehandler følger Danmark den internationale tendens i retning af større åbenhed om ledelsens aktiebesiddelse.

### **Kommende ændringer**

Den 3. december 2002 blev direktivet om markedsmisbrug vedtaget. Direktivet vil efter al sandsynlighed indebære, at de nye danske regler om "insiderregisteret" skal laves om, således at visse ledende medarbejders handel med udstedende selskabs aktier vil skulle offentliggøres på individniveau. Det vil således ikke længere være tilstrækkeligt at offentliggøre handler i anonymiseret form. Det skal fremover fremgå med navn hvilke medarbejdere i det pågældende udstedende selskab, der har handlet. Offentliggørelse med navn er i overensstemmelse med tilsvarende regler på en række toneangivende markeder.





Integration af værdipapirmarkederne i EU

Direktivforslag om revision af  
investerings servicedirektivet

Direktivforslag om markeds misbrug

Prospekt direktiv forslaget

Kommende direktiv om "oplysningsfor-  
pligtelser for børsnoterede selskaber"

Forslag til EU-direktiv om overtagelsestilbud

## DANNELSE AF ET FÆLLES KAPITALMARKED I EU

### Integration af værdipapirmarkederne i EU

I EU pågår der i disse år betydelige bestræbelser på at få en langt større integration af medlemslandenes kapitalmarkeder. Hovedelementet heri er EU-Kommissionens fremskridtsplan fra 1999, Financial Services Action Plan (FSAP). Planen opregner en lang række forslag til nye direktiver og ændringer i eksisterende direktiver, jf. nedenfor, hvor hovedelementerne i de forslag, der har størst betydning for børsområdet, er omtalt.

Det stadig større omfang af EU-regulering på værdipapirområdet indebærer et større behov for, at Børsmæglerforeningen samarbejder med organisationer i de andre EU-lande. I 2002 var der en række konsultationer med de nordiske søsterorganisationer om både Norex-relaterede emner og forslag fra EU-side. Endvidere blev der etableret et mere tæt samarbejde med en række internationale og UK-baserede organisationer. Dette arbejde førte blandt andet til, at organisationerne gav finansiell støtte til arbejdet med at udarbejde rapporten "Capital Markets that Benefit Investors" af Ruben Lee fra Oxford Finance Group. (Rapporten kan findes på foreningens hjemmeside [www.dbmf.dk](http://www.dbmf.dk)). Ligeledes foretog organisationerne i fællesskab en række henvendelser og initiativer i forhold til relevante organer og myndigheder for at få indflydelse på især udformningen af det nye investeringsservicedirektiv.

### Direktivforslag om revision af investeringsservicedirektivet

Kommissionen fremsatte i november 2002 forslag til ændring af investeringsservicedirektivet (ISD), som en del af Financial Services Action Plan. Formålet med direktivforslaget er primært at tydeliggøre en række principper og bestemmelser i det nuværende direktiv, hvilket skyldes, at disse er implementeret forskelligt i medlemslandene. Forslaget er udtryk for rammebestemmelser, som via den såkaldte "Lamfalussy-procedure" skal fastsættes nærmere af Kommissionen og ESC (European Securities Committee) i samarbejde med CESR (Committee of European Securities Regulators).

Revisionen af ISD er af stor betydning for det fremtidige værdipapirmarked såvel på EU plan som på nationalt plan. Forslaget til ISD indeholder blandt andet krav til autorisation for værdipapirhandlere og regulerede markedspladser samt krav til disses udførelse af deres virksomhed, herunder investorbeskyttende foranstaltninger og bestemmelser, som skal sikre gennemsigtighed i markedet. Forslaget giver ret for værdipapirhandlere til at foretage grænseoverskridende aktiviteter på baggrund af en hjemlandsgodkendelse. Desuden fastsættes der rettigheder og pligter for den kompetente myndighed, som har tilsynsfunktionen for værdipapirhandlere og regulerede markedspladser.

## Indhold

Set fra Børsmæglerforeningens synsvinkel er det især direktivets bestemmelser om investorbeskyttelse, best execution, sondringen i reguleringen mellem børser og værdipapirhandlere og handelsinformation (indberetningsregler), som har interesse.

Følgende forslag har særlig interesse for Børsmæglerforeningen:

- Den nuværende adgang for medlemsstaterne til at have regler om børspligt ophæves i direktivforslaget. Forslaget giver dermed adgang til at foretage værdipapirhandel uden om de regulerede markedspladser eller Multilateral Trading Facilities<sup>1</sup> (såkaldt "off exchange handel"). I Danmark eksisterer der allerede en sådan adgang.
- Forslaget indeholder krav om, at værdipapirhandleren skal indhente et udtrykkeligt samtykke fra kunden, før der kan foretages off exchange handel. Et sådant samtykke kan gives i form af en generel aftale herom, som i så fald skal fornyes årligt, eller for hver enkelt transaktion. Danske regler om god værdipapirhandelsskik indebærer pr. 1. juli 2003 krav om, at den valgte handelstype skal være aftalt forud for en værdipapirhandel, hvilket gælder uanset den valgte handelstype. Der er dog ikke noget krav om, at der skal indgås en aftale om anvendelse af off exchange handler (typisk strakshandel eller gennemsnitskurshandel), som skal fornyes årligt.
- Forslaget indeholder en regel om »client limit order exposure«, hvorefter værdipapirhandleren straks skal offentliggøre en kundes limiterede ordre, såfremt værdipapirhandleren ikke umiddelbart kan eller vil udføre denne til den angivne kurs. Ordren skal offentliggøres på en måde, der gør oplysningen let tilgængelig for andre markedsdeltagere. Der gælder undtagelser for store transaktioner og i tilfælde, hvor kunden ikke ønsker en sådan offentliggørelse. Reglen er vanskelig at opfylde i praksis på andre måder end ved at lægge ordren ud på et reguleret marked eller en MTF. Det vil favorisere handel over regulerede markeder og dermed udligne hensigten med ophævelsen af medlemslandenes adgang til at have regler om børspligt.
- Endvidere er der forslag om »quote disclosure«. »Quote disclosure« indebærer, at værdipapirhandlere som udgangspunkt skal offentliggøre sit bud/udbudskurs for handelsposter (svarende til en for privatkunder sædvanlig handelspoststørrelse) i likvide aktier. Under visse forudsætninger er værdipapirhandleren desuden forpligtet til at handle med andre professionelle parter på disse offentliggjorte kurser. Der er således tale om en form for market making forpligtelse for visse værdipapirhandlere, som er ukendt i Danmark. Bestemmelsen kom ind i forslaget i

<sup>1</sup> Multilateral Trading Facility (MTF) er en alternativ handelsplads, som kan oprettes af en værdipapirhandler under iagttagelse af direktivets bestemmelser herom.

sidste øjeblik og har således ikke været undergivet en grundig høring af de relevante aktører på markedet, hvilket bestemmelsen i høj grad bærer præg af.

- Forslaget indeholder et generelt »kend din kunde princip«, hvor værdipapirhandleren altid skal indhente oplysninger om bl.a. kundens finansielle stilling, investeringshorisont og på den baggrund afgøre, om kundens investeringsønsker er passende (den såkaldte "suitability test"). Dermed tages der ikke højde for muligheden for at foretage såkaldt "execution only", hvilket vil sige, at den pågældende investor ønsker at handle på egen hånd uden at modtage rådgivning eller skulle igennem en større test. Bestemmelserne vil medføre, at værdipapirhandleren skal foretage det samme check af en "execution only-kunde", som af en kunde, der ønsker "full scale" værdipapirhandel.
- Derudover indeholder forslaget generelt en opstramning af regler om indberetning, men da Danmark i forvejen har meget restriktive regler på dette område i forhold til andre medlemslande, vil disse stramninger formentlig ikke umiddelbart få betydning for danske værdipapirhandlere. Der foreslås dog et væsentligt lempeligere indberetningsregime for så vidt angår obligationer, hvilket bør få en afsmitning på det danske obligationsmarked, som er underlagt langt strengere regulering end fx det engelske.

### **Børsmæglerforeningens holdning**

Forberedelsen af forslaget til revision af ISD har været grundig, og Kommissionen har via de mange høringsrunder af relevante aktører på området generelt set opnået et fornuftigt resultat i form af det foreliggende direktivforslag.

Ud fra Børsmæglerforeningens synsvinkel har Kommissionen imidlertid på flere områder ikke fuldt ud opnået den fornødne balance mellem investorbeskyttende regulering og hensynet til markedets effektivitet, funktionalitet og dermed konkurrencedygtighed. Kommissionen kan i sin iver efter at fastsætte en høj investorbeskyttelse reelt med visse forslag komme til at forringe vilkårene for investorerne. Således kan de foreslåede procedurer for håndteringen af kundeordrer blive opfattet som en besværliggørelse af muligheden for at foretage værdipapirhandel. Bestemmelser, såsom den årlige fornyelse af aftaler om adgangen til off exchange handler, offentliggørelse af kunders limiterede ordrer og reglen om offentliggørelse af værdipapirhandlers bud/udbudkurser samt tvungen market making, vil medføre nye administrative og omkostningstunge procedurer. Procedurer, som vil fordyre selv simple værdipapirhandelstransaktioner til skade for investorerne. Endvidere vil bestemmelserne favorisere handel over regulerede markeder og udhule effekterne af

at ophæve adgangen til at indføre børspligt. Investorernes valgmuligheder risikerer dermed at blive reduceret.

Det bør være tilstrækkeligt, hvis man i reguleringen støtter sig til princippet om best execution og ikke fastsætter detaljerede regler om, hvordan værdipapirhandlerne skal agere i den konkrete enkelte situation, og de nævnte bestemmelser bør derfor udgå.

## Direktivforslag om markedsmisbrug

Udviklingen på værdipapirmarkederne har medført, at det hidtidige direktiv om insiderhandel ikke længere anses for at være tilstrækkeligt opdateret og dækkende. Ministerrådet vedtog derfor den 3. december 2002 direktivet om markedsmisbrug. Direktivet har til formål at indføre fælles regler for bekæmpelse af misbrug af intern viden og manipulation af værdipapirmarkederne i EU.

En af de væsentligste ændringer i direktivet i forhold til dansk ret er, at oplysninger vedrørende handler foretaget af kredsen af "insidere" nu skal afgives på individniveau. Direktivet vil derfor efter al sandsynlighed indebære, at de nye danske regler om "insiderregisteret" skal laves om, således at visse ledende medarbejders handel med udstedende selskabsaktier vil skulle offentliggøres på individniveau, jf. også side 14.

Direktivets bestemmelser om insiderhandel vil tilsyneladende ikke medføre væsentlige ændringer i forhold til nugældende danske regler.

Direktivet opererer umiddelbart med et bredere kursmanipulationsbegreb end indeholdt i den danske værdipapirhandelslov. Den danske værdipapirhandelslov opregner fire konkrete situationer, som anses for kursmanipulation. I direktivet beskrives kursmanipulerende adfærd i videre forstand, og der angives bredere kriterier for, hvornår der er tale om kursmanipulation. Betydningen heraf vil sandsynligvis være, at flere typer handlinger vil kunne omfattes af kursmanipulationsbegrebet.

Herudover er der i direktivet et afsnit om analytikere, og der lægges i direktivet op til mulighed for selvregulering ved implementeringen af direktivets bestemmelser herom. Børsmæglerforeningen vil ved det videre arbejde med implementeringen af direktivet forsøge at fastholde denne mulighed for selvregulering.

Direktivet om markedsmisbrug er et direktiv, som indeholder overordnede rammebestemmelser, og der arbejdes i øjeblikket på detailreguleringen.

Direktivet skal være implementeret medio 2004. Det forventes, at der vil blive fremsat lovforslag vedrørende implementering af direktivet først i næste folketingssamling, det vil sige efteråret 2003. Børsmæglerforeningen vil blive inddraget i dette lovarbejde.

## Prospektdirektivforslaget

Kommissionen fremsatte i august 2002 et ændret forslag til prospektdirektiv til erstatning for Kommissionens udspil fra maj 2001. Formålet med direktivforslaget er at erstatte de nuværende direktiver om prospekter i forbindelse med børsnotering og prospekter vedrørende udbud af aktier i unoterede selskaber, hvorefter kravene som udgangspunkt bliver ens for begge typer af prospekter. Forslaget indebærer etablering af et "europæisk pas for udstedere". Formålet med det "europæiske pas" er at mindske de administrative byrder, da ustederne ikke skal udarbejde flere udgaver af deres dokumentationsmateriale eller opfylde adskillige yderligere nationale myndighedskrav.

De væsentlige ændringer i det nye forslag er følgende:

1. Lempeligere regler for obligationer med stor stykstørrelse
2. Udvidelse af definitionen af kvalificerede investorer
3. Valgfrihed for prospektformat
4. Lempeligere krav for mindre virksomheder
5. Afgrænsning af kompetente myndigheder

### **1. Lempeligere regler for obligationer med stor stykstørrelse**

For værdipapirer, udstedt i enheder med en nominal værdi på over 5.000 euro, vil udstedere få adgang til at selv at vælge "hjemland" og hermed godkendelsesmyndighed, såfremt papirerne ønskes optaget til handel på et reguleret marked. I alle andre tilfælde er det myndighederne i det land, hvor selskabet er registreret, som skal godkende prospektet.

Adgangen for udsteder til selv at vælge godkendelsesmyndighed for obligationer med stykstørrelser over 5.000 euro er et forsøg på at imødekomme den massive kritik, der har været fra markedets aktører. Især har det været fremført, at den obligatoriske anvendelse af hjemlandsgodkendelse ville ødelægge euroobligationsmarkedet. Typisk har prospekterne for dette segment været godkendt af myndighederne i Luxembourg eller UK, idet de anses for at være i besiddelse af den nødvendige erfaring og kompetence til at godkende prospekter for denne type værdipapirer. Blandt

de europæiske markedsdeltagere er det imidlertid en udbredt vurdering, at anvendelse af den foreslåede mindste stykstørrelse ikke løser problemerne.

## **2. Udvidelse af definitionen af kvalificerede investorer**

Definitionen af såkaldte kvalificerede investorer er udvidet til at omfatte flere juridiske personer end tidligere, ligesom fysiske personer, der opfylder visse kriterier, vil kunne være omfattet. Emissioner rettet mod kvalificerede investorer vil ikke være omfattet af prospektpligten. Hvis fysiske personer ønsker at blive betragtet som kvalificerede investorer, skal de anmode herom, og denne anmodning skal ifølge forslaget være registreret i et offentligt register, som skal være tilgængelig for alle udstedere. Betingelserne for at kunne blive optaget som kvalificeret investor er de samme, som CESR har opstillet for, at fysiske personer kan anmode om at opnå status som professionelle investorer.

## **3. Valgfrihed for prospektformat**

Det oprindelige forslag indebar en tvungen tredeling af prospektet for børsnoterede selskaber i et registreringsdokument, en værdipapirnote og et resume, hvor det tvungne element blev kritiseret. I det nye forslag er der indført valgfrihed for udsteder til at vælge format for prospektet, således at det kan udformes som et samlet dokument eller som et tredelt dokument.

## **4. Lempeligere krav for mindre virksomheder**

Der indføres et lempeligere regime for mindre virksomheder, således at de ikke vil være forpligtede til at udstede prospekt ved udstedelser til offentligheden, såfremt udstedelsen er under 2,5 mio. euro over en periode på 12 måneder. For udstedelser over denne grænse fra mindre virksomheder vil indholdskravene være tilpasset, og kravet til opdatering af prospektet vil være opfyldt ved at henvise til årsregnskabet.

## **5. Afgrænsning af kompetente myndigheder**

Der indføres et simpelt anmeldelsessystem, hvorefter værtsmedlemsstaten ikke har mulighed for at kræve, at prospektet indeholder yderligere oplysninger. Det bliver hjemlandets kompetente administrative myndighed, der skal godkende prospektet. Hvert land skal udpege én central myndighed, som skal være fuldstændig uafhængig af markedsdeltagerne og have ansvaret for godkendelserne. I forhold til det oprindelige udspil bliver det muligt for den kompetente myndighed at uddelegere opgaven til en privat virksomhed, dog kan ansvaret som sådan ikke uddelegeres. Det giver en vis mulighed for Fondsrådet til at uddelegere arbejdet til Københavns Fondsbørs.

### **Det videre forløb**

ECOFIN opnåede politisk enighed om det danske formandskabs kompromisforslag ultimo oktober 2002, hvorefter direktivforslaget blev sendt til behandling til Europa Parlamentet.

Direktivforslaget indeholder en hjemmel til at anvende den såkaldte Lamfalussy-procedure, således at Kommissionen og ESC (den europæiske værdipapirkomité) skal supplere direktivet med vedtagelse af tekniske gennemførelsesregler. CESR har udarbejdet forslag til denne detailregulering, som Børsmæglerforeningen har haft lejlighed til at kommentere. Der arbejdes fortsat på detailreglerne, hvis indhold ligeledes afhænger af den endelige udformning af direktivforslaget.

### **Kommende direktiv om “oplysningsforpligtelser for børsnoterede selskaber”**

Kommissionen arbejder i øjeblikket på et direktivforslag vedrørende oplysningsforpligtelser for børsnoterede selskaber. Formålet med direktivet er at harmonisere de væsentligste af medlemsstaternes krav til børsnoterede selskabers offentliggørelse af periodiske og løbende oplysninger.

Direktivforslaget vil indeholde regler i relation til udarbejdelse af og frister for offentliggørelse af årsrapporter, halvårsrapporter, kvartalsmeddelelser samt i relation til løbende oplysninger. Der vil herudover være forslag om en rapporteringsforpligtelse af selvsamme oplysninger til den relevante myndighed. Det vil formentlig være Finanstilsynet eller Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Regnskaberne vil skulle være udarbejdet i overensstemmelse med de nye IAS standarder. Udsteder vil sandsynligvis kunne offentliggøre de relevante informationer i elektronisk form.

De væsentligste ændringer i forhold til gældende danske regler vil tilsyneladende være pligten for aktieudstedere til at udarbejde kvartalsmeddelelse og forpligtelsen til at etablere et rapporteringssystem vis-a-vis den kompetente nationale myndighed, jf. nedenfor.

### **Direktivforslaget**

Følgende elementer forventes at indgå i det kommende direktivforslag:

a) Offentliggørelse af årsrapporter

Udsteder skal offentliggøre årsrapporten senest tre måneder efter årets udløb. Det vil sandsynligvis skulle fremgå, hvem der er ansvarlig for rapportens udfærdigelse.

b) Offentliggørelse af halvårsrapporter

Udsteder skal offentliggøre halvårsrapporten senest to måneder efter det første halvår. Halvårsrapporten vil skulle indeholde regnskabet samt ledelsesrapporten for årets første seks måneder. Der vil sandsynligvis ikke blive stillet krav om, at regnskabet, som ved årsrapporten, skal være revideret, når blot dette fremgår af halvårsrapporten.

Kravet om udarbejdelse af såvel års- som halvårsrapporter vil formentlig gælde for såvel udstedere af aktier som obligationer.

c) Offentliggørelse af kvartalsmeddelelser

Aktieudstedere skal senest to måneder efter årets første og tredje kvartal offentliggøre en række informationer for den relevante tremåneders periode. Kvartalsmeddelelsen forventes ikke at skulle underlægges revision.

De periodiske oplysningsforpligtelser vil ikke finde anvendelse på udstedere af obligationer med en pålydende værdi på over 5.000 euro.

d) Løbende oplysninger

Direktivforslaget ventes at indeholde en "flagningsregel" for storaktionærer, som stort set svarer til den tilsvarende danske regel. Deadlinen for denne information vil formentlig være 5 dage, både for aktionærens meddelelse til udsteder og for udsteders offentliggørelse af meddelelsen.

### **Børsmæglerforeningens holdning**

Børsmæglerforeningen afgav den 26. juni 2002 høringssvar til Kommissionens høringsdokument om "Transparency obligations". I høringssvaret nævnte Børsmæglerforeningen det positive ved, at Kommissionens modernisering af gennemsigtighedskrav skal resultere i færre og harmoniserede regler på området.

Børsmæglerforeningen fremhævede herudover det væsentlige i, at Kommissionen nøje overvejede eventuelle regler om rapporteringsforpligtelserne til en kompetent national myndighed. En sådan forpligtelse ville nemlig indebære, at udsteder med større omkostninger til følge skulle oprette et nyt informationssystem vis-a-vis den relevante myndighed. Direktivforslaget vil sandsynligvis imødekomme denne

problematik, idet der formentlig vil være en bestemmelse, hvorefter den kompetente myndighed kan uddelegere denne forpligtelse.

## Forslag til EU-direktiv om overtagelsestilbud

Et nyt direktivforslag om overtagelsestilbud blev fremsat i oktober 2002. Det forudgående direktivforslag fra januar 1989 blev forkastet af Europa Parlamentet i juli 2001, hvorefter EU-kommissionen medio 2001 nedsatte en ekspertgruppe under ledelse af Frits Bolkestein med dansk deltagelse af professor Jan Schans Christensen. Det nye direktivforslag bygger på de anbefalinger, som ekspertgruppen kom med i en rapport om overvejelser vedrørende overtagelsestilbud (Bolkesteinrapporten).

Det overordnede formål med rammedirektivet er at integrere de europæiske markeder, hvilket søges opnået gennem en styrkelse af retssikkerheden ved grænseoverskridende overtagelsestilbud for alle parter samt ved at beskytte minoritetsaktionærer i forbindelse med et overtagelsestilbud. Et yderligere væsentligt formål med direktivforslaget er at lette grænseoverskridende virksomhedsovertagelser, hvilket primært sø-

### Direktivforslaget

Direktivforslaget indeholder som det væsentligste bestemmelser om:

- beskyttelse af minoritetsaktionærer, hvorefter majoritetsaktionæren skal indløse minoritetsaktionærens aktiedel, når der er opnået en vis procentdel af stemmerettigheder
- bestyrelsens pligt til at høre aktionærer om defensive tiltag
- tilsidesættelse af stemmeretsbegrænsninger
- »squeeze out rights« og »sell out rights«
- større gennemsigtighed

### Børsmæglerforeningens holdning

Børsmæglerforeningen afgav den 15. november 2002 høringssvar til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen om direktivforslaget. I høringssvaret nævnte Børsmæglerforeningen det positive ved, at der var fremsat et nyt direktivforslag, og at direktivforslaget ud fra en kapitalmarkedsbetragtning havde flere positive elementer. Foreningen kunne imidlertid ikke tilslutte sig direktivforslagets bestemmelse om tilsidesættelse af stemmeretsbegrænsninger, idet bestemmelsen ville tilsidesætte allerede indgåede aftaler vedrørende værnsregler i selskaber og således bryde med den almindelige aftalefrihed.



Introduktion

Clearing og afvikling

Markedsmæssig udvikling og konsolidering  
på det danske marked

Perspektiver for den danske  
værdipapirhandel

## UDVIKLING OG KONSOLIDERING PÅ VÆRDIPAPIRMARKEDERNE

### Introduktion

Den grænseoverskridende værdipapirhandel er steget markant gennem de senere år, og såvel handlere, udbydere og investorer betragter i stadig stigende grad euroområdet som ét land ud fra en porteføljemæssig betragtning. Baggrunden er en række forhold såsom fortsat forbedring af de teknologiske muligheder, friere bevægelighed for opsparing og investeringer, introduktionen af euro og harmonisering af lovgivning på europæisk plan. Faktorer som samlet betragtet, har været katalysator for en igangværende tilpasning på de europæiske værdipapirmarkeder og dermed værdipapirhandelsforløbet.

Indtil for nylig var det normale, at hvert land havde mindst én national fondsbørs og én national værdipapircentral, som fungerede relativt uafhængig af hinanden. De grænser er ved at blive brudt ned. Først og fremmest er de nationale børser og værdipapircentraler blevet omdannet fra offentlige/selvejende institutioner til aktieselskaber med tilhørende overskudskrav. Det har åbnet for fusioner og overtagelse både horisontalt og vertikalt af handelsforløbet (værdikæden). De europæiske børser og værdipapircentraler er derfor kommet i en indbyrdes konkurrencesituation. En konkurrencesituation, som er blevet yderligere forstærket af de såkaldte ATS'ere (Alternative Trading Systems) samt det faktum, at børserne og værdipapircentraler på centrale områder er i konkurrence med banker og børsrådgivere. Det gælder fx inden for aktiviteterne ordrematching og custodyfunktioner.

Selskaberne er således gået fra at have en stærkt beskyttet monopolposition til at blive udsat for konkurrence, hvilket naturligt har afstedkommet et effektiviseringspres og behov for aktørerne til at styrke deres markedsmæssige position.

De sidste års konsolidering i værdikæden - såvel horisontalt som vertikalt og for såvel clearing/afvikling som de nationale børser - har resulteret i fire dominerende aktører på det europæiske marked.

Det bør tillige nævnes, at NASDAQ kan komme til at spille en rolle i den europæiske konsolidering. Således har NASDAQ og London Stock Exchange tidligere ført forhandlinger.

### Clearing og afvikling

Et andet kendetegn ved den europæiske udvikling er den stadig mere udbredte brug af central modpartsfacilitet (CCP) i forbindelse med clearing af handler. Årsagen til den

stigende efterspørgsel efter CCP er især, at en CCP normalt er en forudsætning for at kunne nette handler og dermed spare likviditet. En anden årsag er, at det stigende omfang af grænseoverskridende handler medfører, at værdipapirhandlerne oftere handler med relativt ukendte modparter, hvorfor modpartsrisikoen kan overtages af CCP'en, jf. boks 4.

Der udbydes i dag CCP-faciliteter på det europæiske marked i:

- Eurex Clearing (Deutsche Börse)
- Clearnet (Euronext)
- London Clearing House

På det nordiske marked er der ikke etableret nogen CCP. Der har mellem de nordiske aktører været drøftelser om etablering af en nordisk CCP – dog indtil videre uden resultat.

Et tredje kendetegn på det europæiske marked er, at clearing- og nettingfunktioner adskilles fra opbevaringsfunktionen. Disse funktioner er på det nordiske marked samlet i samme selskaber.

## Markedsmæssig udvikling og konsolideringer på det danske marked

På det danske marked er såvel Københavns Fondsbørs som Værdipapircentralen blevet omdannet til aktieselskaber. Baggrunden herfor har været at skabe et bredere fundament for, at selskaberne kunne foretage en fornyelse og omstilling i takt med den stigende konkurrence og internationalisering inden for deres kernefunktioner. Overgangen til privatejede aktieselskaber har også gjort sig gældende i en række andre lande. Københavns Fondsbørs blev omdannet fra en selvejende institution til aktieselskab i 1996, mens Værdipapircentralen den 1. januar 2000 blev omdannet til et aktieselskab.

Såvel Københavns Fondsbørs som Værdipapircentralen har forfulgt og forfølger en nordisk strategi.

I januar 1998 underskrev børserne i København og Stockholm en samarbejdsaftale (NOREX). Siden har Islands Fondsbørs (juni 2000) og Oslo Børs (oktober 2000) tilsluttet sig NOREX Alliancen. NOREX Alliancen adskiller sig fra øvrige fusioner/ samarbejder ved at være den første børsalliance, som benytter et fælles handelssystem med harmoniserede handelsregler og fælles krav til medlemmer. Københavns

### Boks 3 De dominerende europæiske aktører

---

- Euronext børserne (Paris, Amsterdam, Bruxelles), der samarbejder med Euroclear. Euroclear fusionerede tidligere med den franske værdipapircentral Sicowam. Euronext tilbyder central modpartsfacilitet. Euronext har ligeledes købt LIFFE og det engelske CRESTCo. Her er der primært tale om en horisontal konsolidering  
Markedsværdi af aktier noteret på børsen 2002: 1477 mia. €.   
Markedsværdi af børsen: 2,1 mia. €.
- Deutsche Börse, der ejer Clearstream. Wiens, Helsinkis og Dublins fondsbørser handler på Deutsche Börses handelssystem. Her er der primært tale om en vertikal konsolidering  
Markedsværdi af aktier 2002: 659 mia. €.   
Markedsværdi af børsen: 4,1 mia. €.
- London Stock Exchange (og Virt-X), som benytter The Settlement Network (herunder London Clearing House). Settlement Network er baseret på bilaterale links mellem de deltagende værdipapircentraler. Hidtil har den svejtsiske værdipapircentral SIS og den engelske CRESTCo deltaget (CRESTCo har for nylig fusioneret med Euronext), og der er et link til den amerikanske værdipapircentral The Depository Trust Company (DTC). London Stock Exchange har indgået joint venture med OM om dannelsen af EDX London, hvorpå der kan handles og cleares danske, norske, svenske og engelske derivater.  
Markedsværdi af aktier 2002: 1708 mia. €.   
Markedsværdi af børsen: 1,4 mia. €.
- NOREX Alliancen (de nationale børser i København, Stockholm, Island og Oslo). Alle børserne handler på OM's handelssystem SAXESS. De respektive børser benytter nationale værdipapircentraler. OM ejer Stockholmsbørsen. NOREX-børserne deltager i EDX London.  
Markedsværdi af aktier 2002: 345 mia. €.   
Markedsværdi af børsen: N.A.

### Boks 4 En CCP's funktionalitet

---

En **CCP's funktion** er at indtræde i handlen mellem køber og sælger efter, at disse har indgået handlen. Sælgerne og køberne vil derfor have den afviklingsmæssige modpartsrisiko på CCP'en og ikke på hinanden. CCP'en kan enten blive alle parter modpart ved at gå ind i de aftalte handler som mellemmand (kaldet novation) eller ved direkte at lade alle købere og sælgere handle op imod CCP'en. Eventuelt kan CCP'en tilbyde begge faciliteter.

En **CCP kan tilbyde**

- en kendt modpartsrisiko
- mulighed for at handle anonymt
- mulighed for netting
- mulighed for at understøtte afvikling af grænseoverskridende handler ved at være koblet op på flere børser

Fondsbørs har en nordisk strategi og arbejder løbende på at forstærke NOREX Alliancens position i Europa.

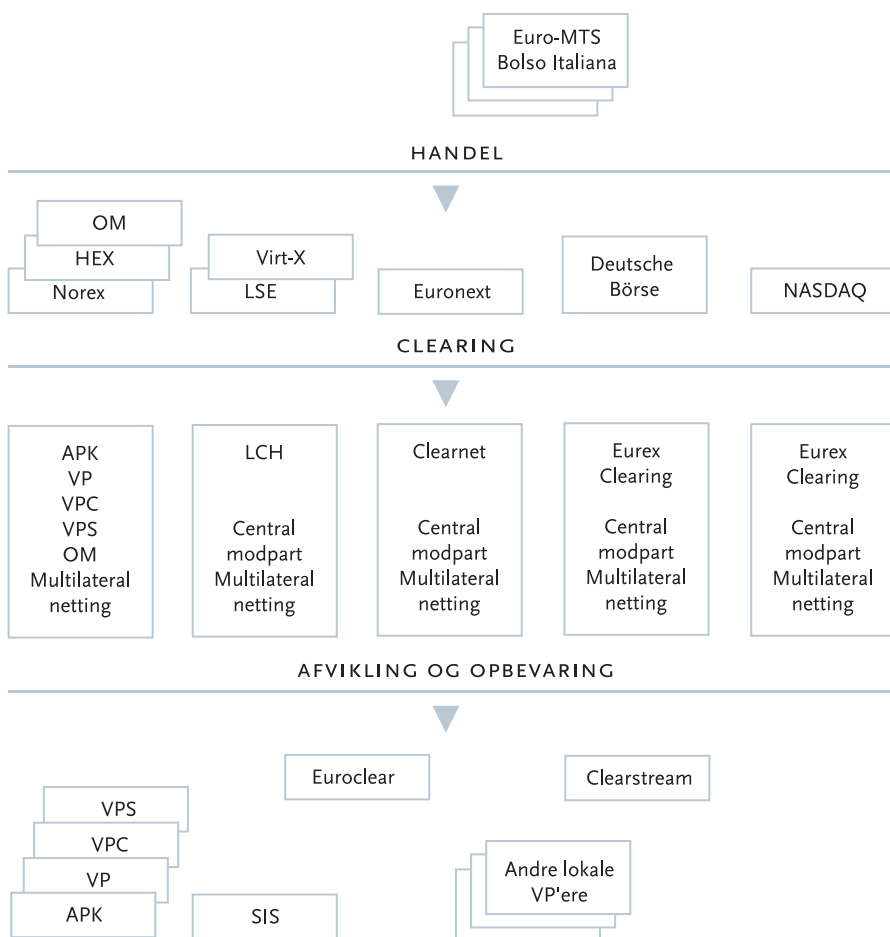
I Københavns Fondsbørs' vision hedder det, at "Vi vil arbejde for at øge vores tiltrækning såvel nationalt som internationalt og cementere vores position som markedspladsen for danske værdipapirer. Det gør vi ved at udvikle relationerne til interessenter og samarbejdspartnere samt være den danske del af et globalt netværk".

Værdipapircentralen har valgt at ofre betydelige ressourcer på at vedligeholde og løbende modernisere sine systemer således, at Værdipapircentralen internationalt set er blandt de mest moderne. Forretningsmæssigt har Værdipapircentralen benyttet moderniseringen af systemerne til at udvikle nye forretningsområder for de danske deltagere og til at kunne servicere udenlandske deltagere bedre. Derved er der skabt et bredere grundlag for at kunne sikre konkurrencedygtige priser på Værdipapircentralens kerneforretning, opbevaring, clearing og afvikling. Værdipapircentralen arbejder også med at skabe et integreret nordisk værdipapirmarked.

## Perspektiver for den danske værdipapirhandel

Et af de første spørgsmål, som melder sig, når yderligere konsolidering og strategi på den danske markedsplads drøftes, er, "hvor presserende er en dansk stillingtagen"? Overordnet må funktionaliteten af den danske markedsplads for værdipapirhandel vurderes at være tilfredsstillende. Den fremtidige udvikling har derfor således primær interesse ud fra hensynet til at "positionere" den danske markedsplads rigtigt til en fortsat yderligere konsolidering på det europæiske marked.

## Den europæiske værdipapirhandelsstruktur



# MEDLEMSFORTEGNELSE, BESTYRELSE, SEKRETARIAT, UDVALG OG EKSTERN REPRÆSENTATION

## **BØRSMÆGLERFORENINGEN**

### **Medlemmer**

ABN AMRO Bank  
Alfred Berg Bank  
Alm. Brand Børs  
Amagerbanken  
Amtssparekassen Fyn  
Arbejdernes Landsbank  
Carnegie Bank  
Danske Bank  
Dexia P-H Bank  
Enskilda Securities  
Gudme Raaschou Bank  
Jyske Bank  
Landesbank Schleswig-Holstein Girozentrale  
Nordea Bank Danmark  
Nordea Securities  
Nykredit Bank  
S E B Merchant Banking  
Spar Nord Bank  
Handelsbanken Midtbank  
Sydbank

### **Associeret medlem**

Danmarks Nationalbank

### **Bestyrelsen**

Adm. direktør Niels Roth (formand)  
Carnegie Bank

Afdelingsdirektør Peter F. Andersen  
Jyske Bank

Adm. direktør Kim Duus  
Nykredit Bank

Vicedirektør Kaj Østergaard Mortensen  
Amtssparekassen Fyn

Direktør Henrik Normann  
Danske Bank

Executive Director Michael Watson  
Nordea Bank Danmark

Adm. direktør Carsten Heinild  
Alfred Berg Bank

### **Sekretariatet**

#### *Daglig ledelse*

Vicedirektør Klaus Willerslev-Olsen  
Afdelingschef Søren Gade

#### *Obligationer*

Kontorchef Vibeke Kjeldsholm

#### *Aktier*

Fuldmægtig Helle Søby Thygesen

#### *Fondsjura*

Kontorchef Berit Dysseholm  
Fuldmægtig Sidsel Nordengaard

#### *Clearing og afvikling*

Kontorchef Peter Sortkjær

#### *Skat*

Kontorchef Jakob Dedenroth Bernhoft  
Fuldmægtig Jesper Ruvald Knudsen

### **Interne udvalg**

#### **Aktieudvalget**

Aktiechef Torben Bovien  
Nykredit Bank

Kunderådgiver Marianne Dich  
Jyske Bank

Aktiechef Peter Kubicki  
Enskilda Securities

Chefhandler Anders Rygaard Rasmussen  
Nordea Bank Danmark

Senior Trader Anders Storgaard  
Gudme Raaschou Bank

Afdelingsdirektør Kim Lillose  
Danske Bank

Aktiechef Christian Klarskov  
Handelsbanken Midtbank

Aktiechef Jesper Kjærgaard  
Alfred Berg Bank

Vice President,  
Equities Gert Onstrup Jørgensen  
Carnegie Bank

Afdelingschef Jørn Jakobsen  
Sydbank

**Obligationsudvalget**  
Obligationschef Claus Peter Nielsen  
Carnegie Bank

Chiefdealer Jesper Nørgaard  
Danske Bank

Specialkonsulent Poul Gundersen  
Danmarks Nationalbank

Head of Fixed income Peter Høltermand  
S E B

Funktionsleder Allan Rank Jensen  
Jyske Bank

Dealer Andrej Makar  
Landesbank Schleswig-Holstein Girozentrale

Obligationschef Lars Rolighed  
Spar Nord Bank

Afdelingsdirektør Søren Skov  
Nykredit Bank

Senior director Lars Riis-Kofoed  
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 Lowcow  
Gudme Raaschou Bank

Global head of Corporate Finance  
Jens Peter Toft  
Danske Bank

Head of corporate finance Denmark  
Jens Lauritzen  
Nordea Securities

Direktør Arne Due-Hansen  
Enskilda Securities

#### **REPRÆSENTATION I EKSTERNE UDVALG**

##### **Økonomi- og Erhvervsministeriet**

##### **Erhvervspolitisk kontaktudvalg**

Bankdirektør Peter Schütze  
Nordea Bank Danmark

Suppleant:

Adm. direktør Holger Dock  
Forsikring & Pension

##### **Konkurrencestyrelsen**

##### **Konkurrencerådet**

Valgperiode:

1. september 2001 – 31. august 2005

Direktør Torben Gjede  
Realkreditrådet

Suppleant:  
Underdirektør Jens Loft Rasmussen  
Finansrådet

#### **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**  
Aktiechef Carsten Dehn  
Alfred Berg Bank

Adm. direktør Niels Roth  
Carnegie Bank

Afdelingschef Søren Gade  
Børsmæglerforeningen

#### **Obligationsudvalget**

Head of fixed income Peter Høltermand  
S E B

Chiefdealer Jesper Nørgaard  
Danske Bank

Executive Director Michael Watson  
Nordea Bank Danmark

Kontorchef Vibeke Kjeldsholm  
Børsmæglerforeningen

#### **Værdipapircentralen**

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

Underdirektør Lise Christensen  
Gudme Raaschou Bank

#### **Fondsrådet**

Valgperiode:  
1. januar 2000 – 31. december 2003

Bankdirektør Peter Lybecker  
Nordea Bank Danmark

Adm. direktør Niels Roth  
Carnegie Bank

Suppleanter:  
Underdirektør Frank Fryd Petersen  
Danske Capital

Vicedirektør Kaj Østergaard Mortensen  
Amtssparekassen Fyn

#### **Sagkyndigt medlem af Sø- og Handelsretten**

##### **Beskikket indtil 31. december 2003**

Direktør Per Skovsted  
Gudme Raaschou Bank