

Bestyrelsens mundtlige beretning ved formanden adm. direktør Niels Roth, Carnegie Bank, aflagt på Børsmæglerforeningens ordinære generalforsamling den 20. marts 2003

20. marts 2003

Velkomst

Journal nr.: 151/24

Dok. nr.: 75402-v1

Det er mig en glæde at byde velkommen til den åbne del af Børsmæglerforeningens ordinære generalforsamling 2003. Specielt vil jeg byde velkommen til professor Jan Schans Christensen, som har indvilget i at bringe et indlæg på dagens generalforsamling om elementer af den fremtidige regulering af kapitalmarkederne i EU og implikationerne heraf for den danske markedsplads.

Inden jeg aflægger den mundtlige beretning, vil jeg overlade talerstolen til Søren Jenstrup, der ligesom de tidligere år er blevet valgt som dirigent for generalforsamlingen. Søren Jenstrup vil orientere om den lukkede del af generalforsamlingen.

Markedsudviklingen 2002

Udviklingen på det danske aktiemarked har igennem 2002 været alt andet end gunstig. Kurserne målt ved KFX indekset faldt med godt 26% igennem året, hvilket er det største fald i et enkelt år siden introduktionen af KFX indekset i 1989. Som bekendt var den danske udvikling ikke enestående. Markederne i Europa faldt således i gennemsnit med 31%. De faldende kurser har sat sine spor i form af faldende handelsvolumen. I andet halvår 2002 faldt omsætningen således med 22% sammenlignet med første halvår, og den kedelige udvikling er fortsat i årets første måneder, hvor omsætningen har været knap 15 pct. lavere end i andet

halvår 2002. I forhold til toppunktet for omsætningen i aktiemarkedet, som var i 2. halvår 2000, ligger vi i øjeblikket over 40% lavere.

Side 2

Hvis man skal forsøge at analysere de mulige konsekvenser af den faldende handelsvolumen i det danske marked, er det vigtigt at forstå udgangspunktet. Her er det som bekendt således, at i forhold til andre aktiemarkeder er det danske aktiemarked lille målt ved den samlede markedsværdi. Også omsætningsvolumen og -hastigheden er mindre end på mange andre markeder. Og i forhold til de større og mere likvide udenlandske markeder afviger den danske markedsplads især ved fraværet af selskaber med stor markedsværdi, som netop typisk har stor omsætningshastighed, og ved, at der er forholdsvis mange små selskaber med lille omsætning. Tendensen fra udlandet til, at der sker en koncentration af handlen i de store selskaber, ser vi også herhjemme. Et dansk problem i denne sammenhæng er imidlertid, at det, vi herhjemme karakteriserer som store selskaber, ikke nødvendigvis opfattes på samme måde blandt udenlandske investorer. Fraværet af de rigtigt store selskaber til at tiltrække udenlandske investorer og det forhold, at danske institutionelle investorer både har valgt at bringe aktieandelen ned samt har anlagt en langsigtet diversifikationsstrategi med henblik på at bringe den danske del af aktieporteføljen ned, har bragt den danske markedsplads i en defensiv position.

Journal nr.: 151/24
Dok. nr.: 75402-v1

Da det danske aktiemarked dermed står med en række odds imod sig, er det indlysende vigtigt, at man fra alle sider bør arbejde på at få nedbragt de barrierer, som unødvendigt stiller sig i vejen for udviklingen af

markedspladsen. Vi må søge at skabe de mest optimale rammebetingelser.

Side 3

Nødvendigt med bedre rammebetingelser for markedspladsen

Journal nr.: 151/24

Dok. nr.: 75402-v1

Det er anerkendt, at en veludviklet finansiel sektor er til gavn for den økonomiske vækst, hvilket regering og folketing også ved flere lejligheder har givet udtryk for. Denne erkendelse kommer af, at de nødvendige investeringer i nye virksomheder og omstillinger i erhvervslivet sker mest smidigt, hvis der er flere forskellige kapitalkilder, og hertil hører formidling af kapital via aktiemarkedet. Det gælder ikke mindst i forhold til at skaffe kapital til innovative og nye erhvervssektorer. Aktiemarkedet spiller således især en vigtig rolle ved formidling af risikovillig kapital og er dermed centralt for virksomhedernes mulighed for at generere vækst. Det er derfor vigtigt for erhvervsudviklingen, at det danske aktiemarked har optimale rammebetingelser.

Skattereglerne

Til optimale rammebetingelser hører, at skattereglerne skal være simple og enkle, så de ikke skræmmer investorerne væk fra markedspladsen eller i udstrakt grad fører til uhensigtsmæssig adfærd hos investorerne. Det gør de nuværende beskatningsregler for private investorer. I branchen har vi længe efterlyst en forenkling af aktieavanceskatten for private investorer og bragt dette op ved utallige lejligheder.

Vi ønsker primært en afskaffelse af den skattefrie beholdningsgrænse på ca. 130.000 kr., som det ikke er attraktivt for investorer at overskride.

Dernæst er der 3-årsreglen, som låser aktiebesiddelserne fast hos investorerne. I begge tilfælde kommer skatteovervejelser til at dominere rationelle beslutninger om køb eller salg af aktier. De hæmmer markedets likviditet og indebærer i sidste instans højere kapitalomkostninger for virksomhederne. Både den foregående og nuværende regering har erkendt disse problemer, og der bør en gang for alle sættes handling bag denne forståelse.

Side 4

Journal nr.: 151/24
Dok. nr.: 75402-v1

Hedge Funds

Et andet område, hvor der også er behov for en modernisering af de danske regler, er på området for de såkaldte hedge funds, som i dag indebærer, at det hverken er muligt at investere i hedge funds eller etablere og markedsføre hedge funds i Danmark.

På mange markeder tegner hedge funds sig i dag for en stigende del af aktiviteten, og de er endda blevet kritiseret for at styre markederne. Globalt set har investorer siden midten af 1990'erne investeret store beløb i denne type fonde. Et helt præcist overblik er dog vanskeligt at give, eftersom der ikke er en klar afgrænsning eller definition af denne investeringsform. Men i Europa vurderes beløbet at ligge lige i underkanten af 100 mia. euro, mens det globalt vurderes at være omkring 500 mia. USD. I relativ forstand er det en begrænset størrelse i forhold til eksempelvis de samlede europæiske aktiemarkeder, som er ca. 6000 mia. euro. Hedge funds markedet i Europa udgør således kun beskedne 1½% af de europæiske aktiemarkeder.

Omsætningsmæssigt er hedge funds derimod anderledes vigtige. Således mærker vi allerede hedge funds herhjemme, idet en betydelig del af den udenlandsk genererede omsætning i danske aktier kommer fra hedge funds i udlandet. Omsætningsandelen vurderes typisk at udgøre 10-15 % af den samlede volumen på Københavns Fondsbørs og i perioder helt op til 25 %.

Side 5

Journal nr.: 151/24
Dok. nr.: 75402-v1

Uden at skulle gå i detaljer her så er der i udlandet et væld af hedge funds med mange forskellige strategier og risici. Der findes for eksempel hedge funds med betydeligt lavere risikoeksponering, end hvad almindelige mutual funds eller investeringsforeninger har oparbejdet. Hedge funds har således ofte en strategi, som hjælper investorerne med at diversificere en portefølje, fordi hedge funds ofte har en lav korrelation med for eksempel traditionelle investeringsforeninger eller indeks funds.

Helt overordnet er det vores vurdering, at hedge funds bidrager positivt til markedet ved at stimulere likviditeten og sikre en mere effektiv prissætning af aktier.

I Sverige er der allerede et fornuftigt lovgrundlag for hedge funds, og fra disse udspringer der en betydelig handelsaktivitet med svenske aktier. En række andre europæiske lande har også planer om at indføre regler, som giver en platform for hedge funds med hensyn til både juridisk set-up, skat og markedsføring. Eksempelvis barsler Tyskland med nye regler, som vil muliggøre etablering samt markedsføring af hedge funds.

Herhjemme bør vi derfor tilpasse lovgivningen, så danske investorer kan få adgang til denne særlige aktivklasse. Det vil indebære, at der bliver en juridisk platform, hvorpå man kan etablere hedge funds, at der bliver fornuftige skatteregler, og at der bliver mulighed for at markedsføre hedge funds over for offentligheden. Det kunne for eksempel ske under lov om investeringsforeninger. Der skal være prospektregler, som sikrer potentielle investorer information om strategi og relevante risici. Denne type hedge funds skal være underkastet normale regler fra tilsynets side for at sikre en korrekt forvaltning af investorernes midler.

Side 6

Journal nr.: 151/24
Dok. nr.: 75402-v1

Det hører også med i billedet, at Kommissionen primo 2005 skal foretage en vurdering af de to nye UCITS-direktiver og vil belyse behovet for at harmonisere reglerne for fonde, der i dag ikke er omfattet af UCITS. Det er derfor ikke utænkeligt, at vi i løbet af en kortere årrække står over for en harmonisering af reglerne for hedge funds på europæisk plan.

Der er sat mere eller mindre rosende betegnelser på aktiviteterne i hedge funds. Alle husker formentlig krisen i forbindelse med Long Term Capital Managements (LTCM) kollaps i 1998, og hedge funds er blevet kritiseret for at agere kortsigtet og have spekulativ adfærd, fordi de foretager såkaldt short selling.

Short selling og aktielån

Short selling er kort fortalt en praksis, hvor der sker salg af en aktiepost, som sælgeren ikke ejer. For at levere aktierne til køberen må sælgeren derfor normalt låne aktierne. På et senere tidspunkt skal det samme antal

aktier leveres tilbage til udlåneren af aktierne, og sælgeren skal derfor have købt aktierne.

Side 7

Short selling og aktielån er både herhjemme og i udlandet blevet kritiseret for at skabe kursfald og mere ustabile kurser. Kritikken skyder imidlertid forbi målet. Short selling er næsten altid koncentreret om enkeltaktier, og typisk foretages en samtidig modgående risikoafdækning. Det er derfor ikke korrekt at pege på short selling som årsag til generelle markedsbevægelser. Alene omfanget af short selling er i øvrigt så begrænset, at det ikke kan være tilfældet. Selv på mere udviklede markeder som det engelske og det amerikanske udgør omfanget af short selling en meget lille del af det samlede marked. I visse situationer er short selling dog muligvis årsag til kortsigtede fluktuationer, når en aktie bringes ned i kurs. Her er udgangspunktet imidlertid, at nogen i markedet vurderer, at en aktie er overvurderet og tager en position, som trækker kursen ned eller måske dæmper en kraftig kursopgang, som før eller siden vil vise sig ikke at kunne holde.

Journal nr.: 151/24
Dok. nr.: 75402-v1

Helt fundamentalt er short selling med til at sikre en mere effektiv prisdannelse, idet short selling bidrager til, at kurserne i større grad kommer til at afspejle mere balancerede vurderinger, idet kurserne også bliver direkte påvirket af investorer, som har et mere pessimistisk syn på en aktie end de, der i den aktuelle situation er aktionærer i selskabet.

Det er klart Børsmæglerforeningens opfattelse, at muligheden for short selling og tilknyttede aktielån er en fordel for markedet. Hvis vi ser på

rammebetingelserne for at foretage short selling, så har vi herhjemme – ligesom på de øvrige nordiske markeder – ingen særskilt regulering heraf, og dette ville heller ikke være hensigtsmæssigt. Den generelle lovgivning til at bekæmpe markedsmisbrug må anses for passende. Det er lige ulovligt at udsprede vildledende oplysninger for at drive kursen op som ned. Erfaringerne fra udlandet taler heller ikke for at anvende specielle regler.

Side 8

Journal nr.: 151/24
Dok. nr.: 75402-v1

Vilkårene for at kunne lave aktielån, som jo er en integreret del af en short selling forretning, hører imidlertid ikke til de mest optimale. Jeg tænker primært her på den skattemæssige side, hvor Ligningsrådet har afgjort, at ikke alle aktielånere kan få fradrag for tab og omkostninger ved aktielån.

Med baggrund heri finder vi, at der er behov for lovgivning, således at vi kan få simple og rimelige skatteregler på området. Vi har da også forstået, at myndighederne har erkendt problemet og tilkendegivet at ville rette op på forholdet.

Det er endvidere vigtigt, at de skattemæssige hindringer for anvendelsen af aktiederivater hos private investorer fjernes. De nuværende regler betyder, at private beskattes af gevinster, mens der ikke gives fradrag for tab. Der bør indføres symmetri i reglerne i stil med de regler, som man for et par år siden indførte for pensionssektoren.

Mere børshandel

Side 9

På nogle områder er der dog også sket fremskridt på aktiemarkedet herhjemme. Eksempelvis er den andel af den samlede omsætning, som kører over Fondsbørsens handelssystem, steget markant og er nu på omtrent samme niveau som i fx Sverige. Man kan også demonstrere en bedre performance for aktiemarkedet på andre indikatorer. Fx er der nu i næsten hele åbningstiden købs- og salgskurser i KFX-aktierne, og også i andre segmenter er der to-vejspriser i en stor del af åbningstiden. Ligeledes er forskellene mellem købs- og salgsbuddene - eller på dansk spreads - indsnævret i de seneste par år. En stor del af tiden er spreadet mindst muligt i en række af KFX-selskaberne, hvor hovedparten af omsætningen er placeret. Der kan dermed ikke hentes noget ved at byde ind i spreadet for nu at bruge et populært udtryk fra visse forbrugerkredse.

Journal nr.: 151/24

Dok. nr.: 75402-v1

Kritikken af muligheden for at foretage strakshandel burde vel holde op nu. Kritikerne burde i hvert fald notere sig, at det er en handelsform, som de private investorer vælger at benytte. En nylig undersøgelse fra Fondsbørsen viser da også, at mange private foretrækker denne handelsform vel vidende, at muligheden for at handle direkte på børsen er til stede. Økonomi- og Erhvervsministeren valgte da også fornuftigt nok at lade ligestillingen af handelsformerne fortsætte ved den seneste revision af reglerne om god værdipapirhandelsskik.

Analytikerroller og corporate finance

Side 10

I Børsmæglerforeningen udstedte vi i foråret 2002 anbefalinger vedrørende corporate finance og analyseaktiviteterne hos vores medlemmer. Med anbefalingerne lever den danske markedsplads op til de væsentligste af de krav, som er blevet formuleret i USA i kølvandet på skandalerne om analytikers mildest talt uheldige dobbeltroller. 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.

Journal nr.: 151/24
Dok. nr.: 75402-v1

I Børsmæglerforeningen mener vi, at det er et område, hvor selvregulering er en oplagt fremgangsmåde, og i det omfang EU-bestemmelser muliggør det, ønsker vi at fastholde dette. Det forpligter selvsagt også branchen til at følge med udviklingen internationalt og om nødvendigt at justere på anbefalingerne, således at vi også på brancheniveau kan siges at leve op til best practice. I udlandet sker der fortsat en del på dette område, og i den kommende tid vil vi vurdere, om der er baggrund for at tilpasse vores anbefalinger.

Obligationsmarkedet og indberetningsregler

Det danske obligationsmarked hører til blandt de største i Europa og må betegnes som et af de mest velfungerende. Fra forbrugerside har der dog i den senere tid været fokus på indretningen af markedet med kritik af manglende gennemsigtighed og prisdannelse. Efter foreningens opfattelse indeholder kritikken dog ikke væsentlig substans.

I debatten bør man holde sig for øje, at det, der er vigtigt for markedet under ét, er, at der er et effektivt og velfungerende engrosmarked. Det kommer jo blandt andet investorerne direkte til gode via alle de midler, husholdningerne har bundet i obligationer via institutionel opsparing. På detailområdet er kunderne beskyttet af et efterhånden meget detaljeret regelsæt, som indebærer forbud mod såkaldt skjult kursskæring, og som i øvrigt giver kunden en lang række informationer. Forholdet er endvidere, at der er priser på børsen i de mest likvide obligationer, som kunden kan orientere sig om, inden en handel besluttet.

Side 11

Journal nr.: 151/24
Dok. nr.: 75402-v1

I Danmark har vi i dag et fælles regelsæt for indberetninger af aktier og obligationer. Hovedreglen er, at en værdipapirhandler skal indberette handler foretaget uden om børsens handelssystem inden 5 minutter efter, at handlen er indgået.

Så vidt vi er informeret, er vi det eneste EU-land, der kører med så restriktive regler på obligationsområdet. Det nuværende direktiv giver således mulighed for, at der ved dagens slutning alene foretages en indberetning af nogle hovedtal, og dermed ikke indberetning af hver eneste handel. Det nuværende forslag fra EU-kommissionen til nye EU-regler indeholder fortsat et lempeligere indberetningsregime for obligationer, men lægger op til en betydelig harmonisering af reglerne mellem landene, hvorfor vi efter al sandsynlighed skal have andre regler herhjemme. På engrosmarkedet bliver det stadig vigtigere med ens spilleregler mellem danske og udenlandske deltagere, så derfor hilser vi en harmonisering på området velkommen. Vi så imidlertid gerne, at vi

allerede nu går i gang med en vis tilpasning af de danske regler til forholdene i vore nabolande.

Side 12

Afslutning

Journal nr.: 151/24

Dok. nr.: 75402-v1

Som jeg indledte med at sige, har udviklingen på aktiemarkedet været særdeles negativ det seneste 1½ år, og med et udgangspunkt, som i forvejen var relativt svagt, har udviklingen placeret det danske aktiemarked i en defensiv position. Der er derfor brug for at fremme alle initiativer, som kan forbedre vilkårene for aktiemarkedet, og jeg må derfor endnu en gang opfordre til, at de ansvarlige myndigheder fjerner unødige barrierer for en udvikling af det danske marked.

I foreningen har vi beskæftiget os med en del andre emner end dem, jeg har været inde på her. En række af disse er omtalt i den skriftlige beretning, der er omdelt til alle deltagere.

Afslutningsvis vil jeg gerne sige tak til alle vore samarbejdspartnere, herunder selvfølgelig til alle vore fremmødte gæster, og udtrykke mit og bestyrelsens ønske om et fortsat godt samarbejde i den kommende tid.