

**Bestyrelsens mundtlige beretning ved formanden,
adm. direktør Niels Roth, Carnegie Bank,
aflagt på Børsmæglerforeningens ordinære
generalforsamling den 20. marts 2002**

Velkomst

Det er mig en glæde at kunne byde velkommen til den åbne del af Børsmæglerforeningens ordinære generalforsamling. Velkommen til vore indbudte gæster fra den politiske verden, ministerier og andre myndigheder og fra de organisationer og virksomheder, vi samarbejder med. En særlig velkomst skal lyde til finansdirektør Per Bremer Rasmussen, Økonomi- og Erhvervsministeriet, som vil holde et indlæg om udfordringerne i den økonomiske politik, regeringens vækststrategi og om ændringerne i den finansielle lovgivning. Endelig en særlig velkomst til bestyrelsesformand Mads Øvlisen, Novo Nordisk, som vil holde et indlæg om Corporate Governance og Nørbyudvalgets anbefalinger hertil.

Inden jeg aflægger den mundtlige beretning, vil jeg overlade talerstolen til Søren Jenstrup, der vil orientere om den lukkede del af generalforsamlingen.

Anbefalinger til regulering af corporate finance- og aktieanalyseaktiviteter samt medarbejderhandel

På sidste års generalforsamling annoncerede vi, at Børsmæglerforeningen ville igangsætte en diskussion og analyse af regler og branchekutymere på områderne Corporate Finance, aktieanalyse og de involverede medarbejders aktiehandel. Udgangspunktet er, at der mellem disse områder er mulighed for interessekonflikter, som kræver en særlig bevågenhed. Dette arbejde har mundet ud i, at

Børsmæglerforeningen har besluttet at udsende et sæt anbefalinger til medlemmerne, som omhandler disse områder.

Side 2

Inden Børsmæglerforeningen traf beslutning om udsendelse af de nye anbefalinger, har foreningen nøje overvejet, om der var et egentligt behov herfor. På mange områder er det jo sådan, at virksomhedernes interne regler er forud for diverse eksterne regler og anbefalinger. Og netop inden for Corporate Finance og aktieanalyseområdet samt hvad angår spørgsmålet om medarbejdernes egenhandel, er mange af medlemsvirksomhederne allerede kommet langt – og i mange tilfælde er foreningens nye anbefalinger allerede implementeret for længst.

Dertil kommer, at det ofte er sådan, at markedet selv løser problemerne, og vores vurdering er, at det netop tit er tilfældet på disse områder. Eksempelvis vil investorerne ofte vide, at investment banken eller pågældende rådgiver har været involveret i forudgående rådgivning af selskabet, hvorfor der mere er tale om forretningsmæssige aspekter frem for reguleringsmæssige forhold.

Problemerne er derfor i praksis mindre, end diverse pressehistorier fortæller. I denne forbindelse er det værd at bemærke, at debatten i medierne ikke mindst udspringer af, at man i kølvandet på den bristede IT boble har haft en række kedelige sager i USA, hvor der tilsyneladende har været interessekonfliktproblemer hos flere investment banker. Heldigvis har vi herhjemme været forskånet for sager af samme karakter, som det man har set i USA.

Når vi alligevel har valgt at udstede retningslinjer på området, så skyldes det en række forhold, som jeg vil komme ind på i det følgende.

Baggrund og formål (slide 1-3)

Side 3

Værdipapirmarkedene er i høj grad præget af internationaliseringen – og det faktum er vi bedst tjent med at indrette vores markedsplads efter. Når lande som USA, England og Sverige indfører egentlige branchestandarder, og som vi i øvrigt kan tilslutte os for en stor dels vedkommende, så bør vi også følge med, vel og mærke i et omfang, der er afpasset til danske forhold. Seneste skud på stammen fra USA er tiltag fra National Association of Securities Dealers samt New York Stock Exchange, der i februar offentliggjorde en række anbefalinger til regulering af potentielle interessekonflikter. Tilpasning til international standard er således en af årsagerne.

Selv om vi ikke hidtil har haft fælles branchestandarder på området, må dette ikke forveksles med, at der ikke allerede er regler eller standarder i kraft – også ud over dem, der direkte følger af lovgivningen. Som nævnt før har hovedparten af investment bankerne i Danmark allerede egne regler på området. Et væsentligt formål med anbefalingerne er derfor at skabe en fælles referenceramme blandt Børsmæglerforeningens medlemmer.

Anbefalingerne er en form for selvregulering, og der er her en linje over til de anbefalinger, som Nørby-udvalget er kommet med vedrørende Corporate Governance, som vi vil høre mere om senere i dag. Frem for en egentlig retlig regulering har selvregulering den fordel, at den giver mulighed for en mere fleksibel og dynamisk regulering. Både de danske myndigheder og EU har stigende fokus på området, og det er vores opfattelse, at Børsmæglerforeningens initiativ tilfredsstillende nuværende behov for og krav til regulering på området.

At vi nu harmoniserer en del interne regler i virksomhederne og gør dem til branchestandarder betyder, at offentligheden får

kendskab til disse. Vores anbefalinger skal således også medvirke til at afmystificere debatten.

Side 4

Af hensyn hertil kan det være en god idé at forklare lidt om, hvordan samarbejdet mellem analytikere og en Corporate Finance afdeling fungerer, og hvorfor der er et samarbejde mellem disse.

Jeg vil godt understrege, at et samarbejde mellem Corporate Finance- og aktieanalyseområdet hos en investment bank er naturligt, da det bidrager positivt til kvaliteten af Corporate Finance områdets arbejde. Den ofte vidtgående viden, som en analytiker besidder om et selskab eller en industri, kan i visse situationer bidrage med betydelig værdi til en transaktion. Og dette kommer også investorerne til gode. Det er en selvfølge, at organisationen skal have klare retningslinier for, hvordan dette samarbejde skal foregå.

Når en analytiker bliver involveret som intern rådgiver og konsulent for Corporate Finance teamet, skal der her skelnes mellem samarbejde med eller uden wall crossing. Wall crossing betyder, at en ikke-insider midlertidigt bliver gjort til insider, altså får indsigt i en CF-transaktion og omfattes i kraft heraf af en række restriktioner. En medarbejder er ikke længere wall crossed, når den interne viden er offentliggjort eller ikke længere har betydning for markedet.

Samarbejde uden wall crossing

Hvis Corporate Finance eksempelvis ønsker at opnå rådgivnings- og formidlingsopgaven som led i en børsintroduktion, vil analytikeren typisk blive anmodet om at bidrage med sin brancheekspertise og sin indsigt i markedstrends og udviklingstendenser til at positionere selskabet og fremkomme med forslag til markedsbeskrivelse af dette.

I sådanne situationer er den interne rådgivning begrænset til "one-way in nature", dvs., at analytikeren bibringer Corporate Finance information, men at det omvendte ikke er tilfældet.

I relation til eksemplet med en rådgivningsopgave som led i en børsintroduktion, kan det nævnes, at i forbindelse med netop en sådan proces er problemet med wall crossing typisk mindre relevant, idet det typisk drejer sig om selskaber, som ikke er genstand for offentlig handel – heller ikke indirekte – og der er vel næppe noget tidspunkt for et noteret selskab, hvor der er så omfattende information til rådighed for markedet som netop i børsprospektet.

Samarbejde med wall crossing

Hvis det er vigtigt for kvaliteten af rådgivningen, at analytikeren modtager intern/fortrolig viden, skal analytikeren wall crosses.

Wall crossing kan fx ske i forbindelse med en endnu ikke offentliggjort Corporate Finance transaktion, hvor det vil være en stor hjælp i processen for Corporate Finance afdelingen, at

- få viden om en given virksomhed eller branche, som analytikeren fra handelsafdelingen er i besiddelse af.

Samlet set skal anbefalingerne styrke tilliden til værdipapirmarkedet.

Oversigt over anbefalingerne (slide 4)

Sammenlignet med fx Sverige er vores anbefalinger ganske omfattende, og vi har valgt at udarbejde anbefalinger på følgende områder, jf. også det materiale, I har fået udleveret:

- Chinese Walls
- Aktieanalyseområdet

- Medarbejderhandel

Side 6

Chinese Walls (Slide 5)

På dette område har vi lavet anbefalinger på følgende fem punkter:

- Dokumenterede retningslinier og forretningsgange
- Compliance funktion
- Fortrolig oversigt
- Ikke-fortrolig oversigt
- Retningslinjer for wallcrossing.

På området Chinese Walls har vi foretaget en præcisering af kravet om sikre procedurer med henblik på at hindre misbrug af intern viden og undgå interessekonflikter. Derudover har vi udarbejdet anbefalinger til, hvordan Chinese Walls kan håndteres og overvåges.

Analyseområde (Slide 6)

På analyseområdet har vi opstillet anbefalinger på seks felter:

- Analysers uafhængighed af Corporate Finance
- Ingen godkendelse af analyser
- Aflønning
- 12 måneders disclaimer periode
- Black-out periode ved børsintroduktioner
- Endelig bør der angives analytikerens beholdning af aktier mv.

Der er tale om anbefalinger, der skal sikre analytikerens integritet i forhold til både Corporate Finance afdelingen og de selskaber, analytikeren belyser, ligesom der er en anbefaling om analytikerens aflønning. Desuden er der anbefalinger om disclaimere på analyser, så investorerne kan se, om man har

været involveret i en transaktion med analyserede selskab i det seneste år, samt at der ikke må udsendes analyser i et antal dage i forbindelse med en børsintroduktion.

Side 7

Medarbejderhandel (slide 7)

For medarbejderhandler har vi opstillet følgende anbefalinger:

- Ingen handel ved kendskab til ny, ikke-offentliggjort analyse
- Ingen handel ved offentliggørelse af ny analyse
- Forhåndsgodkendelse
- Compliance skal have indsigt i handler
- Generelle retningslinier for analytikerens handel
- Ej handle modsat egen anbefaling
- Retningslinier for aktietegning

Reglerne understreger, at medarbejderne ikke må bruge den om analyser, før de offentliggøres eller ved offentliggørelsen. Endvidere skal investment banken have generelle regler for medarbejderhandler og kunne følge disse fra compliance funktionens side.

Udvalgte anbefalinger

Som jeg nævnte i indledningen, har vi undersøgt regler og praksis i en række lande, og med vores anbefalinger kan vi konstatere, at vi har placeret os i den "hårde" ende.

Dette var et lille udpluk af Børsmæglerforeningens 18 anbefalinger, der er samlet i dette hæfte, som vi offentliggør i dag.

Anbefalingerne træder i kraft pr. 1. juli 2002.

Lad mig afslutte gennemgangen med at understrege, at der er tale om en række komplekse problemstillinger, og det er

umuligt at lave regler, som passer til alle de situationer, vi fra tid til anden står overfor. Her er der i stedet brug for sund dømmekraft. Med anbefalingerne har vi fra foreningens side givet en vurdering af, hvad en investment bank bør have som minimumsregler.

I Børsmæglerforeningen har vi selvfølgelig også været optaget af en række andre problemstillinger. Jeg vil her afslutningsvis kort komme ind på nogle få, men vigtige områder. En række øvrige emner er omtalt i den skriftlige beretning, der er omdelt til alle deltagere.

God skik-regler

Et af de mest omdiskuterede emner har været, hvilke eller hvilken myndighed, der skulle have kompetencen vedrørende god skik-regler på værdipapirhandelsområdet. Som bekendt blussede striden jo for alvor op, da Forbrugerombudsmanden i juni 2001 valgte at udstede regler oven i dem, Fondsrådet en måned forinden havde udstedt. Det var klart uholdbart, og fra Børsmæglerforeningens side er vi glade for, at regeringen via lovgivning vil foretage en afklaring af myndighedskompetencen, så den bliver samlet ét sted. Hermed er ikke sagt, at vi er enige i alle ministeriets forslag til ændringer.

Insiderregister

Etablering af et såkaldt insiderregister er også med i regeringens forslag til ændringer af værdipapirhandelsloven. Med den udformning forslaget havde, da det blev sendt i høring for ca. en måned siden, var det min fornemmelse, at man risikerede at sætte sig mellem to stole. For det første bekæmper registeret næppe insiderhandel, idet myndighederne i forvejen har adgang til de oplysninger, registeret vil indeholde. Endvidere vil mange andre end dem, der er omfattet af registeret, kunne foretage insiderhandel. Dernæst argumenterer man for, at registeret vil styrke gennemsigtigheden, idet

markedet får oplysninger om de såkaldte insiders handel med aktier i de respektive selskaber. Det er i sig selv en god idé og årsagen til, at man i udlandet stiller krav om offentliggørelse af bestyrelsesmedlemmers og øverste ledelses individuelle handel. Problemet med det danske forslag er imidlertid, at man får oplyst hele insidergruppens handelsflow i så at sige ét tal og ikke på individniveau. Med forslaget risikerer man reelt at genere en masse personer med at indberette uden at give markedet væsentlig mere indsigt.

Forenkling af aktieskatte regler

Så til en gammel travet, hvor vi for alvor savner lovforslag – og det er ønsket om forenkling af aktieavanceskatten. Enkelt sagt er problemet med de gældende regler, at skatteovervejelser alt for ofte kommer til at bestemme over i øvrigt rationelle overvejelser om køb og salg af aktier. Vi håber stærkt, at regeringen ikke fortolker skattestoppet så rigidt, at den afstår fra at gennemføre enklere regler. Gennemsigtighed er mantraet i den offentlige debat om regulering af værdimarkedene, og dette princip bør man overføre til beskatningen af aktieavancer.

Angående ønsker på skattefronten så vi også gerne, at der blev skabt sikre skattemæssige rammer for aktielån. Det er et problem for det danske marked, at aktielån ikke er mere udbredt, og den skattemæssige usikkerhed er en årsag hertil.

Afsluttende bemærkninger

Der er sket meget på vores område de senere år, og de kommende år vil også indeholde store udfordringer for børsmæglerne og de øvrige aktører på markedspladsen. Tilpasningen til internationaliseringen er nok den største.

Afslutningsvis vil jeg sige tak til alle vore samarbejdspartnere, herunder selvfølgelig til alle fremmødte gæster og udtrykke mit

og bestyrelsens ønske om et fortsat godt samarbejde i den kommende tid.

Side 10