



Bestyrelsens mundtlige beretning ved formanden Kim Duus aflagt på Børsmæglerforeningens årsmøde 6. marts 2008

Velkomst

Det er mig en glæde at kunne byde velkommen til Børsmæglerforeningens årsmøde. Velkommen til vores indbudte gæster og selvfølgelig en særlig velkomst til vores indlægsholdere

- Carsten Valgreen fra Benderly Economics
- Jens Thomsen fra Nationalbanken

Inden jeg går over til mit indlæg, kan jeg oplyse, at efter den netop afholdte generalforsamling består foreningens bestyrelse af følgende medlemmer:

Georg Andersen
Nykredit Bank

Peter F. Andersen
Jyske Bank

Steen Blaafock
Danske Bank

Lars Bolding
Sydbank

Carsten Heinild
ABN AMRO N.V. Copenhagen Branch

Peter Kubicki

SEB

Kaj Østergaard Mortensen

Fionia Bank

Side 2

Niels Olsen

Carnegie Bank

Michael Watson

Nordea Bank Danmark

Da jeg selv har været med i bestyrelsen siden 1993, og som formand siden 2004, har jeg vurderet, at det var på sin plads at lade nye kræfter komme til. Generalforsamlingen har derfor valgt vicedirektør Georg Andersen ind i bestyrelsen i stedet for mig. Georg er chef for børsmæglerforretningen i Nykredit Bank. Derudover er direktør Lars Bolding fra Sydbank nyvalgt til bestyrelsen. Der har i umiddelbar forlængelse af generalforsamlingen været afholdt et konstituerende bestyrelsesmøde, hvor bestyrelsen har valgt direktør Steen Blaafoth fra Danske Bank til ny formand.

1. Indledning

De seneste år har jeg fornøjet kunne indlede beretningen med, hvor godt det var gået med værdipapirmarkedene. Nu er det desværre slut med at bruge den indledning.

Den første del af 2007 lignede de forudgående år – en god start. Men derefter blev det mildest talt et turbulent år for værdipapirmarkedene. Den sidste halvdel af året var præget af kredit- og likviditetskrisen, som siden med fuld styrke spredte sig til aktiemarkedet. Meget tyder på, at turbulensen bliver et tema en rum tid endnu.

Noget af det vi på forhånd så på med nogen nervøsitet – nemlig implementeringen af MiFID – blev derimod landet ret smertefrit. På andre områder har der også været optræk til store forandringer –

blandt andet på børssområdet, hvor den nordiske børsmarkeds OMX er blevet bragt ind i en transatlantisk alliance. Og på det seneste er der også på tilsynsområdet lagt op til markante ændringer, hvor vi må forvente en højere grad af åbenhed både i sagsbehandling og afgørelser.

Side 3

[Planche 2 – Emner]

2. EU harmonisering

MiFID

På årsmødet sidste år pegede jeg på, at vi med MiFID-direktivet og gennemsigtighedsdirektivet ville få en lang række nye regler, som ville give branchen en del udfordringer. I november 2007 trådte MiFID i kraft, og branchen herhjemme har implementeret reglerne til tiden – der var en lille smule travlt i efteråret!

Opgaven synes dog at være løst uden de store problemer, hvilket først og fremmest må tilskrives de mange ressourcer, som branchen har lagt i opgaven. Under processen har vi haft en god dialog med tilsynet om tolkningen af de mange regler, hvilket der absolut også var behov for, fordi mange af reglerne blev udformet meget sent. Men tak til tilsynet for en god og nyttig proces.

[planche 3 – EU-harmonisering]

MiFID har groft sagt to hovedelementer: Sikring af et højt og ensartet niveau for beskyttelse af investorer samt liberalisering af handlen med værdipapirer. Målet er selvfølgelig at få realiseret et samlet værdipapirmarked i Europa med de fordele, det indebærer i form af flere valgmuligheder og lavere omkostninger.

Erfaringsperioden er selvsagt alt for kort til at bedømme, om MiFID lever op til intentionerne. De mere strukturelle virkninger vil komme senere – den potentielle konkurrence til børserne er øget, men vi har ikke set egentlige nye handelspladser for aktier endnu, selvom

enkelte er under overvejelse i udlandet. På den korte og mellemlange bane er det dermed primært på engrosmarkedet, dvs. handlen mellem de professionelle aktører, hvor virkningerne og dermed gevinsterne vil vise sig. Detailmarkederne er derimod fortsat lokalt forankret; kunderne foretrækker at anvende lokale mæglere og distributører. Virkningerne må derfor ventes at være klart mindre på dette område.

Side 4

T2S

Hvor MiFID vedrører fælles regler på front-office delen, altså den markeds- og kundevendte del af værdipapirhandlen, så er der stadigvæk betydelige forskelle på regler, kutymer og systemer, når man ser på back-office delen - den mere administrative del af værdipapirhandlen. Hverken Kommissionen eller den Europæiske Centralbank har dog glemt back-office, og der pusles i øjeblikket med planlægning af en fælles europæisk infrastruktur for clearing og afvikling kaldet TARGET2-Securities eller blot T2S.

De eksisterende lokale værdipapircentraler skal fortsat tage sig af registrering af værdipapirer og alle andre services end beholdningsopdateringer, der så at sige outsources fra værdipapircentralerne til T2S.

[planche 4 – T2S (1)]

Det er ikke endeligt afgjort, om T2S bliver en realitet, men de nationale værdipapircentraler skal inden sommeren 2008 afgive en hensigtserklæring, hvis de ønsker at deltage i T2S. Herefter forventes det, at ECB's ledelse i løbet af sommeren 2008 afgør T2S' skæbne - der dog tidligst kan gå i luften i 2013. T2S kan potentielt give store udfordringer for det danske kapitalmarked.

For det første er der jo usikkerhed om, hvilken valuta vi måtte have på det tidspunkt. Har vi tilsluttet os euroen, er spørgsmålet om afvikling af danske papirer på T2S relativt enkelt. Har vi stadig kro-

nen, må der som i dag opretholdes parallel afvikling i kroner og i euro – enten i VP eller på T2S platformen.

[planche 5 – T2S (2)]

Side 5

For det andet kan særligt det danske set-up med enkeltinvestorkonti i VP vise sig svært at opretholde, hvis vi ønsker at deltage på den fælleseuropæiske afviklingsplatform. I andre lande opererer man nemlig typisk med samlekonti. ECB har i sine indledende analyser regnet sig frem til en transaktionspris på 28 eurocent per side i en handel – både nationalt og på tværs af landegrænser. Afregning per transaktion vil betyde, at lande med enkeltinvestorkonti vil komme til at betale en uforholdsmæssig stor del af den samlede regning, da en transaktion mellem de separate investorkonti betragtes som en handel, der kræver beholdningsopdatering via T2S.

Benyttes i stedet samlekonti, er der mulighed for at internalisere en langt større del af værdipapirafviklingen.

Dermed kan Danmark blive nødt til at lave fundamentale ændringer ved kontostrukturen for kunne deltage i T2S til en rimelig pris, med mindre man beslutter at afregne på basis af afviklet volumen. Det vil sikre større neutralitet mellem de forskellige kontostrukturer, der anvendes rundt om i Europa.

I overvejelserne er det vigtigt at lave en ordentlig cost-benefit analyse. Det kan godt være, at det på den korte bane er billigere at stå udenfor. Men på længere sigt kan det koste dyrt – fravær er ensbetydende med, at den internationale interesse for det danske kapitalmarked mindskes.

Børsmæglerforeningen støtter naturligvis projektet, hvis det indebærer lavere omkostninger for afvikling af værdipapirhandler.

3. Fremtidens børsmarked

[planche 6 – Fremtidens børsmarkeder (1)]

I en ikke så fjern fortid var det normalt med én national fondsbørs og én national værdipapircentral. Sådan er det ikke mere.

Side 6

I kraft af de stordriftsfordele, der er forbundet med at drive børsvirksomhed, har børsernes omdannelse fra offentlige eller selvejende institutioner til aktieselskaber, indebåret en betydelig konsolidering i Europa. Konsolideringen er primært foregået horisontalt – altså mellem børser. Et aktuelt eksempel herpå er den igangværende sammenlægning af NASDAQ og OMX. Konsolideringen er dog også foregået vertikalt i nogle situationer. Et eksempel er sammenlægningen af Oslo Børs og den norske værdipapircentral VPS. Forventeligt vil konsolideringen inden for relativt få år resultere i, at vi i Europa kun har 3-4 handelssystemer og 1-2 clearingsystemer.

Et ganske interessant element i børskonsolideringen i Europa har været, at den nationale børsenhed er blevet bibeholdt, når selve børserne er blevet sammenlagt – det er en ny form for filialdannelse! Der er flere årsager hertil, herunder erkendelse af, at hovedparten af de noterede aktier primært har national interesse. Og de har jo krav på en synlighed, som en central europæisk børsenhed ikke vil kunne give dem. Det er også i dette lys vores forventning, at nationale børsenheder, som OMX i København, fortsat vil have en eksistensberettigelse.

I vores del af verden har konsolideringsspelet indtil nu resulteret i NYSEs køb af Euronext og NASDAQs køb af OMX. De mest centrale spillere på den europæiske børsbane er i øjeblikket:

- London Stock Exchange
- NASDAQ-OMX
- NYSE-Euronext
- Deutsche Börse

[planche 7 – Fremtidens børsmarkeder (2)]

En katalysator for udviklingen er liberaliseringen af værdipapirmarkederne som knæsat af MiFID: Det er ikke længere muligt at kræve børspligt. Ligeledes er børsernes monopol på information fjernet. Yderligere kan aktier, der er noteret på eksempelvis OMX, optages til handel på andre markeder, uanset hvad udstederne måtte mene herom. Fra 1. november 2007 har værdipapirhandlere kunnet vælge at drive sin egen handelsplads, hvor der for eksempel kunne handles aktier, der er noteret på OMX. Der er næppe tvivl om, at denne nye mulighed gør handlen med de største blue chip aktier i Europa meget konkurrenceudsat.

Side 7

Det vil være en central konkurrenceparameter for en børs eller handelsplads, at kunne tiltrække mest mulig likviditet i de aktier, der set med de internationale markedsaktørers øjne er mest attraktive.

Det udgør en massiv udfordring for de etablerede børser. På et seminar i efteråret 2007 bad Børsmæglerforeningen dels OMX, dels en kommende børskonkurrent, om at komme med deres bud på den nye virkelighed for børsmarkedet.

OMX præsenterede tre bud: "Status Quo", "Børser dør" samt "Den gyldne middelvej". Første bud - Status Quo - var baseret på, at likviditeten vanskelig flyttes fra børser til andre handelspladser. I det andet bud - hvor børser dør - får andre handelspladser betydeligt fodfæste som følge af lave omkostninger, og det lykkes dem at flytte likviditet og prisdannelse væk fra de traditionelle børser. Det tredje - og efter OMX' opfattelse mest sandsynlige bud - er den gyldne middelvej, hvor andre handelspladser etableres og konkurrerer med de traditionelle børser. Dette skaber et fragmenteret pris- og likviditetsbillede, som ikke gavner markedskvaliteten.

Børskonkurrenten var enig i OMX' bud på den gyldne middelvej, som det mest sandsynlige scenarium. Men konkurrenten var ikke bekymret for fragmentering af likviditet og information - det øger blot vigtigheden af avanceret teknologi - eksempelvis til smart rou-

ting og dataindsamling. Og det er ikke kun værdipapirhandlere, der skal tilpasse sig den nye virkelighed. Investorerne skal også sikre sig, at de selv har den nødvendige teknologi, og at deres værdipapirhandlere vedvarende kan tilbyde de rigtige teknologiske redskaber, services og strategier til at kunne agere i den nye markedsstruktur. Den rigtige teknologi bliver med andre ord nøgleordet fremover. Vi forventer en endnu hurtigere og udfordrende teknologisk udvikling på værdipapirhandelsområdet fremover.

Side 8

[planche 8 – Fremtidens børsmarkeder (3)]

I forhold til den aktuelle fusion mellem OMX og NASDAQ er det forningens opfattelse, at der er tale om en sund og naturlig udvikling i lyset af de nye markedsforhold og den konsolidering, der allerede har fundet sted.

Både OMX og NASDAQ er kendt for at være it-mæssigt på forkant med udviklingen, og yderligere indebærer sammenlægningen et mærkbart markeds-mæssigt potentiale.

Som kunder i OMX har vi med tilfredshed konstateret, at OMX og NASDAQ forventer betydelige synergieffekter ved sammenlægningen, dels i form af besparelser som følge af stordriftsfordele, dels i form af øgede indtægter som følge af mere grænseoverskridende handel og flere noteringer.

Det er klart, at vi – som kunder – forventer og ser frem til at få glæde af disse synergier. For, hvor vi før var stavnsbundet til OMX, har liberaliseringen nu givet os frit valg mellem børser og andre handelspladser. Det er vores indtryk, at OMX og NASDAQ tager denne udfordring alvorligt og derfor vil være meget lydhøre over for de behov og ønsker, som branchen har – ikke mindst i forhold til priser på handel og information samt markedspladsens lokale udvikling. Vi ser derfor frem til et fortsat godt samarbejde!

En fusion mellem de to børser vil dog ikke kun være ensidigt positiv. De reguleringsmæssige forskelle mellem USA og Europa indebærer, at amerikanske selskaber og mæglere lettere vil kunne få direkte adgang til det nordiske marked – mens det omvendte er noget mere besværligt. Altså er der reelt tale om ulige konkurrencevilkår. Det er klart, at det er en udfordring, som vi vanskeligt kan leve med på sigt og derfor bliver nødt til at arbejde videre med.

4. Åbenhed i Fondsrådet og Det Finansielle Virksomhedsråd

[planche 9 – Åbenhed i Fondsrådet og Det Finansielle Virksomhedsråd]

Økonomi- og erhvervsministeren har bebudet, at han inden udgangen af denne måned vil fremsætte lovforslag om øget åbenhed omkring Fondsrådets og Det Finansielle Virksomhedsråds arbejde og afgørelser.

Med lovforslaget får en virksomhed, hvis sag behandles for ét af Rådene, som noget nyt adgang til Finanstilsynets indstilling om, hvordan sagen bør afgøres. Virksomheden får dermed både adgang til det samlede materiale, der lægges op til Rådene, og adgang til at kommentere det grundlag, der træffes afgørelse på.

Børsmæglerforeningen ser positivt på denne ændring i Rådernes arbejde, som vil give endnu større sikkerhed for, at afgørelserne træffes på et korrekt grundlag og dermed bidrager til en bedre retssikkerhed for den pågældende virksomhed.

Som en anden nyskabelse foreslås det, at afgørelser truffet af Fondsrådet og Det Finansielle Virksomhedsråd fremover som udgangspunkt offentliggøres med navns nævnelse på den virksomhed, afgørelsen vedrører.

Børsmæglerforeningen er positiv over for dette forslag om øget åbenhed om Rådenes afgørelser, således at aktørerne hurtigt får viden om, hvorledes reglerne fortolkes og anvendes.

Side 10

Forslaget er en ændring af den særlige tavshedspligt, der kendes fra Finanstilsynet, og som også omfatter Fondsrådet og Det Finansielle Virksomhedsråd. Tavshedspligten har altid spillet en særlig rolle på solvensområdet, hvor den skal medvirke til at sikre finansiel stabilitet. Når tavshedspligten ændres, er det derfor væsentligt, at der tages hensyn til dette.

5. Udvalgte emner

First North

Det er med en vis skepsis, at vi følger udviklingen på First North. Ud over kapitalfremskaffelse er synlighed en væsentlig årsag for selskaber til at blive optaget til handel på en officiel markedsplads som First North. Men bliver synligheden af negativ karakter, fordi markedspladsen ikke opfattes som seriøs og lødlig, kan det skade alle selskaber, der har valgt den pågældende markedsplads. Og det kan hverken selskaber eller investorer leve med. Man kan frygte, at en ond cirkel er i gang, og forløbet viser - som jeg sagde i sidste års beretning - at der er en bund for størrelsen af de selskaber, der bør få adgang til en officiel markedsplads.

Intern viden

[planche 10 – Intern viden]

Det seneste års tid har børsnoterede selskabers pligt til at offentliggøre intern viden været et heftigt debatteret emne. Diskussionen, der udsprang af Fondsrådets afgørelse i TDC-sagen og et notat fra Finanstilsynet, har gået på, hvornår børsnoterede selskaber er forpligtet til at offentliggøre intern viden.

Finanstilsynet fortolker oplysningspligten som favnende bredt. Børsnoterede selskaber er som udgangspunkt forpligtet til at offentliggøre oplysninger om selskabets forhold, så snart disse udgør intern viden, selvom den interne viden er af usikker og kun foreløbig karakter.

Side 11

Fastlæggelsen af oplysningspligtens omfang bygger på en afvejning af forskellige hensyn. På den ene side er en tidlig oplysningspligt med til at sikre et effektivt værdipapirmarked. På den anden side medfører pligten til at offentliggøre en øget byrde for de børsnoterede selskaber. Derfor kan vi også som branche både se fordele og ulemper ved en bredt favnende oplysningspligt.

Mulighederne for insiderhandel mindskes, når tidspunktet for offentliggørelse af intern viden fremrykkes. Markedets prisfastsættelse af værdipapirerne vil desuden kunne ske på et mere fuldstændigt grundlag, hvor eventuelle usikkerheder omkring de offentliggjorte forhold vil kunne indregnes i kursen. Disse fordele for markedet vil imidlertid, i et vist omfang, ske på bekostning af de børsnoterede selskabers handlefrihed.

Selskaber kan dog vælge at udskyde offentliggørelsen af den interne viden, hvis offentliggørelse kan skade selskabet, og man i øvrigt kan sikre, at der ikke sker lækage. Der ligger her en opgave for selskaberne i at vurdere brugen af denne mulighed.

Under alle omstændigheder har den øgede fokus på oplysningspligten gjort det klart, at det vil være hensigtsmæssigt med en afklaring i EU-regi af reglerne, som ligger til grund for den danske oplysningspligt.

Kapitalfonde

[planche 11 - Kapitalfonde]

Arbejdsbetingelserne for kapitalfonde er ændret noget det sidste år – ikke mindst i lyset af kredittkrisen. Højt belånte transaktioner er formentlig neddroset for en tid – så vi ser givetvis ikke afnoteringer af de store selskaber inden for en overskuelig fremtid, ligesom små og mellemstore virksomheder sandsynligvis er blevet noget billigere.

Også på åbenhedsområdet blæser der nye vinde for kapitalfonde. I regi af British Venture Capital Association har en arbejdsgruppe offentliggjort anbefalinger for kapitalfondes gennemsigtighed og åbenhed. Danish Venture Capital Association har grebet bolden for - med udgangspunkt i det engelske tiltag - at udarbejde danske anbefalinger på området. Vi vil gerne rose DVCA for dette tiltrængte initiativ og vi ser frem til at studere anbefalingerne nærmere, når de kommer i løbet af foråret 2008.

Skatteønsker

[planche 12 – Skatteønsker]

Vi har med glæde noteret os, at Regeringen har nedsat en skattekommission. Kommissoriet sigter først og fremmest på en nedsættelse af skatten på arbejdsindkomst.

Vi opfordrer imidlertid skattekommissionen til, at arbejdet også kommer til at omfatte en gennemgribende revision af beskatningen af kapitalafkast – altså afkast fra såvel aktier, obligationer, investeringsforeninger, finansielle kontrakter som aktielån.

De nuværende regler indebærer uhensigtsmæssig beskatning og sandsynligvis også skatteoptimerende frem for investeringsoptimerende adfærd, i kraft af forskellige beskatninger, opgørelsesprincipper og kildeartsbegrænsninger i fradragsmulighederne. Vores hovedsynspunkt er, at kapitalindkomst bør samles i én indkomstkategori og beskattes netto.

Vi har brug for en enkel og sammenhængende kapitalindkomstbeskatning, da komplicerede skatteregler hæmmer investeringer og begrænser effektiv kapitaltilførsel til erhvervslivet.

Side 13

Certificering

[planche 13 – Certificering]

Børsmæglerforeningen har i 2007 etableret krav om certificering af nye medarbejdere blandt Børsmæglerforeningens medlemmer, der arbejder inden for aktie- eller erhvervsobligationsområdet på en-grosmarkedet. Vi anbefaler i øvrigt også certificeringen til erfarne medarbejdere.

Baggrunden for tiltaget er, at kravene til finansielle medarbejders kompetencer løbende skærpes. Det skyldes blandt andet det hastigt voksende antal kunder, der kommer i berøring med værdipapirmarkedet, som følge af stigende formuer og dermed en øget interesse for investering i værdipapirer. Derudover skyldes det også udviklingen i omfanget og kompleksiteten af finansielle instrumenter, samt den massive og fortsat stigende regulering på området.

Det er vores oplevelse, at vi med dette tiltag har taget et vigtigt skridt til at skabe en brugbar og velfungerende branchestandard på værdipapiriområdet.

6. Kreditkrisen

Kreditkrisen er hovedtemaet for dette årsmøde, og vores to indlægsholdere vil redegøre for krisens baggrund og myndighedernes mulighed for at afdæmpe krisens omfang. Jeg vil derfor indskrænke mig til at sige noget om krisens konsekvenser for værdipapirmarkedet her og nu samt i den nærmeste fremtid.

Side 14

[planche 14 – Kreditkrisen (1)]

Turbulensen på det amerikanske boligmarked skyldes som bekendt først og fremmest for ivrig långivning til boligejere med dårligt dokumenteret privatøkonomi og ringe kreditværdighed – de såkaldte subprimelån. Lånene er initialt meget gunstige for låntager, men efter en periode på eksempelvis to år øges renten til væsentligt over markedsrenteniveauet.

Bankerne pakkede efterfølgende subprime lånene om, og solgte dem videre til andre markedsaktører i form af strukturerede kreditobligationer – såkaldte CDO'ere. Da det gik godt i USA, og boligpriserne steg, og betalingsevnen var fin, fandt rigtig mange investorer højrenteprodukter attraktive. Kort sagt var alle glade! I investorkredsen befandt der sig en række banker rundt om i verden, herunder særligt deres gearede investeringsselskaber, som finansierede investeringerne ved at udstede "Asset Backed Commercial Papers" med kort løbetid – også kaldet CP programmer, der handles på pengemarkedet. I disse investeringsselskaber er eksempelvis 20 årige CDO'er typisk finansieret med tre måneders CP programmer med sikkerhed i obligationerne. Det vil sige, at der skal ske refinansiering hvert tredje måned til den gældende markedsrente. Investeringsselskaberne var således afhængige af adgang til kortfristet finansiering med tilhørende rente- og likviditetsrisiko.

Luften gik ud af det amerikanske boligmarked, og husejernes betalingsproblemer voksede betydeligt. Værdien af de strukturerede

kreditobligationer faldt, hvilket gjorde det svært for investeringselskaberne at få refinansiering i CP markedet.

Samtidig begyndte visse banker at få problemer – ganske vist var den direkte kreditrisiko på subprimelån solgt videre i form af strukturerede kreditobligationer – men bankerne havde alligevel en indirekte kreditrisiko på disse lån, fordi de havde givet deres investeringselskaber likviditetstilsagn, hvis deres CP programmer ikke faldt på plads. Og sandsynligheden for effektivering af disse tilsagn blev som bekendt noget større, end man initialt havde forestillet sig.

Side 15

[Planche 15 – Kreditkrisen (2)]

Kreditkrisen var – i hvert fald i begyndelsen – mest af alt en tillidskrise. Problemet var, at ingen rigtigt vidste, hvilke banker der lå inde med kreditrisikoen fra subprimelånene.

Det direkte link mellem långiver og låntager var blevet brudt i det strukturerede kreditmarked. Bankerne blev derfor ramt af usikkerhed, og risikovilligheden på de internationale finansmarkeder faldt drastisk og ramte pengemarkedet hårdt. Hvem vil låne ud, når den reelle modpartsrisiko pludselig er en ukendt faktor? Bankerne søgte derfor primært at sikre egen likviditet med høje interbankrenter til følge.

Det store spørgsmål har efterfølgende været, hvem der yderligere blev ramt og hvor hårdt. Konsekvenserne af denne usikkerhed har påvirket værdipapirmarkedet – og i særlig grad aktiemarkederne ganske voldsomt.

Det danske kreditmarked har ikke været berørt i samme omfang som andre europæiske lande og USA. Yderligere har de sikre danske obligationer som stats- og realkreditobligationer ikke ladet sig påvirke negativt af chokbølgerne fra USA.

[planche 16 – Kreditkrisen (3)]

Som det ses af figuren, har der været en kraftigt stigende risiko-præmie på de usikrede, korte renter i perioden. Risikopræmien har klart været størst i USA efterfulgt af Euroland og til sidst Danmark som rosinen i pølseenden. For USA's vedkommende afspejler forskellen den højere amerikanske usikkerhed om de enkelte bankers krediteksposering i lyset af de banker, der relativt hurtigt meldte ud om massive tab. Og tilliden har løbende fået yderligere knæk som følge af de drypvise udmeldinger om enkelte bankers reelle eksposering i krisen.

[planche 17 – Kreditkrisen (4)]

Aktiemarkederne har som bekendt været særdeles hårdt ramt af krisen. Først blev finansaktierne ramt grundet usikkerhed om bankernes mulige eksposering. Senere gik ingen aktier ramt forbi. Der er tale om meget volatile markeder, som i høj grad er styret af frygt, negative forventninger og pessimistiske indikatorer, mens de selskabsspecifikke nyheder kun har en mindre betydning for aktiekurserne.

Den megen negative omtale fik panikken til at brede sig og vendinger som glidende børskrak har været anvendt.

Af og til kunne man savne lidt mere "is i maven", både i vores egen branches vurderinger og i mediernes omtale. Man kan ikke helt afvise, at der bliver et vist element af selvopfyldende profeti i et forløb, som det vi så i januar måned.

[planche 18 – Kreditkrisen (5)]

Hvilke konsekvenser vil krisen have for fremtidens securitization og finansielle innovation i øvrigt?

Hver krise er jo en oplagt mulighed for myndighederne til at stramme reguleringen. Politikerne slår i bordet, demonstrerer handlekraft

og redder markedsaktørerne fra sig selv. Det vil imidlertid være en alvorlig fejl - for husk lige et paradoks i kredittkrisen: Krisens katalysatorer var faktisk de mest regulerede af alle virksomheder i denne verden - nemlig bankerne. Og ikke nok med det. De anvendte strukturerede kreditobligationer er både veldokumenterede og fint ratede. Der var "bare" ikke taget højde for produkternes illikviditet, da boligboblen brast i USA, og den tillids- og likviditetskrise dette medførte.

Udfordringen for myndighederne er grundlæggende, at vi reelt har fået et nyt regime for kreditformidling. Traditionelt foregår kreditformidlingen i det egentlige banksystem, hvor bankers indlån transformeres til udlån. Der er gennemsigtighed samt klare retningslinjer for metoder og regulering. Samtidig sætter det en øvre grænse for omfanget af udlån. Nu foregår kreditformidlingen i højere grad på kapitalmarkedet i form af securitization, hvor lån pakkes om i forskellige trancher afhængig af risici og afkast og derefter sælges videre. Her er det mere vanskeligt at gennemskue processen og identificere de reelle risici, og hvor de havner. Og sammenhængen mellem indlån og udlån er ikke længere givet. Med Basel II, der trådte i kraft per 1. januar 2008, er der dog taget et stort skridt for at omfatte risici forbundet med securitization.

Der er næppe tvivl om, at kredittkrisen giver anledning til refleksion blandt banker verden over, og jeg er ganske sikker på, at Risk Management er blevet en endnu højere prioriteret disciplin blandt de fleste banker. Og om banker generelt er blevet så risikoverse, at de i højere grad går tilbage til den traditionelle kreditformidling, kan kun tiden vise.

Når det er sagt, kan skæv regulering faktisk være en af de væsentlige skurke i kredittkrisen. Forbud eller uhensigtsmæssige restriktioner på produkter og på aktørernes investeringsmuligheder løser ikke noget - tværtimod - det driver investorerne og finansmarkedernes aktører ud i endnu mere risikofyldte og endnu ikke-regulerede investeringer.

Derimod tror jeg, at man med fordel kan arbejde for mere gennem-
sigtighed i ratingen af de enkelte produkter, da eksempelvis en gi-
ven rating af en skræddersyet struktureret kreditobligation ikke
nødvendigvis er det samme som en tilsvarende rating af en stats-,
realkredit- eller erhvervsobligation.

Side 18

[planche 19 – Kreditkrisen ved ...]

Lige om lidt vil jeg overlade ordet først til Carsten Valgreen og der-
efter til Jens Thomsen, som begge vil bidrage med forskelligt vinkle-
de indlæg om kreditkrisen.

7. Afslutning

Som nævnt indledningsvist takker jeg af med denne generalforsam-
ling og vil derfor ønske den ny formand, Steen Blaaafalk, tillykke med
valget.

Jeg vil gerne slutte med en tak til vores samarbejdspartnere. Tak til
Økonomi- og Erhvervsministeriet, Finanstilsynet, Fondsrådet, Natio-
nalbanken, OMX og Værdipapircentralen samt organisationer, presse
og andre for et godt samarbejde.

Tak for jeres opmærksomhed.