

Børsmæglerforeningen

Årsberetning
2000

Indholdsfortegnelse

Formandens forord	4	3.5. Aktivitetsstigning forventes	14
-------------------------	---	---	----

Kapitel 1

Initiativer på værdipapirmarkederne og i NOREX Alliancen	5
1.1. Udviklingen i NOREX Alliancen	5
1.2. Ny platform for danske derivater	6
1.3. NOREX Joint Rulebook	6
1.4. Nye indberetningsregler	8
1.5. Nye markedskonventioner	8
1.6. Værdipapircentralens omdannelse til A/S	8

Kapitel 2

Skatteforhold	9
2.1. Forslag om enklere regler for beskatning af aktieavancer	9
2.2. Indberetningsordning ved opgørelse af aktieudbytter og avancer	10
2.3. Ændret pensionsafkastbeskatning (PAL beskatning)	11

Kapitel 3

Aktielån	12
3.1. Aktielåneordning	12
3.2. Eksempler på brug af aktielån	13
3.3. Fordele ved aktielån	14
3.4. Repo-/reversemarkedet	14

Kapitel 4

God værdipapirhandelsskik	15
4.1. Indledning	15
4.2. Indhold	15
4.3. Kritik af bekendtgørelsen	16

Kapitel 5

EU-regulering af værdipapirhandel	19
5.1. Oversigt	19
5.2. Action Plan for Financial Services	19
5.3. FESCO initiativer	19
5.4. Vismandsrapport	20

Kapitel 6

Markedsudviklingen	21
6.1. Generelt	21
6.2. Aktiemarkedet	21
6.3. Obligationsmarkedet	22
6.4. FUTOP-markedet	22

Kapitel 7

Medlemsfortegnelse, bestyrelse, sekretariat, udvalg og ekstern repræsentation	23
--	-----------

Formandens forord

Der har i det forløbne år – som i de foregående år – været en stærk fremgang i omsætningen på det danske aktiemarked, hvilket er særdeles positivt. Fremgangen skyldes ikke mindst, at de private investorer har øget interessen for at handle aktier. Udviklingen styrker antagelsen om, at vi er ved at få en folkelig aktiekultur, hvilket i en længere årrække har gjort sig gældende i en række andre lande, vi normalt sammenligner os med.

Fra handler- og udstederside er der de seneste år taget en række initiativer for at forbedre aktiemarkedet herhjemme – ikke mindst for at stimulere interessen hos den ikke-professionelle investor. De private investorer har fået adgang til mere information, herunder langt bedre adgang til prisbilledet på Fondsbørsen. På udstederside er der kommet skærpede krav om oplysningsforpligtelser, og mange selskaber offentliggør nu kvartalsregnskaber. Indførelsen af SAXESS-handelssystemet har også i høj grad gavnet aktiemarkedet og bidraget til en større likviditet.

Fra politisk hold fremhæver man ofte ønsket om at styrke det danske aktiemarked, hvilket vi i Børsmæglerforeningen er taknemmelige for. Det vigtigste skridt, man fra politisk hold kan gøre for at forbedre det danske aktiemarked, er at forenkle de meget komplicerede regler for beskatning af pri-

vate investorers aktieafkast. Vi har peget på dette behov i efterhånden mange år. Det var derfor også med en vis glæde, at vi modtog de forslag til forenkling af aktieavancebeskatningen, som en arbejdsgruppe under Skatteministeriet fremlagde i efteråret 2000. Det er tilsvarende meget utilfredsstillende, at reformtankerne nu er lagt på hylden, og Børsmæglerforeningen skal kraftigt opfordre regeringen og Folketinget til at gennemføre en forenkling af regelsættet så hurtigt som muligt.

Børsmæglerforeningen har deltaget i en arbejdsgruppe under Fondsrådet, som har udarbejdet et udkast til bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik. Foreningen finder, at det foreliggende udkast udtrykker en god balance mellem forskellige hensyn, og at ønskerne om at give en dækkende gennemsigtighed i handelsforløbet for den private investor er imødekommet.

Kravet om børspligt har - også i år - været fremme i den offentlige debat. Børspligt vil være meget skadeligt for markedspladsen og virke imod fortalernes intentioner. Fra børsmæglerens side ønsker vi klart, at aftalefriheden bevares, og det er vigtigt, at vi har mulighed for at imødekomme forskellige ønsker hos investorerne.

Niels Roth
Formand

Initiativer på værdipapirmarkedene og i NOREX Alliancen

Kapitel 1

1.1. Udviklingen i NOREX Alliancen

Børssamarbejdet i NOREX Alliancen blev i 2000 yderligere udbygget og intensiveret, idet udviklingen i 2000 har budt på såvel nye medlemmer i samarbejdet som nye tiltag på produksiden. NOREX blev etableret i 1998 som et samarbejde mellem Københavns Fondsbørs og Stockholms Fondsbørs. Samarbejdet bygger blandt andet på principper om selvstændige børser, krydsmedlemskab (medlemskab af de deltagende børser giver adgang til alle noterede værdipapirer), etablering af et fælles handelssystem og fælles handelsregler.

Københavns Fondsbørs og OM Stockholmbørsen har således en vision om et fælles nordisk værdipapirmarked, hvor samtlige NOREX-børsers noterede produkter vil kunne handles på én og samme handelsplatform. Visionen omfatter hele det nordiske marked, og en langsigtet konsekvens kan blive skabelsen af en fælles nordisk børs. Formålet er at skabe en effektiv og konkurrencedygtig markedsplads.

Nye medlemmer i NOREX Alliancen

2000 bød på to nye medlemmer i NOREX Alliancen. I juni 2000 sluttede Islands Børs sig til, og i oktober begyndte Islands Børs at handle aktier og obligationer på det fælles handelssystem. I oktober 2000 underskrev Oslo Børs den endelige aftale om at blive det fjerde medlem af NOREX.

Børserne i to af de tre baltiske lande har desuden underskrevet hensigtserklæring om at slutte sig til NOREX.

Udvikling i produkterne

Aktier:

Første fase af NOREX-visionen var implementeringen af det fælles handelssystem SAXESS for aktier i Danmark og

Sverige. Det blev en realitet i juni 1999. Samtidig blev de svenske og danske handelsregler delvist tilpasset hinanden.

Obligationer:

Anden fase af implementeringen af NOREX-visionen var etableringen af et fælles handelssystem for den danske og svenske obligationshandel. I løbet af efteråret 1999 og begyndelsen af 2000 deltog Børsmæglerforeningen i drøftelser med Københavns Fondsbørs og andre interessenter om udformningen af det fremtidige handelssystem for de danske obligationer på SAXESS. I foråret 2000 lå beskrivelsen for SAXO-projektet klar, og den 16. oktober 2000 overgik den danske obligationshandel til handel på SAXESS. Selve overgangsfasen forløb uden store problemer, og dermed ophørte den danske obligationshandel på det mere end 13 år gamle ELECTRA-handelssystem.

Overordnet set er der tale om en ens teknisk platform for handler med danske og svenske aktier og obligationer, men udnyttelsen af den tekniske platform med hensyn til funktionalitet



og opsætning er forskellig. Forskellen kan blandt andet illustreres ved handel med danske aktier og obligationer. Handelsformen for de danske aktier er karakteriseret ved automatisk match, hvilket medfører, at ved ens eller overlappende kurser på købs- og salgsordrer vil disse automatisk blive matchet. På det danske obligationsmarked foregår handel ved accept-match. Det vil sige, at børsmedlemmet aktivt skal acceptere en ordre fx i købsiden for at kunne sælge via systemet eller omvendt. Det er ligeledes muligt at acceptere en delmængde af en indlagt ordre. For obligationshandlen er det således tilstræbt, at funktionaliteten i det nye og det gamle handelssystem er så identisk som muligt. En 1:1 konvertering har der dog ikke været tale om.

1.2. Ny platform for danske derivater

Fremtiden for den danske derivathandel var i 1. halvår 2000 genstand for en indgående behandling i en arbejdsgruppe bestående af Børsmæglerforeningen, Københavns Fondsbørs og øvrige interessenter. Udgangspunktet var dels en faldende tendens i omsætningen på derivatmarkedet siden 1995, dels at en systemomlægning kunne medføre, at Københavns Fondsbørs definitivt kunne afvikle handelssystemet ELECTRA med besparelser til følge. Det overordnede formål var derfor at finde en anden og billigere handelsplatform og et omkostningseffektivt afviklings- og clearingssystem samt at øge mulighederne for i øvrigt at kunne give derivatmarkedet et tiltrængt løft. Ligeledes blev der med baggrund i NOREX-samarbejdet skævet kraftigt til de benyttede systemer i Sverige og Norge.

Resultatet blev, at de danske aktiederivater i slutningen af november 2000 overgik til det svenske handelssystem CLICK og afviklingssystemet SECUR. Handelssystemet CLICK anvendes også i handlen med de norske og svenske aktiederivater, og hensigten er i løbet af forsommeren 2001 at tilbyde de svenske handlede adgang til at handle danske aktiederivater og omvendt.

De danske rentederivater handles i første omgang "off-exchange", og det er dermed ikke muligt at handle rentederivater via Fondsbørsens systemer. Der skal dog efterfølgende ske en indberetning af handlen til Fondsbørsen.

FUTOP-kontrakterne er fortsat noteret på Københavns Fondsbørs, og kontrakterne er udstedt, cleared og garanteret af Fondsbørsens datterselskab FUTOP Clearingcentralen A/S.

I forbindelse med systemomlægningen er der sket en tilpasning/harmonisering af såvel produktudbuddet som prisstrukturen. På aktiesiden er produktudbuddet koncentreret om futures og optioner på KFX-indekset samt amerikanske optioner (fysisk levering) på enkeltaktier. For rentederivaternes vedkommende handles alene futures på udvalgte stats- og realkreditobligationer. Prisstrukturen på de danske derivater er blevet tilpasset den svenske prisstruktur, og samtidig er det blevet billigere at handle derivater.

1.3. NOREX Joint Rulebook

NOREX Alliancen har igangsat et arbejde med harmonisering af medlems- og handelsregler, hvilket foreløbigt har resulteret i et udkast til NOREX Joint Rulebook (NJR). Det nuværende oplæg fra NOREX-børserne vedrører harmoniserede regler om medlemskab og regler om handel med aktier, jf. nedenstående boks. På sigt vil NOREX-børserne også udarbejde harmoniserede regler om renteinstrumenter og derivater, således at NJR kommer til at omfatte de fleste produkter, som handles på børserne.



NOREX Joint Rulebook

Udkastet indeholder følgende hovedelementer:

Generelle regler

- tekniske krav
- immaterielle rettigheder
- information til og fra NOREX-børserne

Børsregler

- medlemskabets indhold
- handelstidspunkt
- krav til mæglerne
- børspause og suspension
- automatisk ordreformidling

Aktiemarkedet

- handelsmekanismer
- ordrebøger
- on exchange trading
- off exchange trading - indberetningsregler
- annullering af handler
- markedsinformation
- delmarkeder.

Procedure

NOREX-børserne har sendt udkastet til NJR i høring hos børsmæglerforeningerne i Sverige, Norge, Island og Danmark og har anmodet om et fælles høringssvar. NOREX-børsmæglerforeningerne har herefter udarbejdet et fælles høringssvar, som er afleveret til NOREX-børserne ultimo februar 2001. Foreningerne forventer, at NOREX-børserne på baggrund af bemærkningerne vil udarbejde et nyt udkast til NJR.

Vurdering

NOREX-børsmæglerforeningerne lægger i det fælles høringssvar op til, at børserne venter med at iværksætte det fælles regelsæt, indtil alle elementer af regelsættet er uarbejdet.

Det vil sige, at såvel regler om obligationshandel og derivat-handel bør være udarbejdet, før regelsættet tages i brug. Det kan skabe aftaleretlig uklarhed, hvis NOREX-børserne iværksætter fælles regler for aktier, men ikke har fælles regler for obligationer og derivater, således at der i en periode bliver opereret med flere regelsæt på én gang. Derudover har NOREX-børsmæglerforeningerne en række bemærkninger til udkastet til NJR, som bunder i ønsket om, at der skabes klare og hensigtsmæssige regler, som blandt andet tydeligt fastsætter rettigheder og forpligtelser for såvel medlemmerne som for børserne. NOREX-børsmæglerforeningerne har i langt overvejende grad være enige i bemærkningerne til NJR.

Børsmæglerforeningen kan tilslutte sig harmoniseringsinitiativerne fra NOREX-børserne. En harmonisering af handels- og medlemsreglerne, som i sidste ende vil medføre én fælles handelsplatform for alle produkter og ens handelsregler for alle medlemmerne af NOREX-børserne, vil skabe et unikt set-up, som ikke ses andre steder i verden. Foreningen går ind for en harmonisering, der rækker så langt, som dette er muligt, og målet må være, at der skal ske en harmonisering med anvendelse af de bedste regler. Forskelle i national lovgivning vanskeliggør imidlertid i visse situationer en totalharmonisering af reglerne.

1.4. Nye indberetningsregler

Siden handelssystemet SAXESS blev sat i drift, har der vist sig behov for at ændre retningslinier i følgende situationer:

- Når børsmedlemmet indlægger ordrer
- Når børsmedlemmet indberetter handler til systemet.

Hovedformålet med nye retningslinier er at øge kvaliteten og gennemsigtigheden i markedet blandt andet ved at reducere antallet af dobbeltindberetninger. Dobbeltindberetninger er uheldige, idet de skaber et forkert pris- og omsætningsbillede. Børsmæglerforeningen og Københavns Fondsbørs har i fællesskab udarbejdet forslag til nye retningslinier. Disse

blev sendt til Fondsrådet i november 2000, og de blev – for hovedpartens vedkommende – godkendt. Status er nu, at Finanstilsynet har udarbejdet et forslag til ændret indberetningsbekendtgørelse, som på nuværende tidspunkt er i høring.

1.5. Nye markedskonventioner

Den 8. februar 2001 blev der indført nye markedskonventioner på det danske obligationsmarked. Ændringerne indebar, at konventionen for beregning af vedhængende rente blev ændret fra 30/360 dage pr. måned/år til faktisk/faktisk antal dage. Ligeledes blev den særlige danske markedskutyme med en ex-kupon-periode afskaffet. Endelig er udtrækningsproceduren for obligationer ændret fra at være lotteribaseret til at blive en såkaldt matematisk udtrækning. Det indebærer, at alle investorer i en obligationsserie nu får udtrykket den samme forholdsmæssige andel af deres beholdning af en obligationsserie, hvori der er udtrækning beregnet ud fra udtrækningsprocenten. Som følge af ændringerne har man valgt at ændre andelsstørrelsen – obligationens nominelle værdi. For at der kan udtrækkes med en præcision på 1 øre, er andelsstørrelsen - for alle realkreditobligationer og statsobligationer, hvori der er udtrækning, og hovedparten af de øvrige obligationsserier – blevet ændret til 0,01 DKK for danske kroneobligationer. Tilsvarende er andelsstørrelsen for danske euro-obligationer ændret til 0,01 EUR. Værdien af investorernes beholdninger påvirkes ikke af denne ændring, idet antallet af obligationer øges tilsvarende.

Ændringer af markedskonventionen og udtrækningsproceduren er sket for at tilpasse det danske marked til internationale standarder. Herved bliver det danske kapitalmarked lettere tilgængeligt for udenlandske investorer, hvilket er en fordel især for likviditeten på det danske obligationsmarked.

1.6. Værdipapircentralens omdannelse til A/S

Værdipapircentralen blev den 1. januar 2000 omdannet til et aktieselskab, ejet af brugerne, for at styrke Værdipapircentralens markedsmæssige position i de kommende år. Dette er nødvendigt i lyset af den stigende internationale konkurrence mellem værdipapircentralerne, hvor Euroclear og Clearstream står som de centrale aktører på europæisk plan.

Værdipapircentralen fokuserer nu på at styrke det nordiske samarbejde med henblik på at få en struktur på afviklings-siden, der afspejler udviklingen på handelssiden i NOREX-samarbejdet. Der foregår i øjeblikket drøftelser med den svenske værdipapircentral, der også er positiv over for etablering af et tættere samarbejde. Børsmæglerforeningen støtter dette initiativ.

Kapitel 2

2.1. Forslag om enklere regler for beskatning af aktieavance

I september 2000 offentliggjorde en arbejdsgruppe under Skatteministeriet en længe ventet rapport med forslag til forenkede aktieavancebeskatningsregler. På en række områder svarede rapportens forslag til de ønsker, som Børsmæglerforeningen har givet udtryk for i sin rapport "Aktiemarkedet i Danmark" (1998). Forslaget var med andre ord et stort skridt i den rigtige retning.

Efterfølgende har regeringen imidlertid aflyst eller udskudt reformen, da det tilsyneladende ikke har været muligt at finde flertal for denne. Børsmæglerforeningen finder, at den manglende politiske vilje til at gennemføre en forenkling er meget utilfredsstillende, hvilket foreningen har påpeget over for såvel regeringen som Folketinget.

Det er centralt, at lovgivningen sikrer rimelige rammebetingelser for udviklingen på aktiemarkedet, og skattereglerne er en af de væsentligste faktorer for et velfungerende marked. Flere og flere danskere investerer i aktier via deres kapital- og ratepensionsmidler, mens aktieinvesteringer for frie midler fortsat er behersket. Sidstnævnte skyldes i høj grad den uigenkuelige aktieavancebeskatning, som hæmmer lysten til at investere i aktier. Den tiltagende interesse for aktieinvesteringer generelt bliver således ikke understøttet af enkle og forståelige skatteregler. Hermed hæmmes den almene interesse for aktier og udviklingen af en egentlig aktiekultur, hvilket kan skade aktiemarkedet vedvarende.

De væsentligste elementer i forslaget til nye aktieavancebeskatningsregler var:

Fjernelse af 3-års reglen samt den såkaldte 100.000 kr.'s grænse

Ifølge de nuværende regler er aktionæren fritaget for avance-skat efter tre års ejertid, hvis aktiebeholdningen i perioden uafbrudt har været under grænsen på 100.000 kr. Hvis beholdningen af børsnoterede aktier er over 100.000 kr.'s grænsen, bliver avancer beskattet som aktieindkomst ved salg efter tre år. Ved salg af børsnoterede aktier, der har været ejet i mindre end tre år, bliver avancer beskattet som kapitalindkomst (33-59 pct.). Reglerne er komplekse og giver et incitament til at beholde aktierne i mere end tre år. Denne lovbestemte adfærd har en negativ effekt på aktiemarkedets likviditet.

Forslaget lagde op til, at aktieavance og udbytte under 38.500 kr. (2001-niveau) fremover skulle beskattes med 28 pct. og 43 pct. af resten. Børsmæglerforeningens vurdering har været, at procentsatserne er høje – særligt ud fra den betragtning, at der ikke er fremsat forslag om en skattefri bundgrænse. Dermed vil aktionærer, der før var skattefri for så vidt angår avancer, blive skattepligtige. Der er næppe tvivl om, at forslaget ville indebære et merprovenu. Børsmæglerforeningen har derfor også givet udtryk for, at den nedre sats burde sættes ned til fx 20 pct. Den øvre sats på 43 pct. matcher den højeste marginale personskattesats ved en selskabsskattesats på 30 pct.

Modregning af tab uden tidsbegrænsning og udvidelse af tabsfradragsretten

Forslaget indebar mulighed for at modregne tab på børsnoterede aktier i ægtefællens aktieindkomst. Desuden kunne tab fremføres til modregning i aktieindkomst i fremtidige indkomstår (tidsbegrænsningen på fem år ophæves).



Selskabers skattefri afståelse af aktier

På nuværende tidspunkt beskattes selskaber ikke af gevinst og tab på aktier, der afstås efter tre års ejertid. Ved afståelse før tre års ejertid medregnes gevinst og tab til selskabets indkomst. Ligesom for private investorer giver reglen anledning til indlåsnings effekter, hvorfor forslaget lagde op til, at selskaber kunne afstå aktier skattefrit, selv om ejertiden er under tre år.

Objektivering af ligningslovens § 16B (selskabers tilbagekøb af egne aktier)

Afståelse af aktier til det udstedende selskab (ligningslovens § 16B) blev foreslået ændret, således at tilbagesalg til det udstedende selskab altid vil skulle avancebeskattes i en række tilfælde (objektivering) fx ved afståelse til et pengeinstitut eller børsrådgivnings selskab. Arbejdsgruppen anbefalede helt at fjerne § 16B.

2.2. Indberetningsordning ved opgørelse af aktieudbytter og avancer

I lyset af at forslaget til ændringen af aktieavancebeskatningsloven ikke vedtages i indeværende folketingsssamling, har Skatteministeriet fremsat et separat lovforslag, således at der kan etableres en indberetningsordning for aktieudbytte.

Det er påkrævet, idet Unibanks deltagelse i Nordea har medført, at anslået 260.000 danske skatteydere er blevet ejere af udenlandske aktier, hvilket hidtil har været ensbetydende med, at der skulle udfyldes en udvidet selvangivelse. Som løsning herpå er der fremsat et forslag om, at der bliver foretaget en ændring af skattekontrolloven med virkning fra 1. januar 2001, så pengeinstitutterne bliver pålagt at indberette udbytte af aktier i danske depoter til Told- og Skatte styrelsen, hvorved betydelige administrative problemer og omkostninger for sektoren undgås. Lovforslaget forventes snarest vedtaget.

Med forslaget om forenklede regler for beskatning af aktieavancer fulgte et forslag om en obligatorisk indberetningsordning til skattemyndighederne. De foreslåede ændringer i aktieavancebeskatningsreglerne ville give mulighed for etablering af en indberetningsordning, der kunne hjælpe aktieejere med beregning af fortjeneste og tab ved afståelse af aktier og investeringsforeningsbeviser. Målsætningen har været, at aktieejere alene skal kontrollere de oplysninger om aktieindkomster fra danske og udenlandske børsnote-rede aktier, der ligger i depot i Danmark.

Et indberetningssystem vil ikke kunne sikre en 100 pct. automatisk genereret depotopgørelse med de nødvendige oplysninger til opgørelse af fortjeneste og tab, da visse oplysninger vil skulle tilvejebringes af aktieejeren. Det er imidlertid vurderingen, at langt de fleste aktieejere vil kunne håndteres automatisk af en indberetningsordning. Indberetningsordningen forventes derfor at ville kunne støtte langt de fleste aktieejere, der p.t. finder reglerne for opgørelse af aktieavancer og tab uoverskuelige.

En projektgruppe i regi af Told- og Skattestyrelsen foreslår indberetningsordningen baseret på oplysninger fra såvel skatteyder som fra den finansielle sektor i Danmark og administreret af Told- og Skattestyrelsen. Pengeinstituttet vil være ansvarlig for indberetning af bevægelser på depotet, mens fondshandleren vil være ansvarlig for indberetning af handelsoplysninger. Det skal understreges, at fondshandlere og pengeinstitutter alene skal være ansvarlige for at indsende de faktuelle oplysninger, som de er i besiddelse af omkring transaktionerne. Det er skattemyndighedernes ansvar at udlede de skattemæssige konsekvenser heraf.

Selve etableringen af hele indberetningssystemet forventes at ville tage 3-4 år, efter at det politisk er vedtaget at ændre aktieavancebeskatningsordningen.

2.3. Ændret pensionsafkastbeskatning (PAL beskatning)

I efteråret fremsatte Skatteministeriet og Økonomiministeriet en række forslag til initiativer på pensionsområdet. Et af forslagene, som blev vedtaget i december 2000, indebar følgende ændringer:

- Pensionsafkastbeskatningen skulle omlægges fra to satser (5 pct. på aktier og 26 pct. på obligationer) til én sats på 15 pct.

Regeringen begrundede forslaget med, at det ville fremme aktiekulturen og løse rentegarantiproblemet. Både Børsmæglerforeningen og Finansrådet argumenterede imod forslaget. Organisationerne fandt, at den skærpede aktiebeskatning ville skade og ikke fremme aktiekulturen, ligesom der ville blive skabt fornyet tvivl om vilkårene for den langsigtede opsparing. Sidstnævnte skal ses i lyset af Pinsepakken i 1998, hvor realrenteafgiften blev udskiftet med pensionsafkastbeskatning, herunder skat på aktieafkast. De nye skattesatser vil dog gøre det muligt for de PAL-beskatte at benytte afledte produkter til risikostyring, idet den asymmetriske beskatning er bortfaldet.

Aktielån

Kapitel 3

3.1. Aktielåneordninger

Børsmæglerforeningen, Finansrådet og Københavns Fondsbørs introducerede i maj 1999 en formaliseret aktielåneordning.

I korte træk indebærer låneordningen, at værdipapirhandlere kan låne bestemte typer af aktier, når de har behov for det og senere levere aktierne tilbage. Der er tale om en bilateral ordning, som er baseret på et sæt standardvilkår.

Aktielån gavner alle aktører på aktiemarkedet. Alligevel er der en behersket interesse for aktielåneordningen, selv om brug af aktielån tjener en række formål. Dels er aktielån med til at øge effektiviteten og likviditeten på aktiemarkedet, dels giver aktielån såvel långiver som låntager mulighed for øget indtjening og styring af risici.

Øget effektivitet

Aktielån øger aktiemarkedets effektivitet, idet:

- Aktielån afhjælper afviklingsproblemer
- Aktielån øger likviditeten
- Aktielån er med til at mindske kursspreadene.

Afhjælpning af afviklingsproblemer

Der kan opstå afviklingsvanskeligheder i handelskæder, hvor en værdipapirhandler A køber aktier af B, som A med det samme videresælger til C osv. Hvis A ikke modtager aktierne fra B, når han skal levere til C, vil A have et leveringsproblem i forhold til C, hvilket er et problem for C, ikke mindst hvis C har solgt aktierne videre til en tredje part.

Det er muligt at undgå problemet, hvis den oprindelige sælger B (eller køberen A) har mulighed for at låne de manglende aktier. Aktierne kan herefter leveres til C osv., og dominoeffekten undgås.

Øget likviditet

Mulighed for aktielån giver mere omsætning. Det bliver nemmere for aktørerne „at komme rundt“ i markedet (dvs. det bliver lettere at sælge og købe aktier - også store aktieposter). Markedet bliver mere likvidt.

Mindre kursspread

I kraft af den øgede likviditet mindses spreadene, da risikoen ved at stille op i et givet værdipapir reduceres.





3.2. Eksempler på brug af aktielån

Eksempel 1

Indeks- og aktiearbitrage

En værdipapirhandler låner KFX-aktierne og sælger dem i markedet. Samtidig køber han et tilsvarende antal KFX-futures. Dermed kender værdipapirhandleren tilbageleveringsprisen på aktierne og er således „dækket af“. Pengene fra aktiesalget placeres i pengemarkedet til en rente, der er højere end den underliggende futuresrente. Når værdipapirhandleren skal tilbagelevere de lånte aktier, udnyttes futuren ($\text{futurespris} = \text{spotpris} + \text{rente}$), og gevinsten svarer til den renteindtægt, værdipapirhandleren har fået fra sin pengemarkedsplacering minus futuresrenten. Aktiearbitrage er det samme som indeksarbitrage, men der indgår kun én aktie i „indekset“.

Eksempel 2

Derivathedge

En investor ønsker en markedsrisiko på aktier, der svarer til salg af en given mængde, uden at investoren er i besiddelse af aktierne (såkaldt „kort position“). Markedsrisikoen kan investoren opnå på flere måder: enten ved at sælge aktierne direkte i markedet (cash), sælge aktierne på termin (forward) eller ved at købe/sælge en salgsoption/købsoption (put/call) på aktierne.

Hvis valget falder på at påtage sig markedsrisikoen via derivatmarkedet (ved køb af en salgsoption), skal værdipapirhandleren udstede den pågældende option. Værdipapirhandleren ønsker imidlertid ikke den risiko uden at have foretaget risikoafdækning i markedet. Ved at udstede en salgsoption har udstederen nemlig en pligt til at indfri optionen, hvis køberen af optionen ønsker det.

Pligten for udstederen er i dette tilfælde at købe aktien til den pris, som salgsoptionen giver køberen af optionen ret til at sælge aktien til. Værdipapirhandleren har med andre ord en risiko, hvis kursen på aktien falder, og investoren ønsker at udnytte optionen. For at neutralisere denne risiko er værdipapirhandleren nødt til at sælge en del af de pågældende aktier i markedet nu (inden kursen eventuelt falder).

Da værdipapirhandleren ikke er i besiddelse af aktierne, lånes aktierne i markedet og sælges med det samme.

Eksempel 3

Baisseforretninger

Aktielån kan også anvendes til såkaldte baisseforretninger, hvor aktier sælges i forventning om et forestående kursfald. En låneordning indebærer, at en værdipapirhandler kan låne aktier og sælge dem i forventning om at købe aktierne tilbage i markedet (til en forventet lavere pris), inden lånet udløber.

3.3. Fordele ved aktielån

Aktielån giver fordele til alle aktører på aktiemarkedet.

Fordele for långiver:

- Aktielån giver långiver mulighed for at øge afkastet på en "låst" beholdning (anlægsbeholdning) i form af et vederlag fra låntager
- Aktielån er forbundet med begrænset risiko for udlåner, idet der typisk stilles fuld sikkerhed
- Aktielån er en formaliseret ordning, som er godkendt af myndighederne. Samtidig er der faste retningslinier for håndtering af misligholdelse, corporate actions i låneperioden, sikkerhed osv.

Fordele for låntager:

- Aktielån kan skabe indtjening til låntager i form af avance eller vederlag, hvis låntager enten videregælder eller videreudlåner de lånte aktier
- Låntager kan undgå faldne handler

3.4. Repo-/reversemarkedet

Et argument imod etablering af aktielåneordningen har været, at repo-/reverseforretninger dækker behovet for "aktielån". Det er ikke korrekt, da:

- Brug af repo-/reverseforretninger er forbundet med begrænsninger, idet disse primært benyttes til at afhjælpe afviklingsvanskeligheder
- Repo-/reverseforretninger er - i modsætning til aktielån - forbundet med realisationsbeskatning, idet der er tale om køb og tilbagesalg
- Repo-/reverseforretninger er ikke formaliserede (kontraktfastsatte) ligesom aktielån

De to markeder vil dermed kunne fungere samtidig.

3.5. Aktivitetsstigning forventes

Aktielån gavner således alle aktører på aktiemarkedet, og en stigende interesse må forventes i de kommende år. Endelig skal nævnes, at der i øjeblikket forhandles med skattemyndighederne om at få udenlandske børsnoterede aktier omfattet af aktielåneordningen. Børsmæglerforeningen forventer, at dette bliver godkendt snarest. Desuden har Finanstilsynet godkendt, at forsikringselskaber og pensionskasser kan deltage i aktielån mod fuld sikkerhed. Når førnævnte er godkendt, vil aktielåneordningen dække hele det noterede marked.

God værdipapirhandelsskik



Kapitel 4

4.1. Indledning

En arbejdsgruppe under Fondsrådet genoptog medio 2000 opgaven med at udarbejde en bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik. Ultimo 2000 forelå et udkast fra gruppen. Børsmæglerforeningen har deltaget i arbejdsgruppen. I tilføjelse til bekendtgørelsesudkastet er der i regi af arbejdsgruppen udarbejdet en rapport om emnet. Bekendtgørelsen retter sig mod at regulere en række forhold ved en værdipapirhandlers udførelse af kundeordrer. Det er et område, der er genstand for en betydelig offentlig opmærksomhed, og bekendtgørelsen har været kritiseret på en række punkter.

4.2. Indhold

Bekendtgørelsens vigtigste bestemmelse er givet kravet om *best execution*. Ifølge dette skal værdipapirhandleren ved

udførelsen af modtagne ordrer sikre den efter omstændighederne, herunder tid og mængde, bedst mulige pris samt bedste betingelser i øvrigt for sine kunder. Herudover er der i bekendtgørelsesudkastet krav om, at værdipapirhandleren i forretningsbetingelserne skal afgive en række oplysninger til kunden ved etableringen af kundeforholdet. Desuden fastsættes krav til, hvilke oplysninger kunden skal have på afregningsnotaen, jf. nedenfor.

Såvel kravet om *best execution* som oplysningsforpligtelserne svarer i betydelig grad til, hvad der er indeholdt i de nuværende børsetiske regler, som er udstedt af Københavns Fondsbørs. På en række områder har bekendtgørelsen imidlertid en større rækkevidde. Hvor de børsetiske regler kun omfatter Fondsbørsens medlemmer over for kunder ved handel med papirer noteret på Fondsbørsen, så gælder bekendtgørelsen samtlige værdipapirhandlere og alle værdipapirer omfattet af lov om værdipapirhandel. Bekendtgørelsens bestemmelser om oplysninger i forretningsbetingelser, afregningsnotaer mv. gælder kun for handler med mere afgrænset grupper af værdipapirer under visse beløbsgrænser, hvor der er anvendt de gældende beløbsgrænser fra de børsetiske regler.

Krav til forretningsbetingelser

Værdipapirhandlerens forretningsbetingelser skal ifølge bekendtgørelsen indeholde en beskrivelse af vilkårene for handlen med værdipapirer, dvs. oplysninger om:

- De tilbudte handelstyper samt beskrivelse heraf
- Principper for kursfastsættelse, hvis der på handelsdagen ikke er løbende handel
- Beregningsmetode for omkostninger
- Hvorvidt der er mulighed for at foretage selvindtræde, hvis der handles i kommission.

Beskrivelsen skal udleveres til kunden i forbindelse med etablering af kundeforholdet og inden første ordreførelse og på foranledning af kunden gennemgås med denne. Kunden kan på den måde inden ordreførelsen sætte sig ind i den enkelte værdipapirhandlers udbud af handelstyper og omkostninger forbundet med en værdipapirhandel. Dermed kan kunden i samarbejde med værdipapirhandleren vurdere, hvilken handelstype som passer bedst til dennes behov. I bekendtgørelsen er det valgt ikke at regulere, hvilke handelstyper der kan tilbydes kunderne, idet det fortsat er overladt til Fondsbørsen. Det gælder både ved kundens direkte handel med værdipapirhandleren som modpart, eller når værdipapirhandleren tager ordren i kommission og i den forbindelse udfører ordren over Fondsbørsens handelssystemer.

Afregning af værdipapirer

Ved afregning af værdipapirer, der er noteret på en dansk fondsbørs eller autoriseret markedsplads, skal alle værdipapirhandlere anvende de regler om afregning, som den pågældende fondsbørs eller markedsplads har fastsat.

Oplysninger på handelsnotaen

Bekendtgørelsesudkastet fastlægger endvidere en række oplysninger, som skal fremgå af handelsnotaen:

- Den anvendte handelstype, herunder om der er foretaget selvindtræde ved kommissionshandel
- Om der er handlet over en fondsbørs eller autoriserede markedspladssystemer
- Ved strakshandel skal tidspunktet for handlens gennemførelse samt handelssystemets bedste bud og udbud fremgå
- Handelskursen
- De samlede handelsomkostninger
- Principperne for kursberegning, hvis der er tale om en værdipapirhandel, hvor der ikke er løbende handel.

Denne række af oplysninger på handelsnotaen sikrer kunden et overblik over den konkrete værdipapirhandel.

4.3. Kritik af bekendtgørelsen

Der er fra flere sider rejst kritik af udkastet, hvilket også afspejler, at der ikke har været fuld enighed i arbejdsgruppen om udkastet. Kritikken har primært drejet sig om følgende emner:

1. Børspligt
2. Kategorisering af investorer
3. Rådgivning
4. Oplysningskrav

Børspligt

Arbejdsgruppen har drøftet, om bekendtgørelsen skal indeholde krav om børspligt. Af flere årsager, herunder at der ikke er international praksis for børspligt, var der enighed i arbejdsgruppen om, at bekendtgørelsen ikke skal indeholde en bestemmelse om en egentlig børspligt. Et mindretal har imidlertid ment, at der bør være en regel om, at ordrer altid skal udføres over en fondsbørs systemer, med mindre kunden på anden vis kan opnå en bedre pris.

Børsmæglerforeningen er af den opfattelse, at det vil være gavnligt for markedet med mere handel på Fondsbørsens handelssystem. Systemhandel skal imidlertid ikke påtvinges uden hensyn til, hvad der er hensigtsmæssigt for kunderne, og det kan generelt ikke konkluderes, at børspligt vil være til fordel for kunderne. De tre handelsformer for værdipapirer noteret på Københavns Fondsbørs i form af handel over Fondsbørsens systemer, strakshandel og gennemsnitskurshandel har forskellige karakteristika.

Ved en strakshandel får kunden af værdipapirhandleren afregnet den konkrete ordremængde med det samme til en kendt kurs, og kursen skal være mindst lige så god som den kurs, der kan opnås på børsen på samme tidspunkt. Den mængde, som kunden får afregnet i en konkret strakshandel, kan være større end den mængde, der kan handles over Fondsbørsens systemer ved den givne kurs, hvis kundens

ordre er af en størrelse, som omfatter flere handelsposter. Hvis ordren handles over fondsbørsens systemer kan det ske, at der alene kan handles en del af ordren til den ønskede kurs. Resten af ordren kan alene handles til en anden (dårligere) kurs eller slet ikke handles, hvis der ikke er tilstrækkelig bud/udbud i det pågældende papir. Kunden er ved strakshandel dermed garanteret både en kurs og en mængde.

Ved handel over Fondsbørsens systemer kan kunden dermed ikke ved ordrens afgivelse med sikkerhed vide, om ordren bliver gennemført fuldt ud, kun delvist eller slet ikke. Ved børspligt kan de knap så risikovillige investorer ikke opnå samme sikkerhed ved handlen, som det er muligt ved en strakshandel. Princippet om aftalefriheden skal fastholdes.

Der kan endvidere peges på, at der i de senere år er iværksat tiltag, som har forbedret likviditeten på det danske aktiemarked. Der kan peges på, at det nordiske børssamarbejde NOREX og indførelsen af SAXESS-handelssystemet på Københavns Fondsbørs har medført, at likviditeten i KFX-aktierne er forbedret. Desuden bør det fremhæves, at ingen af de øvrige NOREX-børser har børspligt, hvilket er relevant set i sammenhæng med bestræbelserne på at harmonisere handelsregler blandt NOREX-børserne, jf. forslaget til en "NOREX Joint Rulebook", som er beskrevet i kapitel 1. Det bør også nævnes, at EU-Kommissionen i en meddelelse om revision af investeringsdirektivet har fremført det synspunkt, at medlemsstaternes mulighed for at indføre børspligt - ud fra et konkurrencemæssigt perspektiv - bør genovervejes.

For Børsmæglerforeningen er det afgørende, at princippet om valgfrihed bevares.

Bekendtgørelsesudkastet indeholder derimod en såkaldt "orange børspligt". "Orange børspligt" er en formodningsregel, der går ud på, at hvis det ikke fremgår af en aftale mellem en værdipapirhandler og en kunde, hvilken handelstype som er aftalt, så er der formodning om, at der er handlet i kommission. Formodningsreglen anvendes dermed alene i en situation, hvor der ikke er aftalt handelstype. Det er naturligvis vigtig, at en aftale er klar og entydig, herunder at der ikke er uklarhed om handelstypen.

Kategorisering af investorer

Der har været ønske om, at bekendtgørelsens regler om oplysninger til kunden vedrørende handelsformer, afregning mv. ikke baseres på beløbsgrænsen, men på principper fastsat af FESCO (den europæiske sammenslutning af børstilsyn) om kategorisering af professionelle/ikke-professionelle investorer.



FESCO har fastsat principperne som del af en endnu ikke vedtaget standard for regler om god forretningsskik. EU-Kommissionen har henvist til disse principper i Kommissionens meddelelse om god forretningsskik og meddelelse om investeringsservicedirektivet. Det er oplagt, at disse principper kommer til at danne baggrund for danske regler om god forretningsskik – på et senere tidspunkt.

Det er imidlertid vigtigt at fastholde det primære formål med kategoriseringen. En klar definition af professionelle og ikke-professionelle investorer er et ønske om ens regler i alle EU-lande, som skal smidiggøre problemerne ved grænseoverskridende handel i EU. Ved grænseoverskridende værdipapirhandel har investeringselskaber oplevet store problemer på grund af forskelle i national lovgivning, og selskaberne må derfor på nuværende tidspunkt holde sig opdateret med 15 forskellige landes lovgivning på området. Det er primært baggrunden for ønsket om en fælles europæisk definition. Det giver derfor ikke mening, hvis Danmark er det eneste medlemsland, som implementerer denne kategorisering. En fælles kategorisering finder Børsmæglerforeningen fordelagtig, men definitionen hører naturligt sammen med en bekendtgørelse om god forretningsskik og bør indføres i Danmark i sammenhæng med andre medlemslandes implementering af en sådan. Det er først, når et betydeligt antal lande har gennemført reglen, at fordelene fremkommer, og der er dermed ingen umiddelbar grund til, at Danmark er langt "foran" de øvrige.

Rådgivning

Fondsrådet har udstedt et kommissorium for den arbejdsgruppe, som har udarbejdet udkast til bekendtgørelsen. Kommissoriet er primært at udarbejde regler om afregning af værdipapirhandelstransaktioner. Det vil sige, at rådgivningselementet ikke har været tiltænkt at skulle være en del af bekendtgørelsen.

Bekendtgørelsen giver kunden mulighed for at følge og kontrollere en konkret værdipapirhandel fra start til slut. Man kan i den forbindelse argumentere for, at rådgivning indgår i denne proces. Rådgivningselementet følger dog direkte og naturligt af værdipapirhandelslovens regler om god forretningsskik. Det er derfor oplagt, at en drøftelse af udformningen af regler om rådgivning ved værdipapirhandel bør ske i forbindelse med udarbejdelsen af en bekendtgørelse om god forretningsskik, som må forventes at blive en opgave for Finanstilsynet i 2001.

Oplysningskrav

Det har været drøftet, om bekendtgørelsens krav til oplysninger før handlens indgåelse og på handelsnotaen er tilstrækkelige. Det er Børsmæglerforeningens opfattelse, at bekendtgørelsen styrker gennemsigtigheden for kunderne. Bekendtgørelsen vil være medvirkende til at klargøre for kunden, hvad der er foregået i forbindelse med handlen, og kunden vil i kraft af oplysningskravene til handelsnotaen være i stand til at kontrollere forløbet.

Det er Børsmæglerforeningens opfattelse, at bekendtgørelsesudkastet overordnet set er tilfredsstillende. Bekendtgørelsen medfører større gennemsigtighed og styrker hermed udviklingen af en dansk aktiekultur.

EU-regulering af værdipapirhandel

Kapitel 5

5.1. Oversigt

Der er internationalt set stor fokus på værdipapirhandel. Det hænger sammen med, at værdipapirhandel i de fleste lande er et område i betydelig vækst. Formidling af opsparing sker internationalt i stadigt stigende grad via værdipapirmarkeder i stedet for ind- og udlån i pengeinstitutter. Især er der en markant stigning i handlen med værdipapirer på tværs af landegrænserne, hvilket blandt andet kan tilskrives investorernes ønske om at sprede risici, og som er muliggjort af frie kapitalbevægelser og IT-udviklingen. Dette øger behovet for fælles spilleregler for værdipapirhandel.

Fra dansk side er det naturligvis samarbejdet i EU-regi, som har interesse. Der foregår en række overvejelser og initiativer, som har til formål at forbedre reguleringen af værdipapirhandel i EU, så den passer til de nye forhold med fælles valuta, hastig IT-udvikling og øget global konkurrence. Reguleringen fokuserer primært på to hensyn. Det gælder sikring af investorbekyttelse og fjernelse af nuværende hindringer og uhensigtsmæssigheder for muligheden for grænseoverskridende værdipapirhandel.

5.2. Action Plan for Financial Services

Europa-Kommissionen fremsatte i maj 1999 "Action Plan for Financial Services", som opstiller en række prioriterede indsatsområder inden for reguleringen af EU-landenes kapitalmarkeder samt en foreløbig tidsplan for gennemførelsen af disse. Målet er, at alle initiativer skal være gennemført senest 2005. Kommissionen har løbende afgivet rapporter om fremskridtet i financial action plan. Fra børs-mægler side har især følgende initiativer interesse:

- Revision af investeringsservicedirektivet (ISD), meddelelse herom er fremsat af Kommissionen ultimo 2000



- Revision af prospektdirektiverne
- Direktivforslag om markedsmanipulation
- Direktivforslag om "Cross-border use of Collateral"
- Vedtagelse af direktivforslaget om overtagelsestilbud
- Meddelelser om anvendelsen af "Conduct of Business Rules" i henhold til artikel 11 i ISD

5.3. FESCO initiativer

FESCO (den europæiske sammenslutning af børstilsyn) er kommet med flere "standarder" inden for værdipapirhandelsområdet i 2000 og har desuden arbejdet på input til Kommissionen til brug for en revision af ISD. FESCO behandler i øjeblikket følgende reguleringsinitiativer:

- *Code of Conduct of Business Rules (god forretningskik)*. FESCO blev i marts 2000 enige om fælles regler for kategorisering af investorer. Børsmæglerforeningen har afgivet hørings svar om kategoriseringen. Foreningen har anført, at kategoriseringen virker tung og administrativt kompliceret, men støtter ønsket om en harmonisering af reglerne. FESCO har sendt et udkast til en fælles standard for regler og principper for god forretningskik i en national høringsrunde medio februar 2001, og Finanstilsynet har tilkendegivet, at en kommende dansk bekendtgørelse vil tage udgangspunkt i FESCO-standarden

- *Et europæisk pas for udstedere af værdipapirer.*
Børsmæglerforeningen afgav i august 2000 høringsvar vedrørende forslaget. FESCO vil efter endnu en national høringsrunde udarbejde et revideret forslag, som vil blive sendt til Kommissionen til brug for overvejelserne om ændringer i prospektdirektiverne.
- *Primary market practices – stabilisation and allotment.*
Børsmæglerforeningen gav bemærkninger hertil i november 2000. Da Danmark ikke har lovregler vedrørende "stabilisation og allotment", vil FESCO-standarderne formentlig medføre indførelse af lovregler på et hidtidigt ikke-lovreguleret område. Der forventes et nyt forslag til en fælles standard primo 2001

5.4. Vismandsrapport

EU nedsatte i juli 2000 en såkaldt vismandsgruppe under formandskab af baron Lamfalussy. Gruppen har haft til formål at vurdere, hvorledes reguleringen af værdipapirhandlen i EU bedst kan tilpasses de nye vilkår med fælles valuta, hurtige ændringer af IT-muligheder og øget global konkurrence. Gruppen fremlagde en fremskridtsrapport den 29. november 2000 og den endelige rapport den 15. februar 2001. Vismandsgruppens forslag forventes at blive behandlet på EU-topmødet i Stockholm den 24.-25. marts 2001.

Fremskridtsrapporten beskriver, hvorfor det er vigtigt at effektivisere markederne for finansielle tjenester og kapital i Europa. Fem dominerende tendenser i de finansielle markeder nævnes: Øget interesse for aktier i EU både hos private og institutionelle investorer, voksende tendens til investering over grænserne i EU, konkurrencen mellem de traditionelle børsmarkeder og de "såkaldte alternative trading systems", behovet for europæisk strukturrationalisering for clearing og settlement samt den øgede volatilitet. Desuden foretages en kritisk gennemgang af den bestående regulering af værdipapirmarkederne i EU.

Forslag til en reform af den offentlige regulering af værdipapirhandelsområdet er hovedtemaet i den endelige rapport. Ifølge forslaget skal tilgangen til regulering i EU-regi opdeles i 4 niveauer:

- I niveau 1 fastsættes EU-lovgivningen inden for værdipapirhandelsområdet fremover i form af brede rammedirektiver af Kommissionen, Ministerrådet og EU-Parlamentet
- I niveau 2 besluttes detaljerne i EU-reguleringen i en såkaldt "komitologiprocedure", hvor Parlamentet og Rådet inddrages i mindre grad end tidligere. Detaljerne i reguleringen skal fastlægges af en "European Securities Committee", der skal støttes af en komité af tilsynsrepræsentanter benævnt "European Securities Regulators Committee"
- I niveau 3 bør der være et forstærket samarbejde mellem de nationale tilsyn for at sikre ensartede fortolkninger, hvor Securities Regulators Committee skal spille en central rolle
- I niveau 4 bør der ske en styrkelse af overholdelsen af EU-regler på værdipapirhandelsområdet

Den foreslåede regulerings- og tilsynsstruktur bør træde i kraft fra slutningen af 2001. I 2004 bør det vurderes, om fremgangsmåden har haft den tilsigtede effekt. I alle beslutningsfaserne foreslås en betydelig grad af dialog og gennemsigtighed. Reformen gennemføres primært for at opnå en hurtigere og mere smidig beslutningsgang i EU-regi. Foreløbigt er der således ikke lagt op til et udspil om sammenslutning af tilsyn eller etablering af et fælles tilsyn.

Markedsudviklingen i 2000

Kapitel 6

6.1. Generelt

I begyndelsen af 2000 fortsatte verdens børser mod nye rekordniveauer. Opstigningen fik dog en brat slutning i marts, hvor store gevinsthjemtagninger på teknologiaktier kombineret med højere renter fik aktiemarkedene til at falde. Resten af 2000 var præget af turbulente aktiemarkeder, faldende euro og stigende dollar. ØMU-afstemningen satte dagsordenen på det danske rentemarked i en stor del af 2000.

Meningsmålingerne og renteforskellen mellem Danmark og Tyskland varierede ganske betydeligt. Da nej'et var en realitet, var reaktionerne dog beherskede.

6.2. Aktiemarkedet

Fra 1999 til 2000 øgedes den totale omsætning for aktier i kursværdi med 78 pct. til 835,6 mia. kr. på Københavns Fondsbørs. Pr. børsdag blev der i gennemsnit handlet for

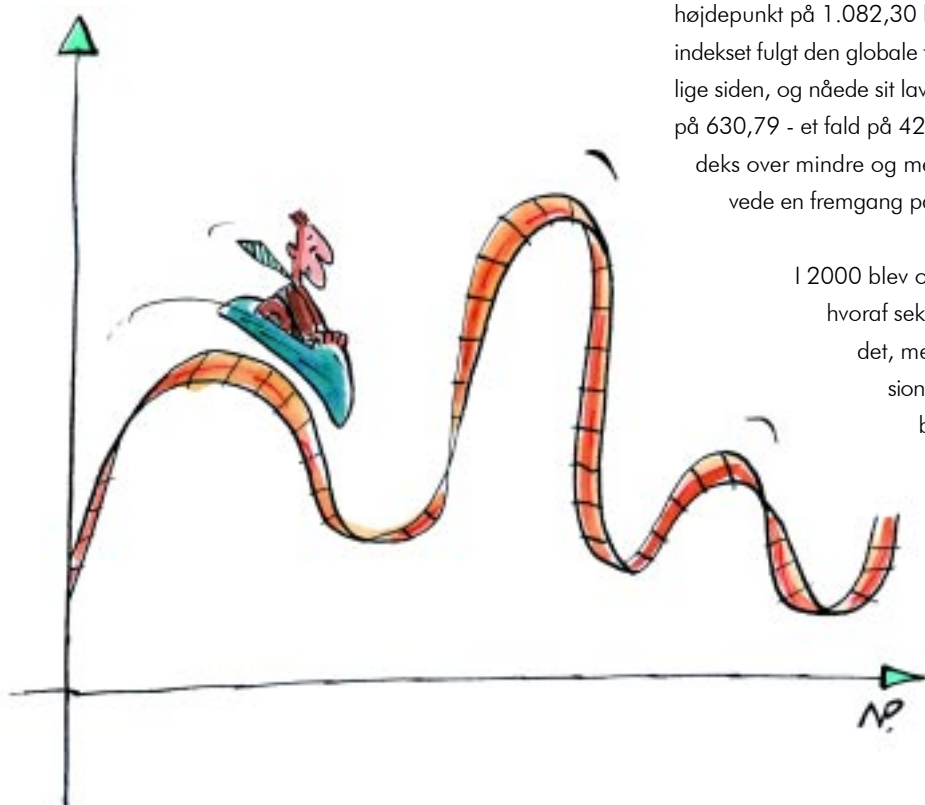
knap 3,3 mia. kr. aktier mod 1,9 mia. kr. i 1999. De 10 mest handlede aktier i 2000 (alle var KFX-aktier) udgjorde 56 pct. af 2000-omsætningen.

Industrielskaberne havde den største fremgang på 132 pct. i 2000. Investeringselskaber gik mindst frem – dog med en stigning i omsætningen på 14 pct. KFX-aktierne bidrog med 71 pct. af al handel på Fondsbørsen i 2000. KFX-markedsværdien ultimo året var 67 pct. af den totale indekxvægtede markedsværdi.

Der var stor forskel på kursudviklingen i de forskellige brancher. Pengeinstitutter og industri var de to højdespringere med stigninger på henholdsvis 61 pct. og 58 pct. i løbet af 2000. Handel & Service og rederier oplevede et fald på 22 pct.

I 2000 introducerede Fondsbørsen to nye aktieindeks, KVX og KFMX. Størst opmærksomhed fik KVX-indekset, som indeholder vækstelskaber inden for IT-teknologi, telekommunikation, medicin og bioteknologi. Indekset nåede sit højdepunkt på 1.082,30 lige efter start. Imidlertid har KVX-indekset fulgt den globale tendens for vækstmarkeder nedad lige siden, og nåede sit laveste niveau den sidste dag i 2000 på 630,79 - et fald på 42 pct. KFMX-indekset, som er et indeks over mindre og mellemstore virksomheder, oplevede en fremgang på 16 pct. over året.

I 2000 blev otte nye selskaber introduceret, hvoraf seks af disse kom ind på KVX-markedet, mens to var resultatet af fusion og fission. Nordic Baltic Holding, (nu Nordea) blev skabt ved fusionen mellem Unidanmark og Merita Nordbanken. Novo Nordisk blev opdelt i to selskaber til et nyt børsselskab Novozymes og Novo Nordisk. 15 selskaber blev afnoteret i 2000. Heraf



blev to selskaber slettet som følge af konkurs og resten som følge af fusioner og opkøb. Ved udgangen af 2000 var der noteret i alt 235 selskaber.

6.3. Obligationsmarkedet

Obligationsomsætningen udgjorde 5.611 mia. kr. i kursværdi svarende til et fald på 22 pct. i forhold til 1999. Den gennemsnitlige daglige omsætning beløb sig til 22 mia. kr. mod 28 mia. kr. i 1999. Den repobaserede obligationsomsætning var uændret i forhold til 1999, mens handlen med statsobligationer blev reduceret med 21 pct. Omsætningen i enhedsprioritet faldt 26 pct.

Statens 6% St.lån 2009, der var benchmark i hele 2000, blev den mest handlede obligation og udgjorde knap 14 pct. af omsætningen. Dernæst fulgte 4% Stgb 2002 med knap 5 pct. og 8% St.lån 2003 med ca. 4 pct. af omsætningen. Blandt enhedsprioritetsobligationerne toppede Nykredits 6% 3C s. 2029 med godt 2 pct. af omsætningen.

Den gennemsnitlige obligationsrente lå nogenlunde stabilt i 2000 med et maksimum på 6,63 pct. i september og et minimum på 5,94 pct. i april. Renten var ved årets slutning 6,02 pct.

Danmarks Nationalbank satte de styrende renter op i løbet af 2000. Diskontoen og foliorenten blev alt i alt hævet med 1,75 procentpoint til 4,75 pct. Udlånsrenten og renten på indskudsbeviser blev løbende forhøjet med over 2 procentpoint til 5,40 pct. fra 3,30 pct.

Ultimo 2000 var der noteret danske obligationer på Københavns Fondsbørs for 2.002 mia. kr. i kursværdi, svarende til en stigning på 3 pct. i forhold til ultimo 1999. Den største obligationsgruppe var enhedsprioritet, som steg 13 pct. i forhold til 1999. Stat mv. var næststørste gruppe, som faldt med 9 pct. i forhold til 1999.

Den største obligationsserie var statens 7% St.lån 2004 med en cirkulerende mængde på 80 mia. kr. i kursværdi. Benchmarken 6% St.lån 2009 lå ultimo 2000 på en tredjeplads med 71 mia. kr. På sjettepladsen kom, som største realkreditserie, Nykredits 6% 3C s. 2029 med 57 mia. kr. i cirkulerende mængde. Også markedet for rentetilpasningslån var og er i vækst, hvilket kan tillægges renteforskellen i forhold til traditionelle realkreditlån.

6.4. FUTOP-markedet

Omsætningen i futures og optioner var i 2000 på 927.020 kontrakter, hvilket svarer til en tilbagegang på 47 pct. i forhold til 1999. Der blev i 2000 handlet 912.784 futures og 14.236 optioner. Den underliggende kursværdi var henholdsvis 40.349 mio. kr. og 1.948 mio. kr. I gennemsnit blev der handlet 3.693 kontrakter pr. børsdag.

Medlemsfortegnelse, bestyrelse, sekretariat, udvalg og ekstern repræsentation

Kapitel 7

Børsmæglerforeningen

Medlemmer

ABN AMRO Bank
Alfred Berg Bank
Alm. Brand Bank
Amagerbanken
Amtssparekassen Fyn
Arbejdernes Landsbank
Carnegie Bank
Danske Bank
Den Københavnske Bank
Enskilda Securities
Gudme Raaschou Bank
Jyske Bank
Landesbank Schleswig-Holstein Girozentrale
Midtbank
Nykredit Bank
Dexia P-H Bank Private Bank Denmark A/S
S E B
Spar Nord Bank
Svenska Handelsbanken
Sydbank
Unibank

Associeret medlem

Danmarks Nationalbank

Bestyrelsen

Adm. direktør Niels Roth (formand)
Carnegie Bank

Afdelingsdirektør Peter F. Andersen
Jyske Bank

Bankdirektør Kim Duus
Nykredit Bank

Adm. direktør Henrik Heideby
Alfred Berg Bank

Vicedirektør Kaj Østergaard Mortensen
Amtssparekassen Fyn

Direktør Henrik Normann
Danske Bank

Direktør Per Skovsted
Gudme Raaschou Bank

Underdirektør Michael Watson
Unibank

Sekretariatet

Vicedirektør Klaus Willerslev-Olsen

Afdelingschef Søren Gade

Interne udvalg

Aktieudvalget

Underdirektør Flemming Barleth
Danske Bank

Aktiechef Torben Bovien
Nykredit Bank

Aktiechef Michael Dam
Alfred Berg Bank

Chefdealer Marianne Dich
Jyske Bank



Aktiedealer Jørgen Frederiksen
Carnegie Bank

Aktiechef Peter Kubicki
Enskilda Securities

Aktiechef Anders Rasmussen
Unibank

Senior Trader Anders Storgaard
Gudme Raaschou Bank

Obligationsudvalget

Obligationschef Thor Bendixen
Carnegie Bank

Afdelingsdirektør Erik Bladt
Danske Bank

Obligationschef Lars Bolding
Sydbank

Fuldmægtig Lars Falkenberg
Danmarks Nationalbank

Underdirektør Peter Høltermand
S E B

Funktionsleder Allan Rank Jensen
Jyske Bank

Bonds Dealer Adam J. Birck Kristensen
Landesbank Schleswig-Holstein Girozentrale

Obligationschef Lars Rolighed
Spar Nord Bank

Afdelingsdirektør Søren Skov
Nykredit Bank

Obligationschef Henrik Theil
Unibank

Underdirektør Bo Øland
ABN AMRO Bank

Obligationschef Erik G. Hansen
Amtssparekassen Fyn

Investment Banking udvalget

Adm. direktør Henrik Heideby
Alfred Berg Bank

Underdirektør Gorm Praefke
Unibank

Adm. direktør Niels Roth
Carnegie Bank

Direktør Per Skovsted
Gudme Raaschou Bank

Vicedirektør Jens Peter Toft
Danske Bank

Repræsentation i eksterne udvalg

Erhvervsministeriet

Erhvervsudviklingsrådet

Valgperiode 16.10.1998 – 15.10.2001

Underdirektør Ellen Pløger
Unibank



Konkurrencestyrelsen

Konkurrencerådet

Valgperiode juni 1997 – juni 2001

Direktør Steen Leth Jeppesen
Forsikring & Pension

Suppleant:

Kontorchef Jane Emke
Forsikring & Pension

Erhvervsfremme Styrelsen

Tekniske handelshindringer i EU (Støvsugerbanden)

Kontorchef Jane Emke
Forsikring & Pension

Københavns Fondsbørs A/S

Aktieudvalget

Aktiechef Michael Dam
Alfred Berg Bank

Adm. direktør Niels Roth
Carnegie Bank

Afdelingschef Søren Gade
Børsmæglerforeningen

Obligationsudvalget

Head of fixed income Peter Høltermand
S E B

Afdelingsdirektør Erik Bladt
Danske Bank

Underdirektør Michael Watson
Unibank

Kontorchef Vibeke Kjeldsholm
Børsmæglerforeningen

Værdipapircentralen A/S

Kundeforum

Afdelingsdirektør Peter F. Andersen
Jyske Bank

Underdirektør Lise Christensen
Gudme Raaschou Bank

Fondsrådet

Valgperiode 1.1.2000 – 31.12.2003

Bankdirektør Peter Lybecker
Unibank

Adm. direktør Niels Roth
Carnegie Bank

Suppleanter:

Underdirektør Frank Fryd Petersen
BG Bank

Vicedirektør Kaj Østergaard Mortensen
Amtssparekassen Fyn

Sagkyndigt medlem af Sø- og Handelsretten

Beskikket indtil 31. december 2003

Direktør Per Skovsted
Gudme Raaschou Bank