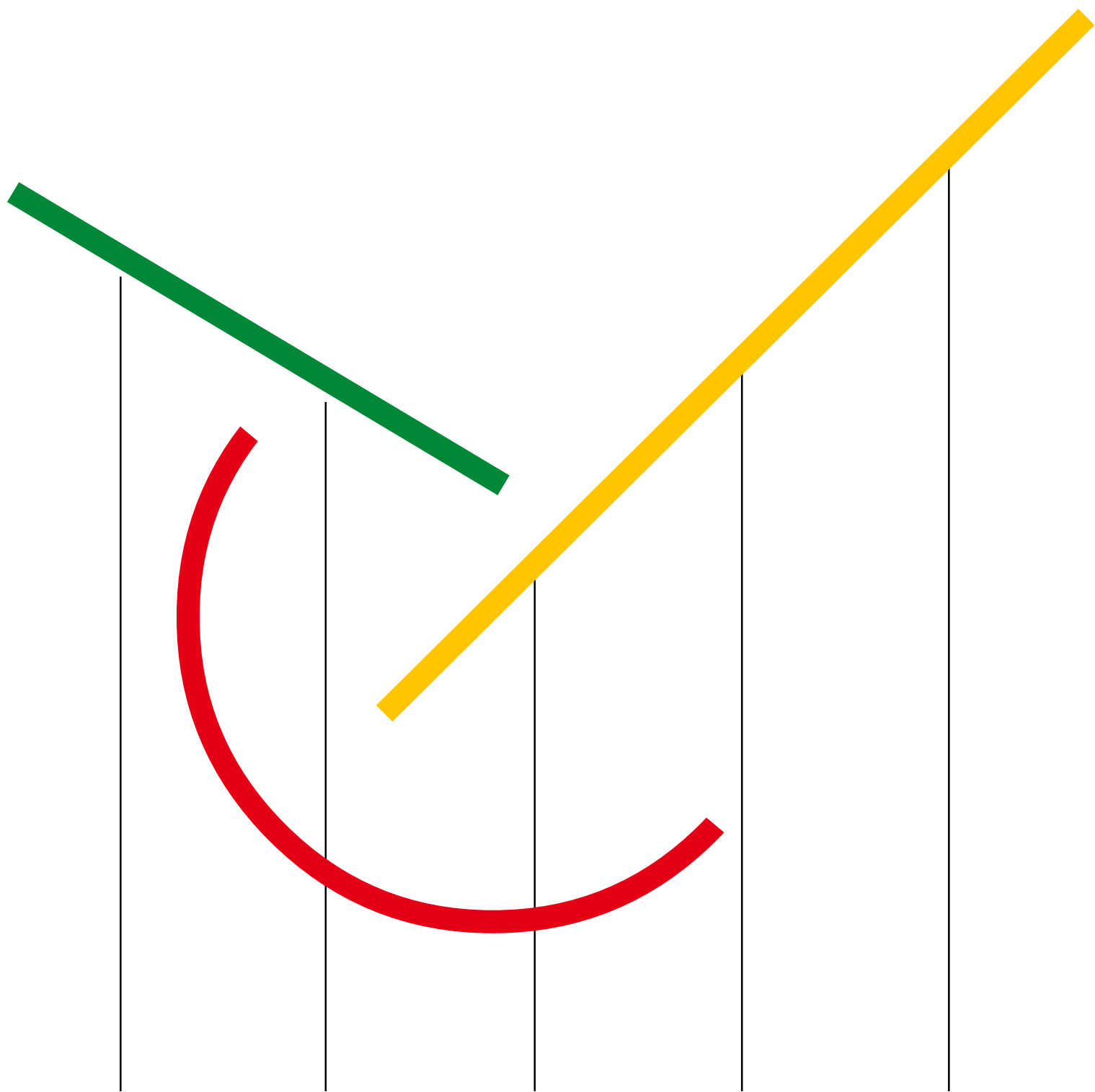
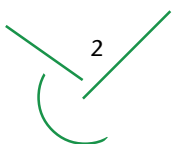


Børsmæglerforeningen

ÅRSBERETNING
1999





INDHOLD

INDHOLDSFORTEGNELSE

| | | | | | |
|------------------|--|-----------|--|-----------|------------------|
| | Formandens forord | 4 | Internationale tendenser inden for lovregulering af værdipapirhandel | 14 | KAPITEL 5 |
| KAPITEL 1 | SAXESS og NOREX-samarbejdet | 5 | Internationale tendenser inden for clearing og afvikling | 16 | KAPITEL 6 |
| | - Udviklingen i NOREX-samarbejdet | | - Scenarie for den fremtidige europæiske infrastruktur for clearing og afvikling | | |
| | - Potentielle medlemmer i NOREX | | - Forventninger til den fremtidige funktionalitet for clearing og afvikling | | |
| | - Udvikling i produkterne | | | | |
| | - Aktier | | | | |
| | - Obligationer | | | | |
| | - Derivater | | | | |
| KAPITEL 2 | Opfølgning og status på foreningens aktierapport | 7 | Forberedelse til eventuel ØMU-deltagelse | 18 | KAPITEL 7 |
| | - Rapportens anbefalinger | | | | |
| | - Gennemførte anbefalinger | | | | |
| | - Anbefalinger, som ikke er gennemført | | | | |
| KAPITEL 3 | Opfølgning og status på anbefalinger i år 2000-udvalgets rapport på børsområdet | 9 | Medlemsfortegnelse, bestyrelse, sekretariat, udvalg og ekstern repræsentation | 19 | KAPITEL 8 |
| | - Adgangen til at handle på en fondsbørs | | - Medlemmer | | |
| | - Best execution | | - Associeret medlem | | |
| | - Børspligt | | - Bestyrelsen | | |
| | - Non-par-value-aktier | | - Sekretariat | | |
| | - Mindsterentebestemmelsen | | - Interne udvalg | | |
| KAPITEL 4 | God værdipapirhandelsskik og god forretningsskik | 12 | - Repræsentation i udvalg og komiteer m.v. | | |
| | - God værdipapirhandelsskik | | - Erhvervsfremme Styrelsen | | |
| | - God forretningsskik | | - Københavns Fondsbørs A/S | | |
| | | | - Værdipapircentralen | | |
| | | | - Økonomiministeriet | | |

FORORD

FORMANDENS FORORD

Børsmæglerforeningens dagsorden har i det forløbne år været præget af den fortsatte internationalisering af værdipapirmarkederne. Særligt må det fremhæves, at NOREX-samarbejdet mellem Københavns Fondsbørs og Stockholms Fondsbørs fik reelt indhold, da den danske aktiehandel i sommeren 1999 blev lagt over på handelssystemet SAXESS. Aktiehandlen på de to børser foregår nu på et fælles handelssystem, og overgangen må betegnes som en succes. Obligationshandlen forventes også at overgå til SAXESS i løbet af det kommende år. I forbindelse med overgangen er det væsentligt, at den nuværende handelsfunktionalitet bevares.

Visionen om et fælles nordisk værdipapirmarked er endvidere blevet styrket af, at såvel Oslo Børs som den islandske børs har underskrevet en hensigtserklæring om at tilslutte sig NOREX-alliancen. Der foregår desuden forhandlinger med de baltiske lande om medlemskab. NOREX-samarbejdet skaber mulighed for en effektiv og konkurrencedygtig nordisk markedsplads til gavn for udstedere, investorer og handle.

Aktiviteten på det danske aktiemarked har i de senere år været i fremgang, hvilket er særdeles positivt. Ikke mindst har der været en stigende interesse for aktiehandel hos private investorer. De nye muligheder for handel med værdipapirer via internettet har utvivlsomt medvirket hertil. Selv om aktiviteten på det danske aktiemarked er i fremdrift, halter udviklingen herhjemme imidlertid efter den internationale udvikling. Regeringen har gentagne gange anført, at man ønsker at styrke aktiemarkedets effektivitet. Børsmæglerforeningen arbejder for dette, men efter foreningens opfattelse er det helt afgørende, at en forenkling af beskatningsreglerne for private investorers aktieafkast snarest gennemføres.

Børsmæglerforeningen har deltaget i udvalget om den finansielle sektor efter år 2000. Overordnet set er det

foreningens opfattelse, at udvalgets rapport har fået et fornuftigt udfald. Udvalget fandt det ikke hensigtsmæssigt at indføre børspligt i Danmark, hvilket Børsmæglerforeningen kan støtte. Det væsentligste for en forbedring af likviditeten på det danske aktiemarked er således ikke, hvor der handles, men om og for hvor meget der handles.

Børsmæglerforeningen deltager i en arbejdsgruppe under Fondsrådet, som har til formål at udarbejde et udkast til bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik. Det er væsentligt i den forbindelse, at bekendtgørelsen alene indeholder overordnede rammer for best execution, således at en detailregulering af værdipapirhandlen ikke kommer til at forringe mulighederne for at efterkomme investorernes ønsker.

I forbindelse med dette års generalforsamling udgiver Børsmæglerforeningen en obligationsrapport: Nye skridt på det danske obligationsmarked. Rapporten peger på, at der internationalt har været en kraftig vækst i anvendelsen af erhvervsobligationer, kreditderivater og securitisation. Markedsvæksten for disse obligationsprodukter er især båret af større fokus på shareholder value og globaliseringen af kapitalmarkederne. Rapporten peger endvidere på, at de nye produkter også med fordel kan anvendes herhjemme af både udstedere og investorer. Forudsætningerne herfor kan imidlertid forbedres, hvis der fra lovgivnings-side tages initiativer hertil, og rapporten indeholder derfor en række forslag til at fremme udbredelsen af erhvervsobligationer, kreditderivater og securitisation i Danmark.

Hvis de nye produkter får de rette rammebetingelser, kan det danske obligationsmarked befæste sin allerede høje internationale position som formidler af kapital.

Christian Clausen
Formand

Udviklingen i NOREX-samarbejdet

I sommeren 1997 underskrev Københavns Fondsbørs og Stockholms Fondsbørs en hensigtserklæring om udvikling af et fælles nordisk værdipapirmarked - NOREX. Visionen for NOREX omfatter udviklingen af ét nordisk værdipapirmarked, hvor samtlige NOREX-børsers noterede produkter, det vil sige aktier, obligationer og derivater med fordel vil kunne handles på én og samme handelsplatform. Dermed får medlemmerne af NOREX-børserne med én tilslutning handelsadgang til flere børsers produkter samtidig. I januar 1998 tiltrådte begge børser rammeaftalen for det fremtidige samarbejde, hvoraf det fremgår, at NOREX-samarbejdet forventes gennemført i flere faser. Ønsket er at skabe et fælles nordisk værdipapirmarked til gavn for udstedere, investorer og handlere. NOREX-samarbejdet er enestående, idet det er første gang, at to børser fra forskellige lande har harmoniserede regler for aktiehandel og benytter samme handelssystem. Formålet er at skabe en effektiv og konkurrencedygtig markedsplads.

Børssamarbejdet i NOREX kan anskues ud fra to synsvinkler: en geografisk og en produktmæssig. På begge områder er der sket betydelige fremskridt i løbet af 1999.

Potentielle medlemmer i NOREX

Den 30. november 1999 meddelte Københavns Fondsbørs, at der forelå en intentionsaftale med Oslo Børs, og en endelig børssamarbejdsaftale forventes underskrevet i løbet af den nærmeste fremtid. Nordmændene forventer at overføre handlen med norske værdipapirer, såvel aktier som obligationer, fra det eksisterende handelssystem til SAXESS i løbet af 2. kvartal 2001. Den islandske børs har i marts 2000 ligeledes underskrevet en hensigtserklæring med NOREX Alliancen. Med hensyn til andre potentielle medlemmer af NOREX er der fortsat forhandlinger med de baltiske lande om medlemskab.

Udvikling i produkterne

Aktier:

Første fase af implementeringen af NOREX-visionen blev iværksættelsen af det såkaldte SAXI-projekt. SAXI-projektet var Københavns og Stockholms Fondsbørs' samarbejde om en fælles platform for aktiehandlen på handelssystemet SAXESS samt ensartede handelsregler. Den 21. juni 1999 blev SAXI-projektet gennemført og implementeret, og det nye fælles handelssystem må karakteriseres som en succes. NOREX-samarbejdet forventes at øge likviditeten, idet der skabes et større marked med et øget antal bud og udbud. Endvidere betyder indførelsen af SAXESS-handelssystemet, at markedspladsen på Københavns Fondsbørs er blevet udvidet.

Obligationer:

Anden fase af implementeringen af NOREX-visionen er etableringen af et fælles handelssystem for obligationer. Sigtet er at skabe en ensartet teknisk platform for handel med obligationer i Danmark og Sverige. Derimod vil de to børser ikke udnytte den tekniske platforms muligheder på samme måde.

For Danmarks vedkommende traf Københavns Fondsbørs' bestyrelse i juni 1999 beslutning om at overføre obligationshandlen til SAXESS, og i slutningen af november 1999 blev rammerne for den fremtidige obligationshandel på SAXESS vedtaget. Dansk obligationshandel på SAXESS forventes i drift i løbet af 3. kvartal 2000, mens Stockholms Fondsbørs ventes at sætte handel på SAXESS i drift i løbet af 2. kvartal 2000.

Igennem efteråret har Børsmæglerforeningen deltaget i drøftelser med Københavns Fondsbørs og øvrige interessenter om udformningen af det fremtidige danske obligationshandelssystem. Overordnet set er handelsformen for

den svenske og danske obligationshandel forskellig, hvilket den endelige løsning bærer præg af. For Børsmæglerforeningen har formålet med drøftelserne været at sikre, at det fremtidige handelssystem i første udgave kommer til at ligne det eksisterende handelssystem i så høj grad som muligt. En 1:1 konvertering bliver der dog ikke tale om, men funktionaliteten er i høj grad identisk.

Når implementeringen af det nye handelssystem for obligationshandlen er gennemført, og når der er fundet en systemteknisk løsning for derivathandlen, vil Københavns Fondsbørs' eksisterende handelssystem ELECTRA blive lukket. Driften af de to handelssystemer - ELECTRA og SAXESS - har i overgangsperioden krævet ekstraordinært store ressourcer, som vil bortfalde, når hele handlen er samlet i et system.

Derivater:

Derivathandlens fremtidige handels- og clearingstruktur er også under overvejelse som led i NOREX-samarbejdets langsigtede vision. I slutningen af 1999 blev der nedsat en arbejdsgruppe på Københavns Fondsbørs med deltagelse fra medlemskredsen og Børsmæglerforeningen. Hovedformålet er at belyse fremtidsmulighederne for den danske derivathandel. Handlen må karakteriseres som værende af et begrænset omfang, og det indgår derfor også i arbejdsgruppens kommissorium at belyse muligheder af mere strategisk karakter. Arbejdsgruppens rapport er blevet forelagt på møde i Københavns Fondsbørs' bestyrelse medio marts 2000.

KAPITEL 2

OPFØLGNING OG STATUS PÅ FORENINGENS AKTIERAPPORT

Børsmæglerforeningen udgav i 1998 en rapport om aktiemarkedet i Danmark¹. Formålet med rapporten var at analysere det danske aktiemarked og komme med forslag til initiativer, som vil kunne forbedre markedet. Rapporten indeholdt derfor en række anbefalinger, hvoraf nogle er blevet gennemført, og andre forslag endnu ikke er blevet gennemført.

Rapportens anbefalinger

Gennemførte anbefalinger:

- Fjernelse af aktieomsætningsafgiften.
- En accept af at aktielån i skattemæssig henseende betragtes som lån.
- En regelharmonisering især blandt de deltagende lande i det nordiske børssamarbejde.
- En støtte fra myndighedernes side til etablering og udvikling af et nordisk aktiemarked i regi af NOREX-samarbejdet.
- En åben informationspolitik fra børsnoterede selskaber.
- Fastsættelse af en vejledende karenperiode for selskabets handel med egne aktier op til regnskabsaflæggelse.

Anbefalinger, som ikke er gennemført:

- En forenklet aktieindkomstbeskatning for private investorer med en fjernelse af bagatelgrænsen og treårsreglen samt indførelse af en fast skatteprocentsats med skattefrit bundfradrag med mulighed for at kunne fradrage tab i fem år.
- Sambeskatning af afkast af aktiederivater med afkast på aktier og en højere grad af symmetri i beskatningen.
- En mere hensigtsmæssig beskatningspraksis i forbindelse med selskabers køb af egne aktier.

Gennemførte anbefalinger

På skatteområdet har Folketinget gennemført en fjernelse af aktieomsætningsafgiften, og skattemyndighederne har accepteret, at aktielån i skattemæssig henseende betragtes som lån og ikke som salg, som ønsket af Børsmæglerforeningen.

Med hensyn til det nordiske samarbejde anbefalede Børsmæglerforeningen, at tilsynsmyndighederne arbejdede for en regelharmonisering, og at myndighederne aktivt støttede etableringen og udviklingen af et nordisk aktiemarked i regi af NOREX-samarbejdet. Nordisk Ministerråd har udarbejdet en rapport om det nordiske værdipapirmarked blandt andet med henblik på at analysere behovet for regelharmonisering. Dette arbejde følges op af nye arbejdsgrupper nedsat af Nordisk Ministerråd, som blandt andet undersøger behovet for en tilpasning af reglerne for registrering, clearing og afvikling af værdipapirer i de nordiske lande. Der mangler dog fortsat regelharmonisering inden for områder som f.eks. indberetningsregler og god-skik-regler, hvilket er relevant i forbindelse med det fælles handelssystem SAXESS.

Aktierapporten anbefalede også, at selskaber fører en åben informationspolitik over for aktiemarkedet. I kraft af, at reglerne om udsteders oplysningsforpligtelser er blevet skærpet af Københavns Fondsbørs i 1999, kan man forvente mere og bedre information fra de børsnoterede selskaber. Udstederreglerne indeholder blandt andet en styrket anbefaling af, at de børsnoterede selskaber anvender kvartårige regnskabsmeddelelser. Rapporten anbefalede også, at Københavns Fondsbørs fastsætter en vejledende kort karenperiode for selskabers handel med egne aktier op til regnskabsaflæggelsen. Dette er fulgt op af Københavns Fondsbørs i udstederreglerne, som indeholder en regel om, at børsnoterede selskaber i de interne retningslinier skal fastsætte en frist, indenfor hvilken handel med egne aktier ikke må finde sted. Københavns Fondsbørs anbefaler, at en sådan frist fastsættes til tre uger før offentliggørelse af selskabets årsregnskabsmeddelelse og lignende meddelelser af regnskabsmæssig karakter.

Anbefalinger, som ikke er gennemført

Det er primært anbefalinger vedrørende aktieavancebeskatningen, som fortsat er meget aktuelle, og hvor der ikke er foretaget ændringer siden aktierapporten. Børsmægler-

¹Børsmæglerforeningen: Aktiemarkedet i Danmark.

foreningen anbefalede i rapporten, at regeringen ændrer aktieindkomstbeskatningen for private investorer, således at bagatelgrænsen og treårsreglen fjernes. Det foreslås også i rapporten at indføre en fast skatteprocentsats med et skattefrit bundfradrag, og at tab kan fradrages i fem år. Denne efterlysning af en forenkling af aktieavancebeskatningen, som Børsmæglerforeningen har fremført i rapporten, bakkes op af andre fora. Såvel udvalget om den finansielle sektor efter år 2000² som Industriens Udviklingsgruppe samt regeringen anbefaler en forenkling af beskatningen af privatpersoner med henblik på at fremme aktiekulturen.

Regeringens erhvervsstrategi for de kommende 10 år fra februar 2000³ behandler blandt andet emnet: styrkelse af aktiekulturen. Regeringen anfører: „at aktiemarkedet skal være lettere tilgængeligt for den lille private opsparer, der gerne vil investere sin opsparing i aktier. Skattereglerne skal så vidt muligt skal være enkle.“ Regeringens ambition er, at det danske aktiemarked i 2005 er blandt de 10 største i OECD målt på størrelse og likviditet, og at Danmark er blandt de 10 OECD-lande, hvor der noteres flest højteknologiske virksomheder. Herudover skal udenlandske investorers handel med danske aktier være på niveau med sammenlignelige lande.

Det er Børsmæglerforeningens vurdering, at det er essentielt for udviklingen af aktiekulturen, at beskatningen af private investorers aktieafkast forenkles og en afgørende faktor for, at regeringens ambitioner for det danske aktiemarked kan realiseres. Den nuværende aktieindkomstbeskatning er yderst kompliceret og virker hæmmende for privatpersoners lyst til at investere i aktier. Treårsreglen bevirker, at der skabes et incitament for private investorer til ikke at sælge aktier før efter tre års ejerskab. Skattereglerne og ikke økonomiske faktorer bliver herved afgørende for salgstidspunktet. Bagatelgrænsen fastlåser ligeledes privates aktieinvesteringer, idet overvejelser om investeringer hæmmes af, at en investor enten skal holde et meget vågent øje med bagatelgrænsen eller alene skal anlægge en aktiebeholdning, som er i „betryggende afstand“ fra bagatelgrænsen. Dertil kommer, at selve fortolkningen af bagatelgrænsen volder betydelige forståelsesproblemer.

Desuden bør der arbejdes for, at afkast af aktiederivater sambeskattes med afkast på aktier, og at der i højere grad indføres symmetri i beskatningen. Det er beklageligt, at

der ikke er foretaget lovmæssige initiativer i denne retning. Den uhensigtsmæssige beskatning af derivater er i høj grad en medvirkende årsag til, at det danske derivatmarked er ikke-eksisterende.

Endelig blev det foreslået, at skattemyndighederne sikrer en mere hensigtsmæssig beskatningspraksis i forbindelse med selskabers køb af egne aktier, således at ligningslovens § 16 B, stk. 1, hvorefter der skal tilbageholdes udbytteskat af provenu ved tilbagesalg af aktier til det udstedende selskab, ikke skal gælde, såfremt der er tale om fondshandlers afståelse af aktier til det udstedende børsnoterede selskab. Dette forslag blev oprindeligt fulgt op i et lovforslag, som blev fremsat i november 1998. Det blev foreslået, at den dispensationsadgang, som ligningslovens § 16 B giver adgang til, hvorefter der kan opnås dispensation fra kravet om tilbageholdelse af udbytteskat, blev objektiveret for pengeinstitutter og børsmægler-selskaber. Det vil sige, at pengeinstitutter og børsmægler-selskaber fritages for at tilbageholde udbytteskat. Lovforslaget indeholdt elementer, som havde betydning for generationsskiftespørgsmål, og på grund af den politiske debat omkring generationsskifte blev blandt andet forslaget til ændring af ligningslovens § 16 B, stk. 1 taget ud af lovforslaget inden vedtagelsen. Den foreslåede ændring af ligningslovens § 16 B, stk. 1 er dog fortsat relevant og bør efter foreningens mening genfremsættes snarest.

² Betænkning nr. 1376 afgivet af Økonomiministeriets udvalg om den finansielle sektor efter år 2000. Findes på hjemmesiden: www.oem.dk

³ Regeringens nye erhvervsstrategi .dk21 - en strategi for Danmarks erhvervs politik. Findes på hjemmesiden www.dk21.em.dk

OPFØLGNING OG STATUS PÅ ANBEFALINGER I ÅR 2000-UDVALGETS RAPPORT PÅ BØRSOMRÅDET

Børsmæglerforeningen har deltaget i udvalget om den finansielle sektor efter år 2000, som afsluttede sit arbejde med en rapport i september 1999⁴. Overordnet set er det foreningens opfattelse, at rapporten har fået et fornuftigt udfald.

Udvalget behandlede i rapporten flere spørgsmål i relation til værdipapirmarkedet, herunder følgende:

Adgangen til at handle på en fondsbørs

Det er udvalgets opfattelse, at det lovfæstede forbud mod institutionelle investorers adgang til at handle direkte på en fondsbørs principielt bør erstattes af et regelsæt, der minder om det svenske. Udvalget anbefaler derfor, at det vurderes nærmere, om en fondsbørs skal kunne give tilladelse til handelsadgang for institutionelle investorer.

Gennemførte anbefalinger

• Adgangen til at handle på en fondsbørs

Udvalget anbefaler, at det vurderes nærmere, om en fondsbørs skal kunne give tilladelse til handelsadgang for institutionelle investorer. Økonomiministeren har fremsat lovforslag L 117, som indeholder en bestemmelse, hvorefter en fondsbørs får mulighed for at bestemme, at også institutionelle investorer skal have adgang til at handle direkte på en fondsbørs.

• Best execution

Udvalget anbefaler, at arbejdet med at vurdere udformningen af regler om best execution bør ske i Fondsrådets arbejdsgruppe om god værdipapirhandelsskik. Fondsrådets arbejdsgruppe er i færd med at færdiggøre et udkast til bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik og har herunder vurderet behovet for ændringer eller korrektioner til reglerne om best execution.

• Børspligt

Udvalget anbefaler, at det ikke er hensigtsmæssigt at indføre børspligt i Danmark, blandt andet under hensyn til NOREX-samarbejdet og det nye fælles handelssystem SAXESS. NOREX-samarbejdet og det fælles handelssystem SAXESS har medført, at der er skabt et større marked med et øget antal bud og udbud, og markedspladsen på Københavns Fondsbørs er blevet udvidet. Der er derfor fortsat ikke behov for indførelse af børspligt i Danmark.

Anbefalinger som ikke er gennemført

• Non-par-value-aktier

Udvalget anbefaler, at udstedelse af aktier uden beløbsangivelse (non-par-value-aktier) bør tillades. Der er endnu ikke åbnet for en sådan mulighed.

• Mindsterentebestemmelsen

Udvalget anbefaler, at det - ud fra en isoleret kapitalmarkedsbetragtning - overvejes at afskaffe mindsterenten. Der foreligger ikke forslag herom.

⁴ Betænkning nr. 1376 afgivet af Økonomiministeriets udvalg om den finansielle sektor efter år 2000. Findes på hjemmesiden: www.oem.dk

Økonomiministeren fremsatte den 2. december 1999 lovforslag L117 om ændring af lov om værdipapirhandel m.v., som blandt andet indeholder en bestemmelse, hvorefter en fondsbørs får mulighed for at bestemme, at også institutionelle investorer skal have adgang til at handle direkte på en fondsbørs. Der er i lovforslaget givet Finanstilsynet hjemmel til at fastsætte nærmere regler for optagelse af andre medlemmer til en fondsbørs. Det er overladt til økonomiministeren at fastsætte ikrafttrædelsestidspunktet for bestemmelsen om udvidelse af adgangen til medlemskab af en fondsbørs, idet den nærmere udfærdigelse af reglerne herfor vil ske efter indgående drøftelser med de involverede parter.

Det er uklart, hvorvidt der, som forudsat i rapporten, er foretaget en grundig analyse af fordele og ulemper ved at give en fondsbørs mulighed for at give adgang til institutionelle investorer. Det er Børsmæglerforeningens opfattelse, at det i høj grad er usikkert, hvorvidt en sådan adgang for institutionelle investorer overhovedet vil blive anvendt. Handelssystemet SAXESS på Københavns Fondsbørs giver mulighed for automatisk ordreformidling, således at investorer kan placere ordrer direkte på Københavns Fondsbørs' handelssystem via et børsmæglerselskab, som er medlem af Københavns Fondsbørs. Derved bliver behovet for at kunne lægge en ordre direkte ud på handelssystemet dækket. Desuden kan denne handelsform være billigere og administrativt lettere for institutionelle investorer i forhold til et medlemskab af Københavns Fondsbørs.

Det er væsentligt for Børsmæglerforeningen, at eventuelle optagelsesregler for institutionelle investorer ikke afviger væsentligt fra de krav, som stilles til værdipapirhandlere, som i henhold til de gældende regler kan få adgang til en fondsbørs. Derudover bør man nøje overveje de godkendelses- og tilsynsmæssige komplikationer ved f.eks. at frafalde kravet om et „europæisk pas“.

Best execution

Der har i udvalget været rejst spørgsmål om, hvorvidt de nuværende regler om best execution - som indebærer, at kunder skal have de bedste betingelser ved udførelse af

ordrer, herunder den bedst mulige pris - på tilfredsstillende vis beskytter kunderne. Fondsrådet kan i henhold til værdipapirhandelsloven udstede en bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik, herunder regler om best execution. Fondsrådet har på baggrund heraf nedsat en arbejdsgruppe, som skal udarbejde et udkast til bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik. Udvalget ønsker derfor, at arbejdet med at vurdere, hvorvidt der er behov for ændringer eller korrektioner til reglerne om best execution, skal foregå i Fondsrådets arbejdsgruppe. Udvalget anbefaler, at arbejdsgruppen snarest færdiggør sit arbejde, jf. kapitel 4.

Børspligt

Udvalget overvejede, hvorvidt der burde indføres en lovmæssig børspligt, således at der skal handles på Københavns Fondsbørs' systemer. Udvalget konkluderer, at det ikke er hensigtsmæssigt at indføre børspligt i Danmark blandt andet under hensyn til NOREX-samarbejdet og det nye fælles handelssystem SAXESS. Udvalget slår dog også fast, at det nøje bør følges, i hvilken udstrækning NOREX-samarbejdet bidrager til øget likviditet og dermed konkurrencedygtige markeder.

Børsmæglerforeningen ønsker ligesom udstedere og investorer en øget likviditet, en effektiv prisfastsættelse og gennemsigtighed på det danske marked. Det væsentlige i forbindelse med øget likviditet er imidlertid ikke, hvor der handles, men om og for hvor meget, der handles. At tvinge mæglerne til at handle over systemet løser ikke de likviditetsmæssige problemer, som det danske aktiemarked står overfor.

Den relativt beskedne likviditet på det danske marked skyldes en række forskellige faktorer såsom den skatte- og afgiftsmæssige behandling af aktie- og derivatmarkedet, at Danmark er et randmarked for internationale investorer, at den danske virksomhedsstruktur er præget af små og mellemstore virksomheder fremfor store virksomheder, at en dansk aktiekultur først langsomt er ved at blive etableret, og at en relativt stor del af aktierne ligger fast hos større investorer m.v.

Der er iværksat tiltag, som skal forbedre likviditeten. Det nordiske børssamarbejde NOREX forventes at øge likviditeten, idet der skabes et større marked med et øget antal bud og udbud. Endvidere betyder indførelsen af SAXESS-handelssystemet, at markedspladsen på Københavns Fondsbørs er blevet udvidet. Der findes ingen nemme løsninger eller enkeltstående regelændringer, der kan forbedre markedet. Der er behov for indsats på en bred vifte af områder, og Børsmæglerforeningen deltager gerne i tiltag, der kan forbedre markedet.

Non-par-value-aktier

Udvalget anbefaler i rapporten, at udstedelse af aktier uden beløbsangivelse (non-par-value aktier) bør tillades. Erhvervsministeriet overvejer i øjeblikket problemstillingen. Børsmæglerforeningen imødeser, at denne mulighed for udstedelse bliver gennemført.

Mindsterentebestemmelsen

Udvalget anbefaler, at det - ud fra en isoleret kapitalmarkedsbetragtning - overvejes at afskaffe mindsterenten. Baggrunden for denne anbefaling er, at der i perioder med ændringer i renteniveauet er blevet åbnet mange og dermed mindre obligationsserier. Derved skabes der risiko for illikvide serier. Derudover vil det i praksis være svært at opretholde den nuværende mindsterenteregulering for alle eurofordringer, såfremt Danmark kommer til at deltage i ØMU'en, og der dermed skal ske overgang til euro.

Børsmæglerforeningen anbefaler derfor, at der snarest sker en afklaring af mindsterentebestemmelsen, såfremt Danmark vælger at deltage i euroen. Den manglende afklaring skaber usikkerhed blandt de private investorer, jf. Børsmæglerforeningens obligationsrapport fra 2000⁵.

⁵ Børsmæglerforeningens obligationsrapport fra 2000: Nye skridt på det danske obligationsmarked.

KAPITEL 4

GOD VÆRDIPAPIRHANDELSSKIK OG GOD FORRETNINGSSKIK

Børsmæglerforeningen arbejder til stadighed for et effektivt og velfungerende dansk værdipapirmarked. I det forgangne år har forbrugerbeskyttelsen ved handel med værdipapirer og likviditeten i det danske marked været genstand for en del drøftelser.

Det er Børsmæglerforeningens vurdering, at der generelt eksisterer lovgivningsmæssige rammer, som sikrer den nødvendige balance mellem beskyttelsesregler for investorer og markedets mulighed for at fungere effektivt.

Værdipapirhandelsloven indeholder flere bestemmelser, som har til formål at sikre investorerne betryggende forhold ved handel med værdipapirer. Værdipapirhandelsloven indeholder således en generalklausul om god værdipapirhandelsskik. Som supplement hertil indeholder værdipapirhandelsloven bestemmelser om god forretningsskik for værdipapirhandlere.

God værdipapirhandelsskik

Fondsrådet kan i henhold til værdipapirhandelsloven udstede en bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik, og Fondsrådet har i den forbindelse nedsat en arbejdsgruppe, hvor Børsmæglerforeningen deltager. Arbejdsgruppen har til opgave med baggrund i de af Københavns Fondsbørs fastsatte børsetiske regler om best execution at udarbejde et udkast til bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik. Gruppen skal desuden gennemgå Københavns Fondsbørs' erfaringer med reglerne om best execution og overveje, hvorvidt der er behov for ændringer eller korrektioner.

Best execution indebærer, at kunderne skal have de bedst mulige betingelser i forbindelse med værdipapirhandel under hensyntagen til alle relevante omstændigheder. Det er Børsmæglerforeningens opfattelse, at en bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik alene bør indeholde over-

ordnede rammer for best execution såsom rammerne for afregning af værdipapirhandel og oplysningskrav på handelsnotaer m.v. Det vil derimod være uhensigtsmæssigt at søge at detailregulere værdipapirhandel, således at mulighederne for at efterkomme investorenes ønsker forringes.

I forbindelse med indførelsen af det nye handelssystem SAXESS er der åbnet for nye handelsformer, og investorerne har fået bedre mulighed for at lægge ordrer direkte ud på handelssystemet via automatisk ordreformidling. Hermed har private investorer fået nye handelsmuligheder. Mange investorer foretrækker imidlertid at foretage „strakshandel“ eller at handle til „gennemsnitskurs“. Børsmæglerforeningen finder det vigtigt, at de forskellige handelsformer ligestilles, således at kunderne kan vælge efter behov.

Det er endvidere centralt, at god-skik-regler ikke nødvendigvis væsentlige tekniske omlægninger. Eksempelvis er det vigtigt, at krav om oplysninger på notaer fastsættes på en hensigtsmæssig måde. Overdrevede krav vil blandt andet forvolde problemer for mindre værdipapirhandlere.

Det er også af betydning, at god-skik-regler fastsættes på grundlag af udførlige analyser af markedet. Herunder bør der tages hensyn til, at det danske obligationsmarked er unikt. Det bør undgås, at nye regler tilskynder, at markedet forringes eller flyttes til udlandet.

God forretningsskik

Finanstilsynet har tilkendegivet, at man vil udarbejde en bekendtgørelse om god forretningsskik i henhold til værdipapirhandelslovens §§ 5 og 6. Bekendtgørelsen skal indeholde regler om, hvorledes en værdipapirhandlers virksomhed skal indrettes og ledes med henblik på at beskytte kunderne og de aktiver, som værdipapirhandleren besid-

der på kunders vegne. Bekendtgørelsen skal også indeholde regler om, hvorledes en værdipapirhandler skal optræde i forbindelse med udførelsen af værdipapirhandel for kunderne.

Den europæiske sammenslutning af børstilsyn (FESCO) har nedsat en arbejdsgruppe, som har til formål at udarbejde et forslag til harmonisering af regler for god forretningsskik for værdipapirhandlere i henhold til investeringsservicedirektivets artikel 11. FESCO-arbejdsgruppen er i den forbindelse nået til enighed om et forslag til kategorisering af investorer. Forslaget indebærer, at en investor, som har den fornødne viden og erfaring, har mulighed for at fravælge visse investorbeskyttelsesregler. Tilsynet vil sandsynligvis basere en bekendtgørelse om god forretningsskik på FESCO's forslag til definition af investorer.

Det er væsentligt for Børsmæglerforeningen, at en bekendtgørelse om god forretningsskik udformes således, at reglerne er operationelle og ikke-bureaukratiske. Det er således væsentligt, at der ikke opstår nye hindringer for den ikke-professionelle investors handelsmuligheder. Imidlertid ser FESCO's forslag til kategorisering af investorer ikke ud til at opfylde disse krav.

KAPITEL 5

INTERNATIONALE TENDENSER INDEN FOR LOVREGULERING AF VÆRDIPAPIRHANDEL

Europakommissionen fremsatte i maj 1999 den såkaldte „Action Plan for Financial Services“, som blandt andet opstiller en række prioriterede indsatsområder inden for reguleringen af kapitalmarkeder, herunder en foreløbig tidsplan for gennemførelse af disse. På baggrund heraf har Kommissionen nedsat en række såkaldte „Forum Groups“ med nationale eksperter, som har til formål at give input til Kommissionen vedrørende de prioriterede indsatsområder.

En af disse Forum Groups har til formål at undersøge behovet for en revision af investeringsservicedirektivet (ISD). ISD indeholder blandt andet bestemmelser om gensidig anerkendelse, hjemlandskontrol, liberalisering af adgangen til medlemskab af værtslandets børser m.v. samt minimumsregler for indberetning og gennemsigtighed. Arbejdet skal resultere i en såkaldt „Grøn bog“, som forventes at blive offentliggjort i løbet af sommeren. Denne Forum Group skal blandt andet overveje følgende emner:

- En vurdering af behovet for at ændre ISD.
- En vurdering af, om bestemmelserne om adskillelse af kundemidler fungerer efter hensigten.
- Muligheden for at præcisere betingelserne for at blive et såkaldt „Regulated Market“.
- En analyse af muligheden for at fastsætte minimumsstandarder for „Clearing and Settlement Organisations“.
- Undersøgelse af muligheden for at blive fjernmedlem af „Regulated Markets“.
- En vurdering af, hvad der sker inden for området for de såkaldte „Alternative Trading Systems“ (ATs) og behovet for regulering heraf.

Kommissionen har endvidere nedsat en Forum Group, som skal udarbejde input til et forslag til EU-direktiv vedrørende markedsmanipulation. Det er hensigten, at et direktivforslag skal fremsættes inden udgangen af 2000.

Desuden er der nedsat en Forum Group om grænseoverskridende anvendelse af sikkerhedsstillelse. Denne gruppe skal blandt andet se på, hvilket lands ret som finder anvendelse i forbindelse med grænseoverskridende sikkerhedsstillelse. Kommissionen har fastsat, at dette arbejde skal resultere i et direktivforslag inden udgangen af 2000.

FESCO (den europæiske sammenslutning af børstilsyn) har vedtaget flere forskellige „standarder“ inden for værdipapirhandelsområdet, blandt andet med henblik på at give input til Kommissionens revision af ISD. Standarderne er udtryk for forslag til harmonisering af regler inden for værdipapirhandelsområdet, og det er formålet, at hvert enkelt lands børstilsyn skal implementere eller søge at implementere disse standarder i deres hjemland. FESCO har for eksempel vedtaget standarder om „Regulated Market“ og „Market Conducts for Participants in an Offering“.

FESCO arbejder desuden på en standard vedrørende god forretningskik, hvor et af de primære formål er at få fastlagt en kategorisering af investorer, jf. kapitel 4. Investorerne skal deles op efter nærmere bestemte kriterier, således at de investorer, som kan karakteriseres som professionelle, ikke er underlagt de samme beskyttelsesregler som investorer, der er mindre og ikke har det samme vidensniveau og erfaring. Et forslag til kategorisering af investorer er blevet vedtaget af FESCO i marts 2000. Forslaget vil blive sendt til Europakommissionen, som har planlagt at udsende en såkaldt „meddelelse“ om definitionen på større og mindre investorer og anvendelsen af god forretningskik.

Derudover vil FESCO udarbejde et notat til Kommissionen vedrørende ATs. FESCO har foretaget en høring hos markedsaktørerne med henblik på at vurdere behovet for

regulering af ATSs og i givet fald, hvorledes en sådan regulering skal udformes. FESCO har til hensigt at afrapportere til Kommissionen i maj 2000.

Nordisk Ministerråd nedsatte i 1998 en styregruppe, der skulle foretage en udredning af forudsætningerne for øget samarbejde mellem de nordiske børser samt mellem de nordiske og baltiske børser. Dette resulterede i 1999 i rapporten „Förutsättningar för ökat nordisk och nordiskt-baltiskt börsamarbete“. Rapporten bliver i øjeblikket fulgt op via en høring af markedets organisationer om deres synspunkter på konklusionerne i rapporten. Formålet med høringen er blandt andet at vurdere behovet for regelharmonisering i de nordiske og baltiske lande.

INTERNATIONALE TENDENSER

INDEN FOR CLEARING OG AFVIKLING

Scenarie for den fremtidige europæiske infrastruktur for clearing og afvikling

Den europæiske infrastruktur for clearing og afvikling af værdipapirhandel er kendetegnet ved, at hvert land har sin egen værdipapircentral. En fortsat markant vækst i den grænseoverskridende handel skaber imidlertid behov for at effektivisere den europæiske infrastruktur for clearing og afvikling.

Der er flere vurderinger og ønsker til udviklingen inden for clearing- og afviklingsområdet. En vurdering er, at antallet af værdipapirafviklingsystemer vil blive reduceret som følge af de hermed forbundne omkostningsbesparelser. Der er også fremsat ønsker fra markedsaktører om, at der skabes fælles systembrugergrænseflader, så børsmæglerne kan reducere antallet af systemer til opkobling på de europæiske værdipapircentraler. Endvidere er det et ofte fremsat ønske, at det billigt og effektivt bliver muligt at kunne bruge aktiver til sikkerhedsstillelse for likviditet uafhængigt af, hvor henholdsvis aktiverne befinder sig, og hvor likviditeten ønskes benyttet. Endelig har nogle markedsaktører fremsat ønske om, at det helt eller delvist bliver muligt at foretage netting på europæisk plan, så der kan opnås en reduktion i likviditetsbehovet.

Der er blandt markedsdeltagerne flere bud på, hvordan denne effektivisering af den europæiske infrastruktur kan opnås, hvoraf de væsentligste vurderes at være:

- **„Cykelhjuls“-løsning**, hvor en central pan-europæisk værdipapircentral som minimum står for håndteringen af de største europæiske værdipapirer. De nationale værdipapircentraler kan eventuelt være koblet på via et link, hvor de håndterer værdipapirafvikling af mindre lokale værdipapirer.
- **„Mikado“-løsning**, hvor de nationale værdipapircentraler i Europa etablerer effektive links med hinanden - uden at der er noget centrum i systemet. Eventuelt kan mikadoløsningen kombineres med fusion på regionalt plan mellem værdipapircentraler. Et eksempel kunne være en nordisk værdipapircentral.

Det er ikke muligt at komme med et klart bud på, hvilken løsning der vil blive mest udbredt. Cykelhjulsløsningen kræver en større grad af samordning af det juridiske regelsæt/standarder blandt landene og vil af den grund kræve en længere forberedelsesfase, hvorimod mikadoløsningen kan indføres gradvist og afstemmes efter lokale behov.

Forventninger til den fremtidige funktionalitet for clearing og afvikling

Omfanget af grænseoverskridende handler i Europa er steget markant. Det skyldes blandt andet indførelsen af euroen. Antallet af markedsdeltagere, der opererer i forskellige lande, er dermed øget væsentligt, hvilket besværliggør markedsdeltagernes mulighed for at vurdere risici på modparterne i markedet. Derudover er der et øget behov hos markedsdeltagerne for at have likviditet til rådighed i en række forskellige landes værdipapircentraler - indtil værdipapircentralerne eventuelt fusionerer/går i systemmæssige alliancer - for at kunne gennemføre de grænseoverskridende handler.

Med henblik på at mindske det stærkt stigende likviditetsbehov blandt markedsdeltagerne samt i højere grad at gøre det muligt at afdække sine risici har der været fremsat ønsker om at kunne nette handler og at kunne foretage denne netting i et system med en central modpart. Hermed vil risikoen være over for den (kendte) centrale mod-

part og ikke over for en ukendt børsmægler. Endvidere vil indførelsen af en central modpart indebære, at der kan handles anonymt i markedet, hvilket mange markedsdeltagere foretrækker, da kurspåvirkningen derved kan være mindre ved større handler.

Sluttelig har der blandt nogle børsmæglere i Europa været udtrykt et ønske om at afkorte perioden, fra en handel indgås, og til den afvikles. I dag er perioden typisk på tre dage, kaldet T+3. Nogle markedsdeltagere ser gerne perioden bragt ned til én dag, T+1, for at minimere risikoen i markedet og øge likviditeten.

Det vil være usandsynligt, at T+1 kan gennemføres på kort sigt, da det vil kræve meget effektive systemer til håndtering af de elektroniske værdipapirer og effektive links mellem de involverede værdipapircentraler. Indførelse af T+1 vil derudover sandsynligvis kræve en effektiv, automatisk værdipapirlåneordning i forbindelse med afviklingen.

KAPITEL 7

FORBEREDELSE

TIL EVENTUEL ØMU-DELTAGELSE

Hvis det besluttes at indføre euroen i Danmark, vil det være den finansielle sektors opgave - herunder Børsmæglerforeningens - at medvirke til, at overgangen til euroen foregår så sikkert og gnidningsfrit som muligt. Fra politisk side - jf. Økonomiministeriets rapport fra december 1999⁶ - kan der kun forventes afsat omkring et år fra en eventuel folkeafstemning, og til euroen indføres. Det giver blandt andet pengeinstitutterne meget kort tid til at omlægge sine systemer. Den finansielle sektor har derfor iværksat en række forberedende tiltag for at klarlægge, hvad en overgang til euroen indebærer, og hvordan en eventuel overgang bør foregå.

Dette forberedende arbejde foregår blandt andet i en række ØMU-arbejdsgrupper, der blev genaktiveret i efteråret 1999. I ØMU-arbejdsgruppen vedrørende registrering og afvikling - i regi af Værdipapircentralen - undersøges i øjeblikket de tekniske muligheder for, hvordan selve overgangen til euro i registrerings- og afviklings-systemerne kan foregå, herunder om det vil kræve ekstraordinære lukkedage i Værdipapircentralen. Der forventes en foreløbig statusrapport fra denne arbejdsgruppe inden sommeren 2000. I ØMU-arbejdsgruppen vedrørende handel og prisstillelse - i regi af Københavns Fondsbørs - søges det klarlagt, hvorledes handel og prisstillelse på Københavns Fondsbørs i givet fald vil kunne foregå ved selve overgangen til euroen og i perioden indtil euroen er endeligt indført som valuta. Det forudsættes i den forbindelse, at alle danske produkter handles på SAXESS. En statusrapport herom forventes inden sommeren 2000.

Endvidere blev der i foråret 1999 nedsat en ØMU-arbejdsgruppe i regi af Nationalbanken med det formål at få belyst tekniske aspekter af betydning for det danske obligationsmarked i tilfælde af indførelse af euroen i Danmark. Arbejdet udmøntede sig i en rapport fra Nationalbanken fra januar 2000⁷. I Nationalbankens rapport blev det blandt andet anbefalet at redenominere alle obligationer så hurtigt som muligt, gerne om muligt på selve overgangstidspunktet. Nationalbanken har derudover etableret et ØMU-projekt i februar 2000 med henblik på at klarlægge, hvorledes Nationalbankens systemer kan tilpasses i relation til værdipapirhandelsafvikling og betalingsformidling. Dette arbejde forventes afsluttet senest i september 2000.

Det er af afgørende betydning, at markedskonventionerne på det danske marked er tilpasset de markedskonventioner, der gælder i euroområdet. Det er derfor besluttet at omlægge markedskonventionerne for ex-kupon periode samt udtrækning og rentekonvention. Omlægningen medfører, at ex-kupon perioden afskaffes, at der fremover ved en udtrækning i en given obligationsserie vil blive udtrukket præcist samme andel fra alle beholdninger i stedet for den lotteribaserede metode, samt at beregning af tilskreven rente vil blive baseret på faktisk/faktisk mod i dag 30/360. Vedrørende termins- og repokontrakter vil der kunne tages højde for de nye markedskonventioner fra den 7. august 2000.

⁶ Økonomiministeriets rapport: Redegørelse for overgangen til euroen i tilfælde af dansk deltagelse. Findes på hjemmesiden: www.oem.dk

⁷ Nationalbankens rapport: Konsekvenser for det danske obligationsmarked i forbindelse med Danmarks eventuelle indførelse af euroen. Tekniske overvejelser. Findes på hjemmesiden: www.nationalbanken.dk

KAPITEL 8

MEDLEMSFORTEGNELSE, BESTYRELSE, SEKRETARIAT, UDVALG OG EKSTERN REPRÆSENTATION

BØRSMÆGLER- FORENINGEN OVERSIGT

Medlemmer

ABN AMRO Bank
Alfred Berg Bank
Alm. Brand Bank
Amtssparekassen Fyn
Arbejdernes Landsbank
BG Bank
Carnegie Bank
Den Danske Bank
Den Københavnske Bank
Enskilda Securities
GP Børsmæglerselskab
Gudme Raaschou Bank
Jyske Bank
Landesbank Schleswig-Holstein
Girozentrale
Midtbank
Nykredit Bank
P-H Bank
SEB
Skandinaviska Enskilda Banken (SEB)
Spar Nord Bank
Svenska Handelsbanken
Sydbank
Unibank

Associeret medlem

Danmarks Nationalbank

Bestyrelsen

Bankdirektør Christian Clausen
(formand)
Unibank

Adm. direktør Niels Roth
(næstformand)
Carnegie Bank

Afdelingsdirektør Peter F. Andersen
Jyske Bank

Bankdirektør Kim Duus
Nykredit Bank

Adm. direktør Henrik Heideby
Alfred Berg Bank

Direktør Mads Jacobsen
Den Danske Bank

Direktør Søren Kaare-Andersen
BG Bank

Vicedirektør Kaj Østergaard Mortensen
Amtssparekassen Fyn

Direktør Per Skovsted
Gudme Raaschou Bank

Sekretariat

Vicedirektør Klaus Willerslev-Olsen

Afdelingschef Søren Gade

Interne udvalg

Aktieudvalget

Underdirektør Claus Andersen
BG Bank

Underdirektør Flemming Barleth
Den Danske Bank

Aktiechef Michael Dam
Alfred Berg Bank

Chefdealer Marianne Dich
Jyske Bank

Aktiedealer Jørgen Frederiksen
Carnegie Bank

Aktiechef Lars Perch-Nielsen
Gudme Raaschou Bank

Aktiechef Anders Rasmussen
Unibank

Chefkunderrådgiver Niels Retbøll
Nykredit Bank

Senior Trader Anders Storgaard
Gudme Raaschou Bank

Obligationsudvalget

Head of Bonds Niels Aavild
Landesbank Schleswig-Holstein
Girozentrale

Obligationschef Thor Bendixen
Carnegie Bank

Afdelingsdirektør Erik Bladt
BG Bank

Obligationschef Lars Bolding
Sydbank

Afdelingschef Mogens Dalhoff
Den Danske Bank

Fuldmægtig Lars Falkenberg
Danmarks Nationalbank

Underdirektør Peter Høltermand
S E B

Funktionsleder Allan Rank Jensen
Jyske Bank

Obligationschef Lars Rolighed
Spar Nord Bank

Chief Dealer Søren Skov
Nykredit Bank

Underdirektør Michael Watson
Unibank

Underdirektør Bo Øland
ABN AMRO Bank

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
Den Danske Bank

Repræsentation i udvalg og komiteer m.v.

Erhvervsministeriet

Erhvervsudviklingsrådet
Valgperiode 16.10.1998 - 15.10.2001

Afdelingsdirektør Ellen Pløger
Unibank

Konkurrencestyrelsen

Konkurrencerådet

Valgperiode juni 1997 - juni 2001

Direktør Steen Leth Jeppesen

Forsikring & Pension

Suppleant:

Kontorchef Jane Emke

Forsikring & Pension

Udvalget vedrørende

rådgivningsansvar

Afdelingschef Niels Neergaard

Børsmæglerforeningen

Erhvervsfremme Styrelsen

Teknisk 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

Underdirektør Lars Kofoed

ABN AMRO Bank

Underdirektør Michael Nørgaard

Den Danske Bank

Kontorchef Vibeke Kjeldsholm

Børsmæglerforeningen

Værdipapircentralen

Bestyrelsen

Valgperiode 1.7.1998 - 30.6.2001

Afdelingsdirektør Peter F. Andersen
Jyske Bank

Suppleant:

Direktør Jørgen Reske-Nielsen

Regionale Bankers Forening

Koordinationsudvalget

Afdelingschef Ole Bjerre

BG Bank

Underdirektør Lise Christensen

Gudme Raaschou Bank

Økonomiministeriet

Det finansielle kontaktudvalg

Bankdirektør Christian Clausen

Unibank

Fondsrådet

Valgperiode 1.1.2000 - 31.12.2003

Bankdirektør Peter Lybecker

Unibank

Adm. direktør Niels Roth

Carnegie Bank

Suppleanter:

Bankdirektør Torkel Olrik

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