



ÅRSBERETNING 2001

BØRSMÆGLERFORENINGEN

Indhold



Formandens forord	2
--------------------------------	----------

Kapitel 1

Initiativer på den danske markedsplads	3
Oversigt	3
Norex Member Rules	3
Børshandelsrapport	4
Forbedret pris- og omsætningsbillede på Københavns Fondsbørs	4
Elektroniske emissionssystemer	7
Stabilt år for market maker ordningerne	7
Nye initiativer på markedet for børnoterede derivater	8
Udtrækningsmeddelelser	9

Kapitel 2

Nye regler og standarder for udstedere	10
Oversigt	10
Nye udstederregler med internationalt tilsnit ..	10
Nørby-udvalgets bud på Corporate Governance .	11

Kapitel 3

Overvejelser omkring etablering af CCP ...	13
Overvejelserne omkring etablering af CCP	13

Kapitel 4

Skatteforhold	15
Kritik af manglende forenkling af aktieavancebeskatningen	15
Indberetningsordning	15
Skattemæssige problemer for aktielån	17

Kapitel 5

God skik-regler	20
Oversigt	20
God værdipapirhandelsskik	20
Børsetiske regler	22
Kommende bekendtgørelse om god forretningsskik	22

Kapitel 6

EU-initiativer på værdipapirhandelsområdet	24
Financial Services Action Plan og ny beslutningsprocedure i EU	24
Forslag til revision af investeringsservice- direktivet	26
Direktivforslagene om markedsmissbrug og prospekter	26

Kapitel 7

Medlemsfortegnelse, bestyrelse, sekretariat, udvalg og ekstern repræsentation.....	28
---	-----------

Formandens forord

Internationaliseringen af det danske værdipapirmarked fortsatte i 2001. Børssamarbejdet i NOREX-regi er blevet yderligere intensiveret, og der er taget væsentlige skridt i retning af yderligere integration af kapitalmarkederne i EU-landene. En følge heraf vil blive, at en stadig større del af den offentlige regulering på området har baggrund i EU-regler. Fra Børsmæglerforeningens side er vi enige i, at der vil kunne vise sig betydelige fordele ved en yderligere integration, men en forudsætning for at realisere disse er, at reglerne får et markedskonformt indhold, og man undgår at indføre detaljerede procedurer.

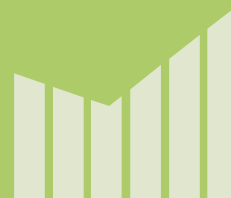
På den hjemlige arena har den nye regering indført et skattestop, som man i lyset af det høje danske skatetryk kan have megen sympati for. Det er imidlertid centralt, at skattestoppet ikke kommer til at blokere for en forenkling af de stærkt komplicerede regler for beskatning af aktieavancer. Der har de senere år været udstedt politiske løfter om enklere regler, og det er stærkt foruroligende, hvis man på ny undlader en sanering af reglerne. De nuværende regler medfører en urimelig administrativ byrde for investorerne. Dernæst fører eksempelvis 3-årsreglen til en u hensigtsmæssig investor-

adfærd med fastlåsning af aktiebesiddelser. Den samlede konsekvens er, at skattemæssige overvejelser dominerer over i øvrigt rationelle dispositioner.

Det er glædeligt, at regeringen lægger op til, at der foretages en afklaring af den klare kompetencestrid, der har været mellem Fondsrådet og Forbrugerombudsmanden. Specielt efter at sidstnævnte valgte at udstede regler om god værdipapirhandelsskik, der var i modstrid med de regler, Fondsrådet en måned forinden havde udstedt. Det er vigtigt, at lovgiverne i det videre arbejde med forslagene er opmærksomme på at undgå overlap i kompetencen mellem forskellige offentlige organer. Det er også vigtigt, at Fondsrådets integritet og status som kollegialt råd ikke sættes over styr af særlige afstemningsregler, der alene kan iværksættes af Forbrugerombudsmanden.

Niels Roth





Initiativer på den danske markedsplads

Oversigt

For den danske markedsplads har 2001 budt på en række nyheder og forandringer. På regelsiden er medlems- og handelsreglerne for medlemmer af Norex-alliancen blevet harmoniseret for aktie- og obligationsmarkedet, de danske indberetningsregler er blevet ændret for at forbedre pris- og omsætningsbilledet, og endelig er de danske udstederregler gennemgået en modernisering for derigennem at afspejle international praksis.

Obligationsmarkedet fik tilført to nye funktioner i form af emissionsdelmarkeder for henholdsvis stats- og realkreditobligationer. Nationalbanken har fået mulighed for at benytte handelssystemet til førstegangssalg af obligationer, mens realkreditinstitutterne (pt. Realkredit Danmark og Nykredit) senest benyttede deres emissionsdelmarked i forbindelse med refinansieringen af flexlån/rente-tilpasningslån i december 2001. For Børsmæglerforeningens market maker ordninger „On Request“ for henholdsvis stats- og realkreditobligationer har 2001 været et år præget af stabilitet.

Det børsnoterede danske derivatmarked har igennem en årrække vist en svag udvikling sammenlignet med fx Sverige. Udviklingen er forsøgt imødegået med en række initiativer, og i 2001 fik de svenske mæglere og mæglere tilknyttet OM London Exchange adgang til at handle de danske aktiederivat. I slutningen af 2001 blev der etableret en market maker ordning med pt. 4 deltagere, og også 2002 ventes at byde på nye initiativer.

På aktiemarkedet har en stor del af fokus været rettet mod privatkunders handel på Københavns Fondsbørs'

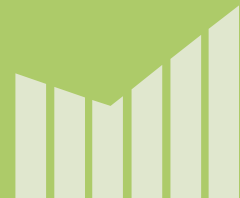
handelssystem, hvorfor samme var genstand for en rapport udfærdiget af Københavns Fondsbørs og Børsmæglerforeningen. Privatkunder agerer således i dag i kraft af direkte ordreformidling i det professionelle marked, hvilket har ændret det traditionelle handelsmønster på det danske aktiemarked.

Norex Member Rules

Norex-alliancen, som består af Stockholm-børsen, Islands fondsbørs, Oslo-børsen og Københavns Fondsbørs, udstedte i oktober 2001 harmoniserede medlems- og handelsregler for aktie- og obligationshandel, Norex Member Rules (NMR).

På aktiesiden er langt den overvejende del af handelsreglerne blevet harmoniseret mellem de respektive børser, mens der fortsat eksisterer store forskelle mellem børsernes regler for obligationshandel. En konsekvens har blandt andet været, at off-exchange aktiehandler på op til ca. 2,5 mio. kr. for mindre likvide aktier og ca. 5 mio. kr. for likvide aktier skal afregnes til en kurs, der er på eller inden for spændet mellem bedste bud/udbud i handelssystemet på Københavns Fondsbørs. Den tidligere grænse var 400.000 kr.

Børsmæglerforeningen støtter generelt set harmoniseringsinitiativet i form af NMR fra Norex-børserne. Harmonisering bør være udgangspunktet og bør gå så langt, som det er muligt under hensyntagen til, at de „bedste regler“ anvendes. Samtidig bør der tages et vist hensyn til markedernes forskelligheder, ligesom det selvfølgelig er nødvendigt at tage hensyn til forskelle i nationale lovgivninger.



Børshandelsrapport

Københavns Fondsbørs og Børsmæglerforeningen besluttede i januar 2001 at undersøge mulighederne for at øge privatkunders handel i Fondsbørsens handelssystem Saxess. Undersøgelsen skulle ses i lyset af et generelt ønske om at øge handlen via Københavns Fondsbørs Saxess, idet andelen syntes forholdsvis lav i forhold til mange andre europæiske lande, jf. også afsnittet Forbedret pris- og omsætningsbillede på Københavns Fondsbørs.

Hovedkonklusionerne på rapporten var følgende:

- De daværende indberetningsregler undervurderede systemhandelsandelen betydeligt
- Private investorers andel af den samlede omsætning svarede til ca. 10 pct. En stærkt øget systemhandel i det private segment kunne derved kun øge den generelle systemhandelsandel i et meget begrænset omfang
- Børspligt, eller andre former for koncentrationsregler, for private investorer var ikke anbefalelsesværdig, idet ordreindlæggelse på Københavns Fondsbørs ikke i alle situationer ville være en fordel for kunden. Det nuværende princip om aftalefrihed burde fastholdes
- Der havde hidtil ikke været en entydig term for den handelsform, hvor en kunde ønskede en ordre lagt i handelssystemet på Københavns Fondsbørs. Arbejdsgruppen besluttede at benævne denne handelstype for „børshandel“.

I tilknytning til rapporten udsendte Børsmæglerforeningen og Finansrådet i maj måned 2001 en opfordring til foreningernes medlemmer om at tilbyde privatkunder børshandel. De foreløbige erfaringer

tyder på, at private i betydeligt omfang er begyndt at handle direkte på børsen.

Rapporten kan downloades i sin helhed fra www.dbmf.dk.

Forbedret pris- og omsætningsbillede på Københavns Fondsbørs

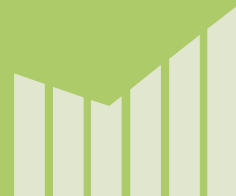
Nye indberetningsregler pr. 1. juli 2001

Børsmæglerforeningen har i samarbejde med Københavns Fondsbørs forsøgt at forbedre pris- og omsætningsbilledet ved at udarbejde et forslag til nye indberetningsregler på aktie- og obligationsmarkedet. Forslaget har dannet baggrund for ændringer i Fondsrådets indberetningsbekendtgørelse, som Københavns Fondsbørs efterfølgende har tilpasset sine indberetningsregler på basis af. Ændringerne i bekendtgørelsen og Fondsbørsens nye regelsæt trådte i kraft den 1. juli 2001.

Sigtet med de nye indberetningsregler har været at fjerne „støj“, som skaber et ukorrekt pris- og omsætningsbillede, ved at:

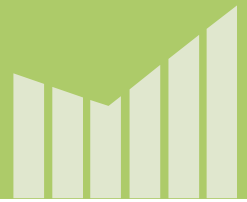
- Reducere antallet af dobbeltindberetninger
- Flytte indberetningstidspunktet for gennemsnitskurshandler til den følgende handelsdag
- Flytte indberetningstidspunktet for ikke-medlemmers handel til den følgende handelsdag.

De nye indberetningsregler skal således sikre, at det alene er aktuelle handler (som danner pris- og omsætningsbilledet), der offentliggøres, når handelssystemet er åbent.



Reduktion af dobbeltindberetninger

I de nye indberetningsregler søges det afgrænset, hvornår der skal dobbeltindberettes. Om en handel skal dobbeltindberettes afhænger af, hvilken type ordreaftale der er tale om. Værdipapirhandleren skal ved handlens indgåelse markere, om ordren udføres til „egen bog“ (det vil sige på egne vegne) eller ”til kunder”. Et medlem skal markere en handel til ”egen bog”, hvis medlemmet har en kursrisiko (fx hvis mægleren har lovet sin kunde en bestemt kurs) ved at udføre handlen, alternativt skal handlen markeres „til kunder“.



Eksempel 1: „Egenbogsmarkering“

Mægleren har garanteret en kunde en bestemt kurs (fx en gennemsnitskurs over en vis periode) i forbindelse med en samlet større værdipapirhandel. Handelen udføres ikke samlet, men som delhandler, og gennemsnitskursen på delhandlerne vil ikke nødvendigvis være identisk med den faktiske gennemsnitskurs for papiret generelt i den aftalte periode. Mægleren har således en kursrisiko i perioden, hvorfor delhandlerne skal markeres til egen bog. Når kursen er kendt over for kunden (gennemsnitskursen over den aftalte periode), foretages indberetning af den endelige afregning over for kunden.

Eksempel 2: „Kundemarkering“

En kunde ønsker at handle en større mængde værdipapirer og forventer at blive afregnet til et gennemsnit af de kurser, som mægleren har opnået. I sådanne tilfælde har mægleren ikke nogen kursrisiko, og handlerne skal kundemarkeres. Der skal ikke foretages yderligere indberetning af den samlede afregning over for kunden.

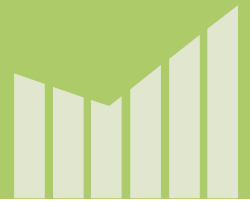
Børshandelsandelen for aktier er steget ganske betragteligt

De nye indberetningsregler har haft væsentlig betydning for opgørelsen af børshandelsandelen (andelen af handler, som udføres via Saxess). Før de nye indberetningsregler blev gennemført, kunne børshandelsandelen opgøres til ca. 30 pct. af totalomsætningen (ultimo 2000). De daværende indberetningsregler indebar imidlertid, at handler foretaget uden for Saxess blev indberettet flere gange. Dette undervurderede børshandelsandelen ganske meget. Ifølge de seneste tal kan børshandelsandelen opgøres til knap 60 pct. (ultimo 2001). Heri er medregnet de handler, der er foretaget uden for Fondsbørsens åbningstid. Ses isoleret på handler i åbningstiden, udgør disse godt 70 pct. af de samlede handler ultimo 2001 mod ca. 40 pct. ultimo 2000. Stigningen i systemhandelsandelen må imidlertid også tilskrives andre tiltag, herunder at

private har fået mulighed for at handle direkte på Fondsbørsens handelssystem. Systemhandlen kan dermed i højere grad end tidligere siges at være prisbestemmende for markedet.

Offentliggørelse af markedsandele for aktier

Alle medlemmer har siden overgangen til Norex Member Rules pr. 1 oktober 2001 kunnet beregne egne og andres markedsandele på aktiesiden. Det skyldes, at den hidtidige danske særregel om skjulte BD-identer på 100 handelsposter og derover blev fjernet i forbindelse hermed. Københavns Fondsbørs har desuden ønsket at komme på linie med de øvrige nordiske børser og har besluttet at offentliggøre udvalgte markedsandele for aktier fra primo februar 2002. Børsmæglerforeningen har tilsluttet sig ønsket, ikke mindst fordi kvaliteten af informationerne (der ligger



til grund for beregningerne) er blevet forbedret efter implementering af de nye indberetningsregler, jf. ovenfor.

Der er i første omgang blevet offentliggjort to typer af markedsandele:

- Medlemmers andel af totalomsætningen
- Medlemmers andel af kundeomsætningen

Følgende opgørelser beregnes til medlemmet uden offentliggørelse:

- Markedsandel af handel mellem medlemmer
- Markedsandel for repohandler

Revision af beregning af markedsandele for obligationer

Der offentliggøres ikke markedsandele for handlen med obligationer. Drøftelserne om offentliggørelse af markedsandele er påbegyndt i en arbejdsgruppe under Københavns Fondsbørs, hvor også Børsmæglerforeningen deltager. Fokus er i første omgang koncentreret om at udarbejde en mere retvisende opgørelse af markedsandele end den hidtidige, som alene er blevet oplyst til de enkelte børsmedlemmer. Der er blandt andet vanskeligheder med fortolkning af tallene som følge af dobbeltindberetninger. Der er ikke taget stilling til, om markedsandelene skal offentliggøres.

Elektroniske emissionssystemer

Såvel realkreditinstitutter som Nationalbanken har nu mulighed for at udstede obligationer elektronisk

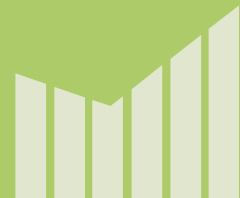
via emissionsdelmarkeder på Københavns Fondsbørs' handelssystem.

I slutningen af 2000 introducerede Københavns Fondsbørs et nyt emissionsdelmarked til brug for i første omgang Realkredit Danmark og Nykredit. Emissionsdelmarkedet er blevet brugt til omlægning af de såkaldte rentetilpasningslån og blev senest benyttet i forbindelse med refinansieringen i december 2001. Før introduktionen af emissionsdelmarkedet har emissioner på realkreditobligationsmarkedet været karakteriseret ved telefonhandel.

I starten af januar 2002 blev Nationalbankens emissionsdelmarked introduceret. Emissionsdelmarkedet blev første gang benyttet i forbindelse med Nationalbankens auktion over det nye statsgældsbevis 4 pct. 2004. Interessen var stor, og der blev omsat for godt 5 mia. kr. i det nye delmarked. Det løbende tap-salg finder fortsat sted i det ordinære delmarked i Københavns Fondsbørs' handelssystem, hvor også førstegangsemissioner tidligere fandt sted.

Stabilt år for marked maker ordningerne

2001 har ikke budt på de store ændringer i Børsmæglerforeningens market maker ordning for stats- og realkreditobligationer „On Request“. Ordningen omfatter fortsat 11 statsobligationer og 12 realkreditobligationer. For statsobligationerne er der 9 market makere, mens realkreditobligationerne tegner sig for 10 market makere. Antallet af market makere har været stabilt igennem 2001.



Der har i løbet af året været følgende benchmarksift:

Pr. 1. januar 2001:

- 2-årig benchmark skiftedes fra 4% 2002 til 8% 2003
- 5-årig benchmark skiftedes fra 5% 2005 til 8% 2006

Pr. 1. april 2001:

- 10-årig benchmark skiftedes fra 6% 2009 til 6% 2011

Pr. 1. august 2001:

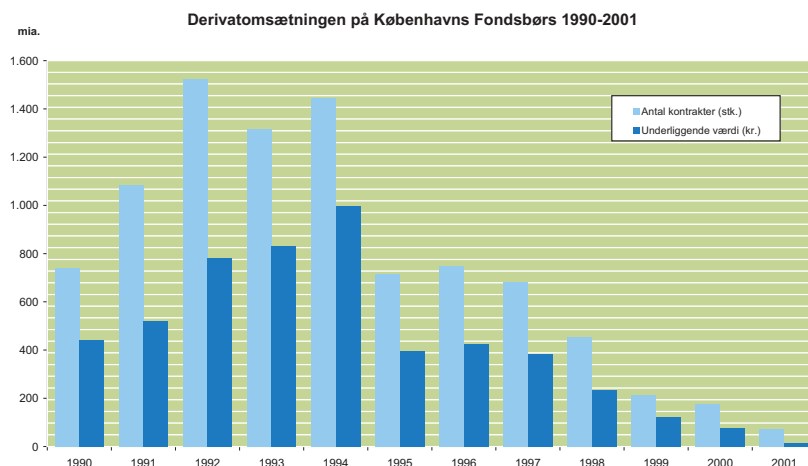
- 2-årig benchmark skiftedes fra 8% 2003 til 5% 2003

Benchmarksift besluttes af Børsmæglerforeningens obligationsudvalg og sker under primært hensyn til cirkulerende mængde, likviditet og ejerfordeling.

Nye initiativer på markedet for børsnoterede derivater

Den danske aktiederivathandel har igennem en længere årrække vist en svag udvikling med en omsæt-

Graf over udvikling i derivatomsætning:



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

ning langt under niveauet i eksempelvis Sverige. For at vende denne udvikling er der de seneste to år blevet taget en række initiativer, som gerne skulle understøtte omsætningen.

I slutningen af 2000 overgik handlen med de danske aktiederivater fra det gamle handelssystem ELECTRA til det svenske handelssystem CLICK og afviklings-systemet SECUR. Dermed bliver de danske aktiederivater handlet på samme tekniske platform som de svenske aktiederivater. FUTOP-kontrakterne er fortsat noteret på Københavns Fondsbørs, og kontrakterne udstedes, garanteres og cleares af FUTOP-Clearingscentralen. FUTOP-Clearingscentralen er et datterselskab af Københavns Fondsbørs.

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

I sommeren 2001 blev det muligt for svenske mæglere og mæglere tilknyttet OMLX (OM London Exchange) at handle danske aktiederivater i samme system og

samme ordrebog som de danske aktiemæglere. Etablering af en fælles ordrebog medfører et øget antal markedsdeltagere og dermed mulighed for større likviditet og aktivitet.

I november 2001 blev der introduceret en market maker ordning



på aktiederivater. En ordning, som fungerer udmærket. Tre danske medlemmer og ét svensk medlem stiller op som market makere: Danske Securities, Nordea Securities, Sydbank og Bid & Ask.

Trods de seneste års initiativer er omsætningen stadig lav på det danske børsnoterede aktiederivatmarked. En af de væsentligste årsager er den fortsatte u hensigtsmæssige beskatning af derivater for private investorer og selskaber. Børsmæglerforeningen har løbende påpeget den uhensigtsmæssige derivatbeskatning – et arbejde som vil fortsætte.

Udtrækningsmeddelelser

Den 8. februar 2001 indførtes en ny metode til udtrækning af realkreditobligationer (matematisk udtrækning), der blandt andet indebærer, at alle investorer får udtrukket obligationer til hver termin og derfor skal modtage udtrækningsmeddelelser herom. Hvis de har depot i pengeinstitutterne, betaler de ofte et gebyr pr. udtrækningsmeddelelse til dækning af omkostninger herved.

Investorer med små beholdninger havde under den tidligere lotteribaserede udtrækningsmetode en berettiget forventning om, at de undtagelsesvist ville blive pålagt udtrækningsgebyrer, da de sjældent ville få udtrukket obligationer. Pengeinstitutterne ønskede derfor at afhjælpe de øgede gebyromkostninger for de mindre investorer som følge af indførelsen af matematisk udtrækning.

Der blev identificeret to mulige løsninger for at få reduceret antallet af meddelelser: en lovændring eller samkuvertering af udtrækningsmeddelelse og renteadvis, som investorerne i forvejen modtager til hver termin.

Reduktion i antallet af meddelelser ville blandt andet kræve ændringer af værdipapirhandelsloven og registreringsbekendtgørelsen, hvilket imidlertid vurderedes vanskeligt gennemførligt. Pengeinstitutterne valgte derfor samkuverteringsløsningen, og efterfølgende er det vurderingen, at der ikke har været større problemer i forbindelse med indførelsen af matematisk udtrækning.

Nye regler og standarder for udstedere

Oversigt

I 2001 foretog Københavns Fondsbørs en betydelig ændring af reglerne for udstedelse af værdipapirer, der er eller ønskes noteret på Fondsbørsen, hvilket blandt andet indebar en opstramning af de formelle oplysningskrav. 2001 bragte ligeledes et konkret dansk bud på Corporate Governance i form af Nørby-udvalgets rapport og anbefalinger. Også på Corporate Finance området er spørgsmålet om etiske branchestandarder blevet behandlet.

Nye udstederregler med internationalt tilsnit

Den 1. januar 2002 blev der implementeret nye regler for udstedere af børsnoterede værdipapirer på Københavns Fondsbørs på baggrund af en revision af eksisterende regelsæt på området. Set fra Fondsbørsens side var formålet med ændringerne følgende:

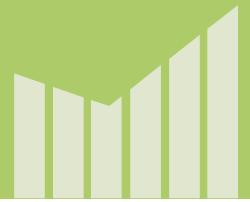
- At sikre en fortsat harmonisering af de danske regler for børsnotering mv. til internationale forhold
- At få den seneste praksis implementeret i reglerne, da praksis ofte er udtryk for „højere“ standarder end de hidtidige, nedskrevne regler
- At skabe en ensartet, overskuelig struktur for reglerne på området.

De nye regler samler alle Københavns Fondsbørs' regler på området i ét regelsæt med titlen: „Regler om notering på Københavns Fondsbørs“. Regelsættet vedrører aktier, investeringsforeningsbeviser, obligationer og andre værdipapirer, og for hver værdipapirtype inddeles reglerne efter henholdsvis noteringsbetingelser, prospektkrav og oplysningsforpligtelser.

Børsmæglerforeningen har som helhed hilst initiativet velkomment, men tilkendegivet en række forbehold.

Det væsentligste indhold af de ændrede regler for aktier har været følgende:

- Der indføres regler om stabilisering og overallokering. Introduktionen af disse bestemmelser sker forud for, at der må forventes vedtaget regler på området i EU-regi. Der vil derfor komme ændringer i reglerne på et senere tidspunkt.
- Udgangspunktet for offentliggørelsesmetode er via Københavns Fondsbørs' elektroniske meddelelsesystem StockWise. I særlige undtagelsestilfælde kan det dog aftales, at oplysninger kan meddeles på anden vis.
- Regler for oplysningskrav om ledelsens aflønning. Prospektet skal fx indeholde oplysninger om honorarer – ud over de ordinære bestyrelseshonorarer – samt anden form for vederlag, som hvert enkelt bestyrelsesmedlem modtager fra selskabet. Eventuelle særlige kontraktvilkår for bestyrelse og direktion skal også beskrives i prospektet.
- Regler for oplysningskrav om incitamentsprogrammer. Prospektet skal fx beskrive indholdet af de aktiebaserede aflønningsprogrammer, som selskabet har besluttet at indføre. Desuden skal prospektet indeholde oplysninger om, hvilken personkreds der er omfattet af programmet (opdelt på bestyrelse, direktion, ledende medarbejdere og medarbejdere i øvrigt) og opdelingen på type af aktierelateret instrument.

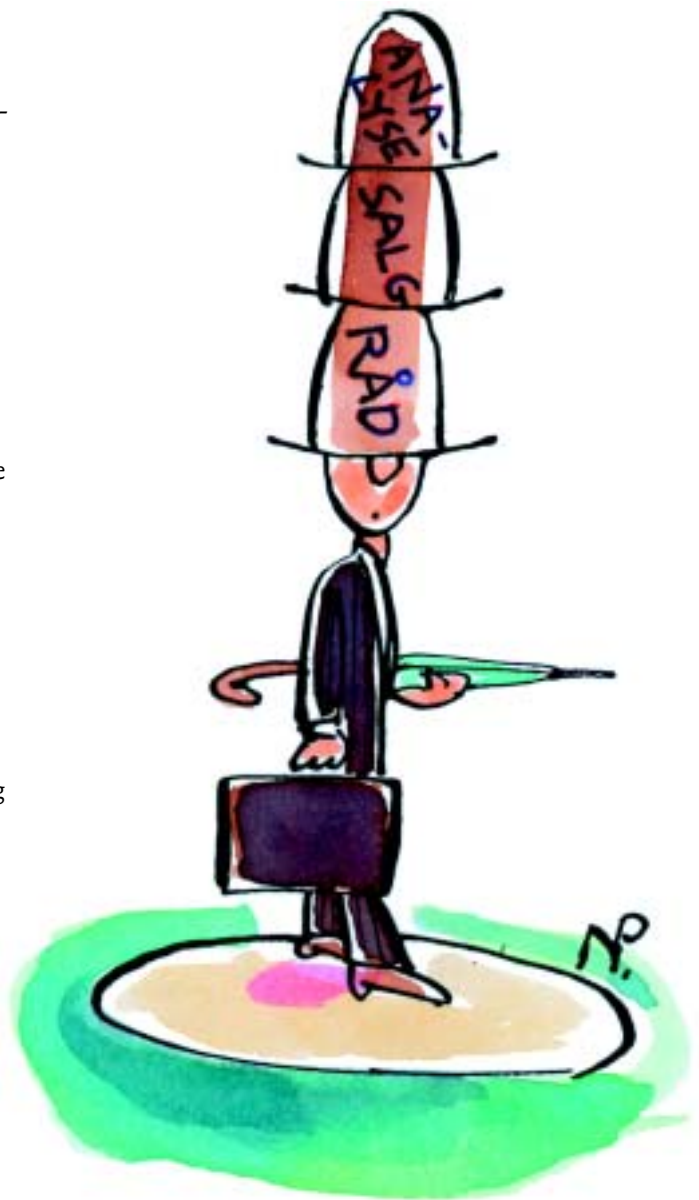


Det væsentligste indhold af de nye regler for obligationer er som følger:

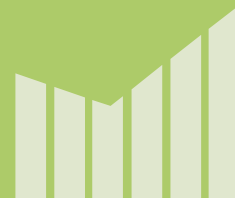
- Reglerne stiller specifikke krav til diverse erklæringer for udstedernes ledelse, revisor og arrangør. Ligeledes skal der udarbejdes fx finanskalender og delårsrapporter svarende til kravene på aktiesiden. På dette felt vil Fondsbørsens regler afvige fra reglerne i en række andre lande og kan være med til at afholde udenlandske udstedere fra at lade sig notere på det danske marked, såfremt der ikke er en lignende kutyme i udstedernes hjemland.
- EMTN- og MTN-programmer er blevet en del af regelsættet, hvilket der har været behov for.
- Udgangspunktet for offentliggørelsesmetode bliver – som for aktiers vedkommende – via Københavns Fondsbørs' elektroniske meddelelsessystem StockWise. I særlige undtagelsestilfælde kan det dog aftales, at oplysninger kan meddeles på anden vis.
- Fra Børsmæglerforeningens side har en opblødning af regelsættet for obligationer været efterspurgt. Flere steder er regelsættet hentet fra bestemmelserne om noterede selskaber, men sammenfald er ikke altid naturligt, da en obligationsudsteder kan være enhver juridisk eller endog fysisk person.

Nørby-udvalgets bud på Corporate Governance

Debatten om Corporate Governance eller på dansk "god selskabsledelse" er ikke af ny dato – men den øgede globalisering af aktie- og kapitalmarkederne og større opmærksomhed fra det omgivende samfund på det enkelte selskab er en del af baggrunden for den stigende fokus på god selskabsledelse i det meste af



verden. I dag har godt 30 lande og en række internationale organisationer fremlagt anbefalinger om, hvad der betragtes som god eller hensigtsmæssig Corporate Governance. Anbefalingerne kommer fra meget forskellige ophavsmænd; spændende fra



regeringsnedsatte komiteer til institutionelle investorer og enkeltorganisationer.

I Danmark har emnet været taget op ved flere lejligheder, og det første konkrete danske bud – Nørby-udvalgets rapport og anbefalinger om Corporate Governance i Danmark – så dagens lys den 6. december 2001.

Nørby-udvalget blev nedsat i marts 2001 af den daværende erhvervsminister Ole Stavad. Lars Nørby Johansen (formand for udvalget), Jørgen Lindegaard, Waldemar Schmidt og Mads Øvlisen blev anmodet om at vurdere, om der var behov for anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark og i givet fald fremkomme med et forslag hertil. Udvalget fandt, at der er behov for et sæt anbefalinger – eller en „code of conduct“ – vedrørende Corporate Governance i Danmark. Resultatet af arbejdet kan læses i „Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark – Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark“.

Nørby-udvalgets anbefalinger har karakter af dels overordnede rationaler, dels konkrete og operationelle anbefalinger. I anbefalingerne indgår 7 hovedområder:

1. Aktionærernes rolle og samspil med selskabsledelsen
2. Interessenternes rolle og betydning for selskabet
3. Åbenhed og gennemsigtighed
4. Bestyrelsens opgaver og ansvar
5. Bestyrelsens sammensætning
6. Aflønning af bestyrelse og direktion
7. Risikostyring

I alt er der tale om 31 konkrete anbefalinger, og der er lagt stor vægt på:

- operationelle anbefalinger
- frivillighed i at følge anbefalinger
- selvforvaltning
- angivelse af i hvilken udstrækning anbefalingerne følges i det enkelte selskab

Ifølge Nørby-udvalget har ambitionen været at fremlægge et forslag til et sæt anbefalinger vedrørende Corporate Governance, som bygger på eksisterende lovgivning og samtidig indeholder de bedste elementer fra de internationale anbefalinger, tilpasset de særlige danske forhold og behov.

Rapporten har høstet anerkendelse i den offentlige debat, hvor også specielt ambitionen om selvforvaltning og selvregulering frem for retlig regulering af området må påskønnes. Det giver blandt andet mulighed for en mere fleksibel og dynamisk „regulering“ i forhold til en mere juridisk offentligretlig regulering.

Københavns Fondsbørs har valgt at inddrage rapportens anbefalinger i sine „Regler for løbende oplysningsforpligtelser for aktieudstedere“. Således tilskynder Københavns Fondsbørs de børsnoterede selskaber til, at de i deres årsrapport forholder sig til Nørby-udvalgets anbefalinger.



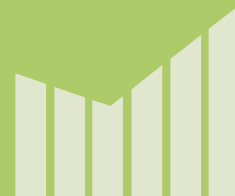
Overvejelser omkring etablering af CCP

I 2001 har spørgsmålet om etablering af en central modpartsfacilitet (CCP) på det nordiske marked været under overvejelse hos en række af markedets aktører. Især har der fra børsside været fremført ønske om etablering af en sådan facilitet.

En CCP indtræder i handlen mellem køber og sælger ved handlens indgåelse. Sælgerne og køberne vil dermed 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.

De væsentligste fordele for de enkelte markedsdeltagere - ud over at tilbyde en kendt modpartsrisiko - ved en CCP er, at den kan gøre det muligt at handle anonymt, og at den kan muliggøre netting af handler. En CCP kan ligeledes understøtte afvikling af grænseoverskridende handler ved at være koblet op på flere børser, hvis de juridiske og markedsmæssige forhold i øvrigt gør en sådan konstruktion mulig.



Derudover kan der være overordnede strategiske markeds-mæssige fordele ved at indføre en CCP i og med, at det alt andet lige vil kunne gøre markedet mere attraktivt for de internationale investorer.

De væsentligste "ulemper" ved en CCP er, at den typisk gør handler dyrere at afvikle, og at den reducerer forretningsomfanget for depotbanker og værdipapircentraler. Da der i forvejen nettes på det danske marked, er en anden ulempe, at de danske værdipapirhandlere i bedste fald først på længere sigt høster gevinsten ved implementering af en CCP.

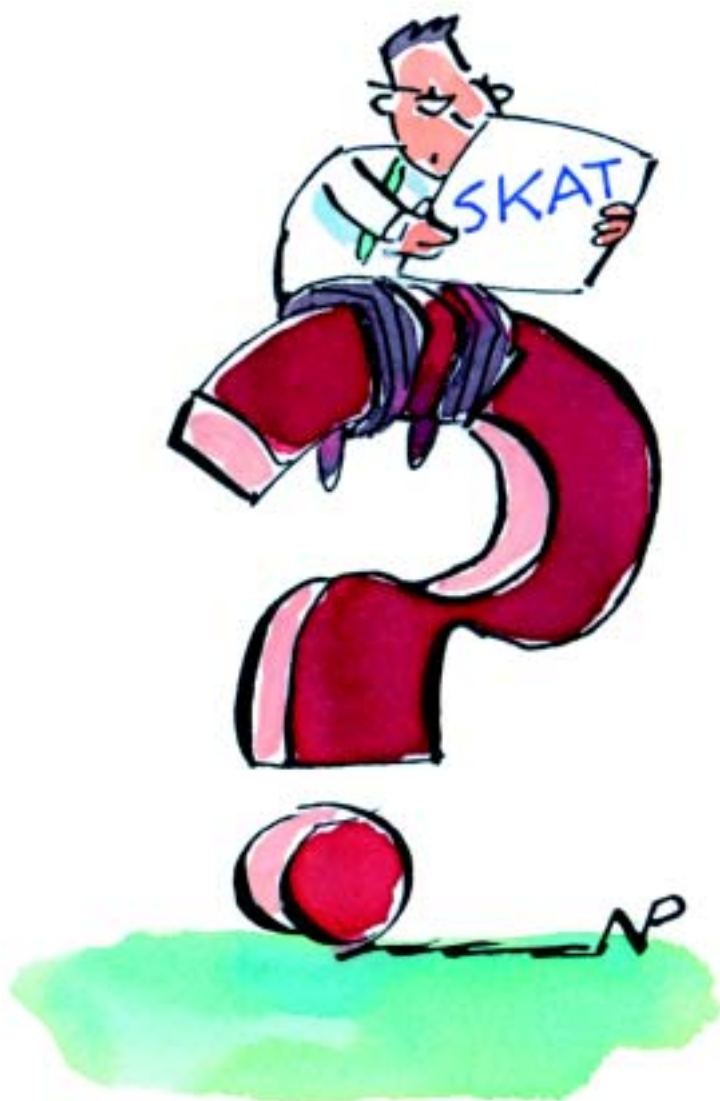
Stigende europæisk interesse

Den stigende interesse igennem de seneste par år for etablering af CCP'er i Europa skyldes primært, at omfanget af grænseoverskridende handler er steget stærkt, og at denne udvikling forventes at accelerere i de kommende år. Markedsdeltagerne oplever derfor oftere og oftere at handle med relativt ukendte modparter, dvs. modpartsrisikoen ikke kendes. Samtidigt er det blevet stadigt mere mærkbart for markedsdeltagerne, at de grænseoverskridende handler er meget dyrere at afvikle i forhold til de indenlandske handler. Selv på kort sigt vil en CCP være en forretningsmæssig fordel for de europæiske markedsdeltagere. Det skyldes, at det - uden for de nordiske lande - kræver etablering af en CCP, hvis det skal være muligt at nette afvikling af handler. Netting af handler reducerer i betydelig grad omfanget af den mængde værdipapirer og den mængde likviditet, som handelsparterne skal fremskaffe.

Der er derfor i 2001 og 2002 etableret eller påtænkt etableret CCP'er på en række markeder i Europa. I 2001 blev der således tilknyttet CCP på London Stock Exchange, Nasdaq Europe og Euronext (der omfatter Frankrig, Portugal og Benelux-landene). I 2002 planlægger Deutsche Börse og Virt-x (England og Schweiz) at etablere CCP.

I lyset af disse tiltag gøres der som nævnt i regi af Norex-børserne og blandt de nordiske værdipapircentraler overvejelser omkring etablering af en fællesnordisk CCP, henholdsvis kaldet NCCP og Nordclear. Det er ikke afklaret, om brugen af en sådan CCP i givet fald skal være frivillig eller tvungen at benytte.

En frivillig brug af CCP'en vil sandsynligvis ikke kunne tiltrække et tilstrækkeligt forretningsgrundlag til at dække finansieringsomkostningerne ved etablering af CCP'en. Omvendt må det formodes, at mange markedsdeltagere vil være imod en tvungen brug af faciliteten.



Kritik af manglende forenkling af aktieavancebeskatningen

Heller ikke i 2001 var der tilstrækkelig vilje i Folketinget til at gennemføre en tiltrængt forenkling af de stærkt komplicerede regler for beskatning af aktieavancer. Det må ellers betragtes som det vigtigste

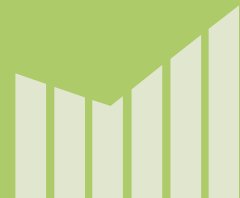
tiltag, der fra politisk side kan gøres for at forbedre det danske aktiemarked.

De nuværende regler medfører en urimelig administrativ byrde for investorerne. Endvidere er der centrale bestemmelser, som ofte leder til en uhensigtsmæssig investoradfærd. Der er her tale om 121.000 kr's grænsen, som gør det direkte ufordelagtigt at øge aktiebeholdningen ud over denne grænse. Derudover er der 3-årsreglen, som fastlåser aktiebesiddelser således, at skatteovervejelser overskygger i øvrigt hensigtsmæssige grunde til køb og salg af aktier. Der findes næppe nogen rationelle argumenter for en skattemæssig præmiering af aktier, der er ejet ud over tre år. Derimod hæmmer indlåsnings effekterne i de nuværende regler kapitalmarkedets effektivitet og hermed i sidste ende de børsnoterede selskabers kapitalomkostninger. Det er uheldigt, idet et effektivt kapitalmarked er nøglen til sikring af vækst og velstand.

Behovet for at skabe fornuftige skatteregler for danske private aktieejere og hermed rimelige "hjemmemarkeds-vilkår" forstærkes af, at hovedparten af de danske børsnoterede selskaber i international sammenhæng er meget små. Det betyder, at det danske aktiemarked af de internationale investorer ofte betragtes som et randmarked. For så vidt angår et forslag til at gennemføre enklere regler, kan der tages udgangspunkt i den redegørelse, der kom i september 2001 fra en arbejdsgruppe under Skatteministeriet.

Indberetningsordning

Den 1. juni 2001 vedtog Folketinget forslag til lov om ændring af skattekontrolloven (L 199), der indebar en



udvidet indberetningspligt fra og med 2002. Med ændringen skal depotfører indberette oplysninger om udtagelse af aktier fra depot til skattemyndighederne. Disse oplysninger ønsker skattemyndighederne at bruge til en påmindelse på den fortrykte selvangivelse om, at myndighederne kan se, at der har været foretaget transaktioner på depotet, der måske kan have skattemæssige konsekvenser.

Vedtagelsen af denne udvidede indberetningspligt er kraftigt inspireret af den rapport, som skattemyndighederne udarbejdede i samarbejde med den finansielle sektor "Grovskitse til etablering af en indberetningsordning til beregning af aktieindkomster". I rapporten blev det under forudsætning af, at aktieavancebeskatningsreglerne blev simplificeret, foreslået, at depotfører skulle indberette depotgrundoplysninger, oplysninger om lukning af depoter, oplysninger om udbytter og udlodninger og oplysninger om aktiebegivenheder, mens fondshandleren skulle indberette oplysninger om aktiehandler.

Sektoren påpegede allerede inden vedtagelsen, at lovforslaget L199 gik stik imod indholdet i Grovskitsen, hvor det som nævnt var fondshandleren, der skulle indberette handelsoplysninger. Samtidig blev det påpeget, at konsekvensen ville blive, at skatteborgerne i mange tilfælde ville få uberettigede "advarsler", fx i tilfælde hvor der blot var overført aktier fra et depot til et andet.

I august 2001 påpegede sektoren atter problemet over for Skatteministeriet. Efterfølgende har Skatteministeriet nu ved lovforslag L 99 af 7. februar 2002 foreslået en ændring af skattekontrolloven, der fuldt

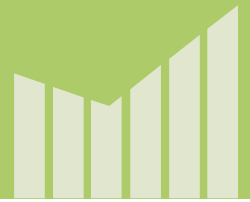
ud imødekommer sektorens ønsker herom. Fremover bliver det fondshandleren og ikke depotfører, der skal indberette oplysninger til skattemyndighederne om formidlede afståelser af børsnoterede aktier.

Det skal understreges, at det ikke er Børsmæglerforeningens ønske at pålægge fondshandlere øgede indberetninger, men at Børsmæglerforeningen deltog aktivt i udarbejdelsen af Grovskitsen, fordi en simplificering af aktieavancebeskatningen ville fremme aktiekulturen, og i lyset heraf var en øget indberetning til at leve med. At politiske forhold så medførte, at indberetningsordningen blev en realitet, men ikke den simplificerede aktieavancebeskatning, er stærkt beklageligt.

Skattemæssige problemer for aktielån

I maj 1999 introducerede Børsmæglerforeningen, Finansrådet og Københavns Fondsbørs en dansk aktielåneordning. Selv om faciliteten tjener en række formål og vurderes at være en afgørende forudsætning for en fortsat udvikling af det danske aktiemarked, er der ikke skabt den forventede låneaktivitet. Den helt overvejende årsag hertil er den skattemæssige usikkerhed, som er opstået i takt med, at spørgsmålet er blevet forelagt Ligningsrådet til afklaring. Aktielån er således ikke selvstændigt reguleret i gældende ret.

Ligningsrådets enkeltstående afgørelser har løbende givet anledning til nye henvendelser om den skattemæssige behandling. For at sikre en hensigtsmæssig retsstilling har det været nødvendigt at indbringe (indtil videre) en enkelt afgørelse fra Ligningsrådet



for Landsskatteretten (den skattemæssige behandling af aktielån på nuværende tidspunkt fremgår af de efterfølgende grønne bokse).

Der er tale om en langvarig proces, som hverken er hensigtsmæssig eller rimelig, da den skattemæssige usikkerhed afholder aktørerne fra at benytte sig af aktielån. En afklaring af de skattemæssige spørgsmål er en helt afgørende forudsætning for, at brugen af aktielån kan iværksættes, og alene med klare skatteregler vil de naturlige låntagere (fx værdipapirhandlere)

indføre systemændringer og foretage nye indkøb af systemer, udarbejde forretningsgange mv. Ligeledes vil de naturlige långivere (institutionelle investorer) først foretage aktielåneforretninger, når den skattemæssige usikkerhed er fjernet.

På den baggrund arbejder Børsmæglerforeningen og Finansrådet for, at der snarest muligt skabes en lov-hjemmel for regulering af aktielån. Formålet er at få afklaret alle væsentlige skattemæssige spørgsmål ved brug af aktielån.

Generelt

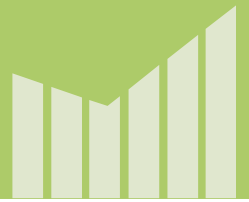
Siden introduktionen i 1999 er aktielåneordningen ved bindende forhåndsbesked af 21. august 2001 udvidet til at omfatte:

- Udlån af børsnoterede aktier betragtes som udlån og ikke afståelse, såfremt aftalen indgås på vilkår svarende til "Standardvilkårene" godkendt af Ligningsrådet ved TfS 1999.408 og andre aftaler godkendt af Ligningsrådet. Ved børsnoterede aktier forstås aktier, der er noteret på en børs, som er medlem eller associeret medlem af Federation Internationales des Bourses de Valeur (FIBV).

Hidtil har alene børsnoterede danske aktier været omfattet af ordningen

- Der er tale om lån og ikke realisation, hvis parterne i en aftale om lån af aktier vælger at benytte de internationalt anerkendte rammeaftaler Morgan Stanley & Co. International Limited - "Overseas Securities Lender's Agreement" (OSLA) eller International Securities Lenders Association - "Global Master Securities Lending Agreement" (ISLA) under forudsætning af, at låneaftalen omfatter børsnoterede aktier (jf. ovenfor), og låneperiodens varighed højst er 6 måneder.

Hidtil har alene Finansrådets og Børsmæglerforeningens standardvilkår for lån af aktier (Standardvilkårene) været en godkendt rammeaftale.



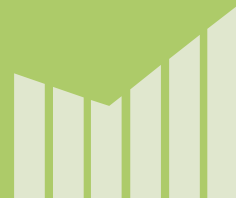
Status for låntager

Ligningsrådet har ved bindende forhåndsbeskeder (Tfs 1999 nr. 408, Tfs 2001 nr. 146 samt 21. august 2001) afgjort at:

- Låntager er ved videresalg af de lånte aktier beskattet efter reglerne i aktieavancebeskatningsloven
- Hvis låntager er næringsdrivende med aktier, vil vederlag og udbyttekompensation til långiver være udgifter så tæt knyttet til driften af den virksomhed, der begrunder næringskattepligten, at der må være en formodning om, at udgiften er en fradragsberettiget driftsomkostning
- Ligningsrådet har afvist, at andre låntagere end næringsdrivende har fradragsret for vederlag samt kompenseret udbytte til långiver, og vil ikke sidestille disse udgifter med transaktionsomkostninger. Denne del af afgørelsen er indbragt for Landsskatteretten.

Følgende er **fortsat uklart**:

- Låntagers avanceopgørelse ved videresalg af de lånte aktier. Sagen bliver behandlet af Ligningsrådet
- Ikke-næringsdrivendes fradrag for vederlag og kompenseret udbytte
- Den præcise, skattemæssige håndtering af sikkerheder
- Tilbagesøgning af indeholdt udbytteskat.



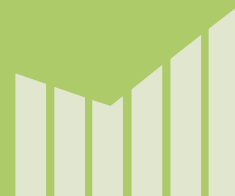
Status for långiver

Ligningsrådet har ved bindende forhåndsbeskeder (Tfs 1999 nr. 408 samt Tfs 2001 nr. 146 samt 21. august 2001) afgjort følgende for långivere:

- Aktielån er at betragte som udlån og ikke realisation. (Afgørelsen er et kardinalpunkt for aktielånemarkedets udvikling)
- Modtaget vederlag og kompenseret udbytte beskattes som almindelig indkomst
- Ved misligholdelse (manglende tilbagelevering) beskattes långiver som om, de ikke-tilbageleverede aktier er afstået på udlånstidspunktet.

Følgende er **fortsat uklart**:

- Af Tfs 1999 nr. 408 fremgår det, at i det omfang, der foretages dækningskøb, er der ikke tale om realisation i forhold til långiver, idet erstatningsaktierne træder i stedet for de oprindelige aktier. Told- og Skattestyrelsen har imidlertid i bindende forhåndsbesked af 21. august 2001 peget på, at denne formulering er mangelfuld. Det er derfor uklart, om dækningskøb indebærer, at der alligevel er tale om realisation i forhold til långiver. Sagen bliver behandlet af Ligningsrådet.
- Den skattemæssige situation ved fusion, spaltning, aktieombytning m.v.



Oversigt

Spørgsmålet om forbrugernes beskyttelse og regler for samme er genstand for betydelig opmærksomhed. Efter tre års arbejde blev bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik vedtaget i maj 2001. Drøftelserne har været intense, og specielt spørgsmålet om børspligt har været i fokus. Børsmæglerforeningen har været stærk fortalere for at bevare valgfriheden mellem, om en handel skal udføres uden for eller på Københavns Fondsbørs. Slutresultatet blev, at valgfriheden blev bevaret, og samtidig blev den såkaldte "formodningsregel" indført. Efterfølgende er de børsetiske regler på Københavns Fondsbørs blevet revideret på baggrund af bekendtgørelsen.

Selve rådgivningen af kunden behandles ikke i bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik. Rådgivning af kunder er derimod p.t. genstand for drøftelser i CESR (The Committee of European Securities Regulators), hvor man er i færd med at udarbejde standarder for harmonisering af regler om god forretningsskik for værdipapirhandlere. Efterfølgende har Finanstilsynet til hensigt at udarbejde en dansk bekendtgørelse om god forretningsskik, som vil tage udgangspunkt i CESR's standarder. Børsmæglerforeningen har i den henseende tilkendegivet, at man kan tilslutte sig princippet om ensartede regler på EU-niveau, men at det er væsentligt, at harmoniserede regler reelt bidrager til bedre regler for investorer og samtidig tager hensyn til markedets indretning.

God værdipapirhandelsskik

Fondsrådet vedtog i maj 2001 efter tre års arbejde definitivt bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik.

Bekendtgørelsens indhold har under udarbejdelsen og efter vedtagelsen været drøftet intenst. Et af de emner, der har været og er mange holdninger til, er spørgsmålet om, hvorvidt bekendtgørelsen skulle indeholde krav om børspligt.

For Børsmæglerforeningen har det været væsentligt, at valgfriheden mellem, om en handel skal udføres uden for eller på Københavns Fondsbørs' handelssystem, bevares. Det er blandt andet ud fra den betragtning, at der er forskelle på investorernes risikovillighed og i værdipapirernes likviditet. Investorerne skal have mulighed for både at kunne vælge en strakshandel, hvor investoren er garanteret såvel en kurs som en mængde, og en børshandel, hvor investoren ved ordrens afgivelse ikke med sikkerhed ved, om ordren bliver gennemført fuldt ud, kun til en vis grad eller slet ikke, men ordren bliver lagt ind på børsens handelssystemer. Valgfriheden mellem forskellige handelsformer er bevaret i bekendtgørelsen med den præcisering, at hvis der ikke er aftalt en handelsform, forudsættes det, at der handles i kommission, hvilket forpligter værdipapirhandleren til at udføre handlen på den måde, som bedst tjener kunden.

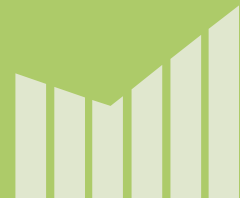
Et andet „hot emne“ har været, om bekendtgørelsen bør indeholde regler om værdipapirhandlernes rådgivning af kunder. Bekendtgørelsen indeholder generelt set ikke regler om rådgivning af privatkunder. Finanstilsynet har derimod tilkendegivet, at der vil blive udarbejdet en bekendtgørelse om god forretningsskik i henhold til værdipapirhandelslovens §§ 5 og 6, jf. nedenfor.

Overordnet set er Børsmæglerforeningen tilfreds med bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik, som



giver kunderne bedre oplysninger før, under og efter en værdipapirhandel. Denne tilfredshed er ikke delt af alle. I juni 2001 offentliggjorde Forbrugerombudsmanden nemlig „uddybende principper“ for, hvordan værdipapirhandlere skal forholde sig i forhold til almindelige private investorer for at leve op til markedsføringslovens krav om god markedsførings-

skik. Disse uddybende principper kommer i realiteten til at indebære, at pengeinstitutterne og forbrugerne skal forholde sig til to forskellige – og til dels indbyrdes modstridende – regelsæt. Børsmæglerforeningen har anført, at dette giver en uacceptabel retsikkerhed og har anbefalet medlemmerne til i første omgang at holde sig til bekendtgørelsen.



Desuden har Børsmæglerforeningen efterlyst en afklaring mellem Fondsrådet og Forbrugerombudsmanden om de respektive myndigheders kompetence på værdipapirhandelsområdet. Denne kompetencefordeling forventes dog løst i den kommende ændring af værdipapirhandelsloven.

Børsetiske regler

Københavns Fondsbørs har blandt andet på baggrund af den nye bekendtgørelse om god værdipapirhandelskik revideret sine børsetiske regler. Revisionen indebærer, at der sikres en ens begrebsanvendelse ved medlemmernes kunderådgivning over for detailkunderne, således at betegnelserne børshandel, auktionskurshandel, strakshandel og gennemsnitskurshandel er "officielt" anerkendte betegnelser. De børsetiske regler er nu udformet under hensyntagen til, at en række af de forhold, som fremgik af de tidligere børsetiske regler, nu fremgår af bekendtgørelsen.

Kommende bekendtgørelse om god forretningsskik

CESR er i færd med at udarbejde standarder for harmonisering af regler om god forretningsskik for værdipapirhandlere (god værdipapirhandlerskik). CESR har udsendt to udkast til standarder og er ved at færdiggøre det seneste udkast med henblik på vedtagelse af standarderne i marts 2002.

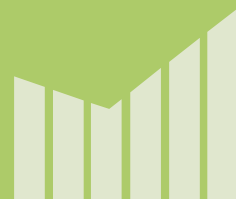
Finanstilsynet har til hensigt at udarbejde en dansk bekendtgørelse om god forretningsskik med hjemmel i værdipapirhandelslovens §§ 5 og 6, som vil tage udgangspunkt i CESR's standarder.

Standarderne indeholder detaljerede regler om:

- værdipapirhandlernes indretning af deres virksomhed med hensyn til fx „chinese walls“, krav om en selvstændig compliancefunktion, udarbejdelse af interne forretningsgange
- den information, som skal gives til kunderne om værdipapirhandleren, finansielle instrumenter, risikoadvarsler mv.
- værdipapirhandlernes pligt til at indhente en række informationer om kunden forud for ydelse af en investeringsservice
- værdipapirhandlernes rådgivning af kunder
- information til kunderne i form af salgsnotaer mv., og krav om dokumentation, hvilket i visse situationer indebærer, at værdipapirhandlerne skal båndoptage telefonsamtaler fra kunderne helt ud på filialniveau
- regler om porteføljemanagementaftaler.

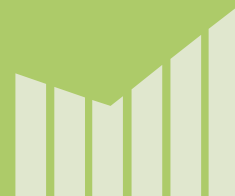
CESR opererer med tre inddelinger af investorerne i sit forslag, og der gælder forskellige regler alt efter, om der er tale om en professionel eller ikke-professionel investor eller et såkaldt „counterparty relationship“.

Børsmæglerforeningen kan tilslutte sig princippet om, at der fastsættes ensartede regler på EU-niveau om god forretningsskik for værdipapirhandlere. Det er imidlertid væsentligt, at harmoniserede regler om god forretningsskik reelt bidrager til bedre forhold for investorerne og tager hensyn til markedets indretning. Det nuværende forslag fra CESR til standarder vil indebære stringente og administrative procedurer for værdipapirhandel, som risikerer at gøre det tungt og meget lidt fleksibelt for en investor at foretage en



værdipapirhandel. Endvidere vil standarderne medføre en væsentlig omkostningsforøgelse for værdipapirhandlerne og dermed investorerne. Der bør derfor foretages en cost-benefit analyse af forslagene og en nærmere præcisering af, hvilke problemer reguleringen søger at afdæmpe eller fjerne. Først herved kan der foretages en reel afvejning af de enkelte forslag.

Danmark bør så vidt muligt arbejde for at få indført en større grad af fleksibilitet for investorerne/værdipapirhandlerne i CESR's forslag. En dansk udmøntning af standarderne bør ikke ske i form af en ordret implementering af standarderne i en dansk bekendtgørelse, hvilket vil resultere i en hidtil uset detaljeringsgrad. Udmøntningen af standarderne bør tage udgangspunkt i standardernes formål om investorbeskyttelse og sikre en beskyttelse, som – inden for standardernes rammer – ikke lægger unødige hindringer i vejen for investorers mulighed for at foretage værdipapirhandel og tager hensyn til markedets indretning.



EU-initiativer på værdipapirhandelsområdet

Financial Services Action Plan og ny beslutningsprocedure i EU

Financial Services Action Plan

Med henblik på at styrke EU's finansielle marked lancerede EU-kommissionen i 1999 fremskridtplanen "Financial Services Action Plan" (FSAP). Handlingsplanen opstiller en række prioriterede indsatsområder, herunder kapitalmarkedet og en foreløbig tidsfrist for gennemførelse af disse. Handlingsplanen indeholder blandt andet følgende elementer:

- Opgradering af de to direktiver om prospekter
- Udarbejdelse af direktiv om insiderhandel og markedsmanipulation (markedsmisbrug)
- Opgradering af investeringssericedirektivet
- Udarbejdelse af direktiv om finansiell sikkerhedsstillelse
- Udarbejdelse af direktiv om overtagelsestilbud
- Opdatering og opgradering af regelmæssige oplysningsforpligtelser.

Det er målet, at handlingsplanen er gennemført senest i 2005, og de forskellige elementer i handlingsplanen er allerede iværksat. Kommissionen udsender løbende rapporter om fremskridtene i handlingsplanen.

Ny beslutningsprocedure i EU

I 2000 nedsatte EU's stats- og regeringschefer en såkaldt vismandsgruppe under formandskab af den tidligere belgiske nationalbankdirektør A. Lamfalussy. Gruppen fik som opgave at vurdere, hvordan reguleringen af værdipapirhandlen i EU bedst muligt kan

tilpasses de nye markedsvilkår som følge af euroen, den teknologiske udvikling samt den globale konkurrence. Arbejdet udmøntede sig i marts 2001 i en rapport, som indeholder en kritisk gennemgang af reguleringen i EU. Vismændene anbefalede i deres rapport, at der blev foretaget en omlægning af beslutningsproceduren, når EU-lovgivningen på værdipapirhandelsområdet skal vedtages og gennemføres, idet de nuværende procedurer ofte fører til en meget lang beslutningsperiode. Den nye beslutningsprocedure (komitologi-proceduren) indeholder en opdeling af reguleringen på fire niveauer:

Niveau 1

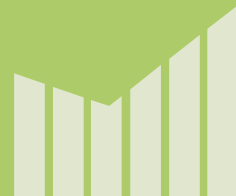
Rammeprincipper besluttet ved sædvanlig EU-procedure med vedtagelse af kommission, ministerråd og parlament.

Niveau 2

Der etableres to nye komiteer – en værdipapirkomité (European Securities Committee) og en tilsynskomité (Committee of European Security Regulators), der skal assistere EU-kommissionen med at fastsætte, hvordan detaljerne for niveau 1 skal implementeres.

Niveau 3

Udvidet samarbejde mellem "EU-værdipapirreguleringsmyndigheder" med henblik på at sikre en ensartet og gennemsigtig national gennemførelse af niveau 1 og 2-lovgivningen.



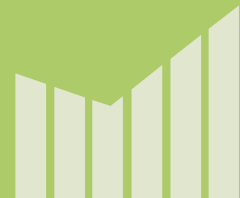
Niveau 4

Skærpet håndhævelse af at EU-lovgivning bliver implementeret i medlemslandene.

Den anbefalede beslutningsprocedure i Lamfalussy-rapporten blev på EU-topmødet i Stockholm i 2001 vedtaget med henblik på at ændre beslutningsgangen ved udstedelse og vedtagelse af regler på værdipapirområdet i EU. EU-parlamentet har hidtil blokeret for virkeliggørelsen af denne beslutningsprocedure, men er i 2002 nået til enighed med Kommissionen, idet

Europa-Parlamentet har fået visse indrømmelser, som sikrer Parlamentets indflydelse på lovgivningsproceduren. Det indebærer, at den nye beslutningsprocedure nu kan udføres i praksis.

Børsmæglerforeningen støtter denne, mere effektive beslutningsprocedure, men finder det afgørende, at markedets aktører i stort omfang bliver inddraget i de nye komiteers arbejde. På den måde sikres et praktisk kendskab til kapitalmarkedernes indretning, når de tekniske implementeringer skal gennemføres.



Forslag til revision af investerings servicedirektivet

EU-kommissionen udsendte i august 2001 en række foreløbige overvejelser om ændringer af det nuværende investerings servicedirektiv (ISD). Formålet med revisionen er først og fremmest at tydeliggøre en række principper og bestemmelser i det nuværende direktiv, fordi disse hidtil er blevet forskelligt implementeret i medlemslandene. Kommissionen ønsker desuden med revisionen af ISD at få et direktiv, der er mere up-to-date i forhold til de nye forretningsmodeller og den øgede konkurrence mellem handelspladserne.

Kommissionen lægger blandt andet op til en kategorisering af investorer, som kan anvendes i forbindelse med regler om god forretningsskik for værdipapirhandlere og investorer. Investorerne inddeles i professionelle og ikke-professionelle. Professionelle investorer har ikke brug for samme høje beskyttelsesniveau som de ikke-professionelle investorer, og den professionelle investor har desuden et væsentligt anderledes rådgivningsbehov. Det er vigtigt for Børsmæglerforeningen, at kategoriseringen kommer til at afspejle disse forskelle. Den professionelle investor har typisk afklaret sit investeringsbehov, sin risikoprofil mv. og efterspørger derfor især markedsorienterede informationer. Den ikke-professionelle investor har derimod typisk behov for en rådgivning, der afklarer og tager udgangspunkt i vedkommendes investeringsbehov, risikovillighed mv. Kategoriseringen bør derfor baseres på objektive kriterier, som er enkle, og som afspejler investorgruppens reelle beskyttelsesbehov. Kommissionens kategorisering opfylder ikke fuldt ud disse kriterier, hvilket CESR's forslag til kategorisering i øvrigt heller ikke gør.

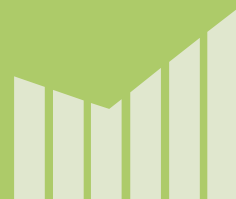
EU-kommissionen foreslår desuden, at værdipapirhandlere skal have en uafhængig compliancefunktion, hvilket CESR's regler om god forretningsskik også lægger op til. Børsmæglerforeningen har efterlyst en klarlægning af compliancefunktionens opgaver og ansvar og har anført, at en sådan funktion kan være en stor administrativ byrde for især mindre værdipapirhandlere, hvorfor der bør være en vis fleksibilitet i reglerne, så der tages hensyn hertil.

Kommissionen foreslår en stramning af indberetningsreglerne, hvorved alle „off exchange handler“ med alle finansielle instrumenter, som er noteret på et reguleret marked, skal indberettes. Til gengæld vil adgangen i det nuværende direktiv til at indføre en „koncentrationsregel“ blive fjernet. Indberetningen skal ske til det regulerede marked, som er „the leading market or market of first quotation“. Denne indberetning til „the leading market“ er u hensigtsmæssig, da det er vanskeligt for værdipapirhandlerne at vurdere, hvornår dette krav er opfyldt, og reglen bør derfor efter foreningens opfattelse ændres.

Et revideret direktivforslag forventes fremsat i juli 2002 med forventelig vedtagelsesdato i juni 2003.

Direktivforslagene om markedsmisbrug og prospekter

EU-kommissionen har i 2001 udarbejdet et direktivforslag om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug). Som følge af udviklingen på værdipapirmarkederne vurderes de eksisterende direktiver om insiderhandel ikke længere at være tilstrækkelige. Formålet med direktivforslaget er at indføre



fælles regler for at bekæmpe misbrug af intern viden og kursmanipulation. Anvendelsesområdet i forslaget er udvidet til foruden misbrug af intern viden også at omfatte anden form for misbrug af værdipapirmarkedet.

Børsmæglerforeningen har i sit høringssvar generelt støttet intentionen i direktivforslaget om at harmonisere reglerne. Det bør imidlertid være et fundamentalt princip for direktivforslaget, at transaktioner mv., som er sagligt begrundet, ikke bør kunne anses som vildledende. Definitionen af kursmanipulation bør således ikke forhindre muligheden for markedets fri prisdannelse i form af parternes interesse i at opnå højeste/laveste kurs, da dette er udgangspunktet for markedets funktion.

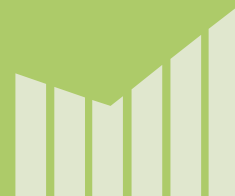
Ultimo 2001 er der opnået fælles politisk holdning til direktivforslaget, som forventes vedtaget senest i 2003.

Kommissionen fremsatte i 2001 et direktivforslag, der skal revidere prospektdirektiverne. Direktivforslaget skal blandt andet erstatte de nuværende direktiver om prospekter i forbindelse med børsnotering og prospekter vedrørende udbud af aktier i unoterede selskaber. Direktivforslaget ensretter dermed kravene til begge typer af prospekter, og forslaget betyder, at der kan udstedes et europæisk pas for udstederne, så de administrative byrder for udstederne søges lettet via forenkede regler.

Forslaget indfører et nyt format for EU-prospekter, idet prospektet som udgangspunkt skal bestå af et registreringsdokument, en værdipapirnote og et resumé. Registreringsdokumentet, som indeholder oplysninger om emittenten, skal ajourføres mindst én

gang årligt. Der indføres desuden et forenklet anmeldelsessystem, hvor det bliver hjemlandets kompetente, administrative myndigheder, der skal godkende prospektet. Selskaberne vil fremover ikke skulle udstede flere udgaver af prospektet eller opfylde adskillige nye, nationale krav for at rejse kapital i flere EU-lande.

Børsmæglerforeningen har tilkendegivet, at der overordnet set er tale om et godt forslag. Det er dog vigtigt, at en række uklarheder i det nuværende forslag fjernes, og de foreslåede tidsfrister for myndighedernes godkendelse af prospekterne er uacceptabelt lange og skal kortes ned. Endelig er det væsentligt, at der tages hensyn til små og mellemstore virksomheder, som ikke løbende foretager nyemissioner. Forslaget bør således ikke indebære øgede administrative forpligtelser for disse i form af årlige ajourføringer mv. Endelig bør direktivet sondre mellem aktier og obligationer, idet der ikke har været markedskutyme og praksis for ensartede udstederoplysninger på de to markeder.



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
Danske Securities
Finansbanken
Dexia P-H Bank
Enskilda Securities
Gudme Raaschou Bank
Jyske Bank
Landesbank Schleswig-Holstein Girozentrale
Midtbank
Nordea Bank Danmark
Nordea Securities
Nykredit Bank
S E B Merchant Banking
Spar Nord Bank
Svenska Handelsbanken
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

Direktør Per Skovsted
Gudme Raaschou Bank

Executive director Michael Watson
Nordea Bank Danmark

Direktør Carsten Heinild
Alfred Berg Bank

Sekretariatet

Vicedirektør Klaus Willerslev-Olsen

Afdelingschef Søren Gade

Interne udvalg

Aktieudvalget
Aktiechef Torben Bovien
Nykredit Bank

Chefdealer Marianne Dich
Jyske Bank

Aktiedealer Jørgen Frederiksen
Carnegie Bank

Aktiechef Peter Kubicki
Enskilda Securities



Aktiechef Anders Rasmussen
Nordea Bank Danmark

Senior Trader Anders Storgaard
Gudme Raaschou Bank

Aktiechef Bendt Heidner
Sydbank

Afdelingsdirektør Kim Lillose
Danske Securities

Aktiechef Christian Klarskov
Svenska Handelsbanken

Obligationsudvalget
Obligationschef Thor Bendixen
Carnegie Bank

Chiefdealer Jesper Nørgaard
Danske Bank

Afdelingschef Svend Petersen
Sydbank

Specialkonsulent Poul Gundersen
Danmarks Nationalbank

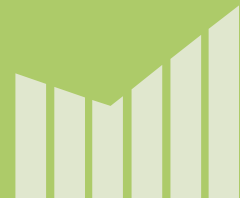
Head of Fixed income Peter Høltermand
S E B

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

Underdirektør Bo Øland
ABN AMRO Bank

Obligationschef Erik G. Hansen
Amtssparekassen Fyn

Investment Banking udvalget
Direktør Carsten Heinild
Alfred Berg Bank

Adm. direktør Niels Roth
Carnegie Bank

Direktør Per Skovsted
Gudme Raaschou Bank

Vicedirektør Jens Peter Toft
Danske Bank

Head of corporate finance Jan Davidsen
Nordea Securities

Head of corporate finance Torsten Moe
Enskilda Securities

Repræsentation i eksterne udvalg

Økonomi- og Erhvervsministeriet

Erhvervspolitisk kontaktudvalg

Bankdirektør Peter Schütze
Nordea Bank Danmark

Suppleant:

Adm. direktør Holger Dock
AP Pension

Konkurrencestyrelsen

Konkurrencerådet

Valgperiode: 1. september 2001 – 31. august 2005

Direktør Torben Gjede

Realkreditrådet

Suppleant:

Underdirektør Jens Loft Rasmussen
Finansrådet

Erhvervs- og Boligstyrelsen

Tekniske handelshindringer i EU (Støvsugerbanden)

Kontorchef Jane Emke

Forsikring & Pension

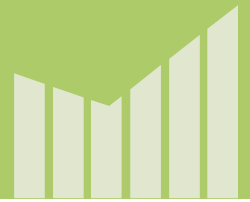
Københavns Fondsbørs

Aktieudvalget

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

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