

Bestyrelsens mundtlige beretning ved formanden, adm. direktør Niels Roth, Carnegie Bank, aflagt på den ordinære generalforsamling i Børsmæglerforeningen den 29 marts 2001

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, fra ministerier og andre myndigheder og fra de organisationer og virksomheder vi samarbejder med.

En særlig velkomst skal lyde til adm. direktør Hans-Ole Jochumsen, Københavns Fondsbørs og Fondsrådets nye formand, Erik Bonnerup, som begge har lovet at give et indlæg ved denne generalforsamling.

Inden jeg aflægger beretning vil jeg give ordet til dirigenten Søren Jenstrup, der vil orientere om den lukkede del af generalforsamlingen.

Indledning

Vi har i Børsmæglerforeningen været optaget af en række problemstillinger i det forløbne år. Jeg vil kun berøre nogle få, men vigtige områder, i mit indlæg. En række øvrige emner er omtalt i den skriftlige beretning, der er omdelt til alle deltagere.

Aktieavanceskat

Vi har fra denne talerstol og i andre fora længe efterlyst mere simple regler for beskatning af aktieavancer hos private investorer. De nuværende regler er simpelthen grotesk komplicerede og udsætter den enkelte investor for en urimelig administrativ byrde. Men ikke nok

med det, trods den komplicerede indretning, så indeholder reglerne centrale bestemmelser, som medfører en fundamentalt set u hensigtsmæssig investoradfærd.

Dertil kommer, at reglerne i en række tilfælde indebærer en urimelig høj beskatning med en sats på 59 pct. af værdier, hvor der forlods er betalt 30 % i selskabsskat. Det svarer til en sammensat skat på over 70 %.

Lad mig nævne de to væsentligste problemer ved skattereglerne for så vidt angår påvirkningen af investoradfærden. For det første har vi 121.000 kr's.-grænsen, som gør det direkte uattraktivt at øge aktiebeholdningen udover denne. Og for det andet har vi 3-årsreglen, som fastlåser aktiebesiddelser, som følge af at skatteovervejelser overskygger ellers i øvrigt rationelle overvejelser om køb eller salg af aktier. Det skader i betydeligt omfang markedets likviditet og er i sidste ende med til at øge de børsnoterede virksomheders kapitalomkostninger.

Det er uforståeligt, at vi i et lille land med en erhvervsstruktur bestående af små, ja i international sammenhæng endog meget små, virksomheder ikke har evnet at skabe regler, der gør det attraktivt at eje aktier, når man tænker på, at vores position i det globale aktiemarked mest nærliggende er at betragte som et randmarked.

Som det fremgår er der efter Børsmæglerforeningens opfattelse en god grund til at skabe de bedst mulige rammer for en velfungerende dansk aktiekultur. Det har derfor også været bekymrende med de mange år, der er forløbet med unødigt komplicerede skatteregler, som

formentlig er den enkeltfaktor, der har haft størst skadevirkning, når det gælder udviklingen af det danske aktiemarked og at realisere målet om en bredt funderet aktiekultur.

Det var derfor også meget opmuntrende, at skatteministeren i efteråret 2000 fremlagde konkrete planer om at forenkle beskatningen af aktieindkomst. Det er derfor lige så nedslående, at man nu øjensynligt har droppet disse planer. Dette triste forhold skal imidlertid ikke afholde os fra at sende en kraftig opfordring til regering og Folketing om snarest at gennemføre simplere regler på området.

Det var heller ikke særligt befordrende eller fremtidsorienteret, når man i Finanslovsaftalen for 2001 vedtog at forhøje satserne for beskatning af aktieindkomst fra 25% til 28% og fra 40% til 43%, også selv om satsen for selskabsskat ved samme lejlighed blev nedsat. Kapitalindkomst og dermed også aktieindkomst er en af de skattebaser, som er mest under pres fra internationaliseringen, og der er vel ikke ligefrem nogen der venter, at dette pres vil aftage i de kommende år. Der er snarere behov for at gå i den modsatte retning. Man skal her huske på, at Danmark i forvejen havde et af de højeste niveauer for beskatning af aktieindkomst i verden – og dette misforhold til udlandet blev altså skærpet.

Best execution

Der er til stadighed debat om vilkårene for privates handel med værdipapirer, og det er ikke kun et dansk fænomen. Den linde strøm af anbefalinger og krav fra FESCO og EU vidner om sidstnævnte. Debatten går både på, om den private investor får en fair pris, og om

kunden bagefter står med den afregningsform, som han på forhånd havde ønsket.

I debatten fremsættes med jævne mellemrum krav om, at alle privatkundeforhandlere skal ind over Fondsbørsens handelssystemer eller varianter af et sådant tankesæt. Der er flere gode grunde til ikke at løbe med på disse forslag. I Børsmæglerforeningen mener vi, at kunden skal have lov til at foretage et valg. Der skal således være en handelsmulighed for den investor, der ønsker sikkerhed for handelskurs og mængde ved ordrens afgivelse såvel som for den kunde, der ønsker at placere ordren på børsen med de vilkår, der er forbundet hermed. En kunde kan eksempelvis vælge at handle over børsens system og limitere sin ordre i forhold til de aktuelle købs- og salgskurser. Her kan kunden byde ind i spreadet, men der er ingen sikkerhed for, om kunden bliver afregnet, eller hvornår han i givet fald bliver afregnet.

Fra Børsmæglerforeningens side mener vi, at gennemsigtighed er det væsentlige, når man taler beskyttelse af den mindre investor. Det afgørende må være, at det står klart for kunderne, at de kan vælge mellem forskellige handelsformer. Der skal også være entydighed og gennemsigtighed for kunderne med hensyn til, hvad der aftales, og hvordan der handles. Når handlen er gennemført, skal kunden selvfølgelig kunne kontrollere, at handlen er forløbet som aftalt, og at denne er sket til en rimelig pris.

De rammer for best execution, som en arbejdsgruppe under Fondsrådet har udarbejdet, er efter vores opfattelse dækkende og sikrer en god gennemsigtighed for kunderne. Det offentlige bør

derimod ikke blande sig i, hvordan parterne skal afregne en værdipapirhandel. Man kan her pege på, at EU-Kommissionen har foreslået at ophæve den gældende koncentrationsregel i investeringsservicedirektivet. Vurderingen er, at børspligt ikke er metoden til at sikre investorbekyttelse.

I Børsmæglerforeningen støtter vi ønsket om mere *frivillig* handel på børsen. Vi har derfor gået sammen med fondsbørsen for at belyse, hvordan vi kan få mere handel på fondsbørsens handelssystem, herunder muligheden for at fjerne nogle barrierer for, at private kunder får ordrer ud på børsen. Vi bør f.eks. søge at fjerne mulige forvirringer om handelstyper og se på behov for at justere indretningen af handelsreglerne.

Man bør i øvrigt notere sig, at der har været en stigning i systemhandelen siden vi fik SAXESS. Det gælder også for de private kunder, og der grund til at forvente at systemhandlen vil stige i de kommende år. Der er trods alt kun gået et par år siden vi fik SAXESS, hvor der blev givet mulighed for at handle mindre beløb over fondsbørsen og mulighed for direkte ordreformidling.

NOREX og internationalt samarbejde

Da vi fik NOREX-samarbejdet, var det bl.a. ud fra et ønske om at sikre en regional handelsplads i en branche, der udvikler sig hurtigt. Det er indtil videre lykkedes og samarbejdet er blevet udvidet i både bredde og dybde. Det seneste tiltag er NOREX-børsernes udspil om fælles handelsregler, som skal nedfældes i en NOREX- joint rule book.

Fra Børsmæglerforeningens side har vi anlagt en positiv linje over for NOREX-børsernes udspil. Det fremgår bl.a. af det fælles høringssvar, som børsmæglerforeningerne i NOREX-landene har sendt til børserne. Omend NOREX-børserne i deres udspil måske har været meget optimistiske med hensyn til, at alle regler kunne harmoniseres i første runde, og hvor hurtigt nye regler kan træde i kraft.

Jeg ved, at Hans Ole Jochumsen senere vil komme med nogle uddybende bemærkninger om NOREX, så jeg vil ikke komme nærmere ind på dette emne nu.

Ud over NOREX er der på europæisk plan en lang række initiativer i gang for at få fart på integrationen af de europæiske værdipapirmarkeder. Det omfatter forslagene fra Lamfalussy-gruppen om en hurtigere beslutningsgang på EU-niveau. Der er forslag om nye direktiver og revisioner af eksisterende i Kommissionens Action Plan for Financial Services, herunder af Investerings servicedirektivet. Fra Børsmæglerforeningens side støtter vi den grundlæggende ide om at nedbryde barrierer for grænseoverskridende aktiviteter. På sigt vil forslagene sikre et større marked for alle deltagerne.

En harmonisering af reglerne for god forretningsskik er nok det forslag, som vi kommer til at bruge flest kræfter på i de kommende år. FESCO har som bekendt fremsendt et udkast hertil som er i høring i de europæiske lande. Som vi læser forslaget, så vil det i sin nuværende form medføre betydeligt administrativt besvær hos vores medlemmer og formentlig også i næsten alle andre EU-lande. Der er næsten ikke grænser for de informationer, som kunde og værdipapirhandler skal udveksle for at kunne gennemføre f.eks. en banal obligationshandel.

En væsentlig begrundelse for forslaget er vel at bringe investorerne billigere investeringsservice, men man risikerer det modsatte med så omfattende krav, som der tilsyneladende er lagt op til.

Informationspolitik og åbenhed

Værdipapirmarkedet er underlagt regler for at sikre et retfærdigt og gennemsigtigt marked. Hensigten er at give alle aktører – udstedere, mæglere og investorer - tillid til markedet.

Udstederne har en særlig forpligtelse overfor markedet, når det gælder udsendelse af selskabsinformationer. Det er vigtigt, at de fører en åben og troværdig informationspolitik, og giver markedet besked, når der indtræffer forhold af betydning for selskabets fremtid. Der er i løbet af de seneste år sket væsentlige forbedringer hos især de større selskaber, men der er stadig brug for en højnelse af kvaliteten og hyppigheden af selskabsinformationerne, før at vi kan sammenligne os med de bedste markeder.

På det seneste har to professorer sat fornyet fokus på spørgsmålet om åbenhed om aktiebesiddelser ved at foretage en sammenligning af danske og udenlandske regler. Jeg har forstået, at regeringen nu vil studere deres rapport yderligere. Der er gode grunde til at tænke sig om, inden man ændrer disse regler. Man bør ikke lave regler, der nemt kan omgås, og man bør heller ikke lave regler, som f.eks. vanskeliggør Værdipapircentralens konkurrenceposition.

Fra foreningens side er vi imidlertid ikke helt afvisende over for ændringer. Man kunne godt tage en diskussion af, om der burde være

offentlige tilgængelige oplysninger om en selskabsledelses handel og besiddelser af aktier.

Rådgivning og analyse

Vore virksomheder bidrager til udviklingen af markedspladsen med analyser af selskaber, markedsvurderinger og rådgivning af kunderne. Dette arbejde har på det seneste fået en vis negativ pressedækning. At debatten kommer netop nu, hænger antagelig i en vis udstrækning sammen med den senere tids negative aktiekursudvikling. Og debatten må ses i dette lys.

I pressen møder bl.a. man kritik af de møder, der afholdes mellem et børsnoteret selskab og en indbudt kreds af investorer. Ved disse arrangementer må selskaberne ikke komme med egentlige nyheder eller kurspåvirkende informationer, og det sker heller ikke. Det ville stride imod oplysningsforpligtelserne over for fondsbørsen og lovgivningen.

Møderne giver imidlertid investorer og analytikere mulighed for at få et mere personligt indtryk af selskabet og dets ledelse. Det giver en dybere baggrund for at vurdere virksomheden, end hvad der umiddelbart fremgår af årsregnskaber og fondsbørsmeddelelser. Og via læsning af de enkelte analytikeres ofte forskellige konklusioner, får markedet på den måde et tættere kendskab til selskabet.

I pressen er der også sat fokus på, at visse virksomheder på samme tid yder rådgivning i forbindelse med corporate finance aktiviteter, og udarbejder analyser og rådgiver kunder om aktieinvesteringer. Der er nævnt eksempler på analytikere, der først er beskæftiget med

corporate finance aktiviteter og efter denne aktivitet er offentliggjort, er vedkommende beskæftiget med kunderådgivning om investering i det samme selskab.

I Børsmæglerforeningen vil vi igangsætte en diskussion og analyse af regler og branchekutymer på området. Vi går også gerne i en dialog med myndighederne om problemstillingerne, og vi har allerede en løbende dialog med de institutionelle investorer om området.

Generelt vil vi gerne opfordre til, at man bør være tilbageholdende med at drage forhastede konklusioner. Problemkomplekset er således betydeligt mere kompliceret, end avisartiklerne umiddelbart giver indtryk af.

Som hovedregel er investorerne bekendt med, at vedkommende selskab eller den pågældende rådgiver har været involveret i forudgående rådgivning af selskabet. Derfor er der i højere grad tale om et kommercielt forhold frem for et regulativ spørgsmål for myndighederne.

En tydeliggørelse af om børsmæglerselskabet har ageret som rådgiver i corporate finance aktiviteter ved at forsyne analyser og rapporter med en såkaldt disclaimer vil dog alligevel være et af de mulige tiltag børsmæglerselskaberne vil diskutere i den kommende tid.

Afslutning

Hvis man ser på de sidste 5 års udvikling, så er der sket væsentlige fremskridt for udviklingen af det danske aktiemarked og i branchen har

vi en betydelig tro på, at der er sat gang i en positiv udviklingsspiral. Vi har haft et marked i betydelig vækst med øget handelsomfang, forbedret gennemsigtighed, skarpere prisdannelse og andre forbedringer. Hvis vi bærer os fornuftigt ad, kan denne gode linje fortsætte.

Jeg vil gerne slutte med en tak til alle vore samarbejdspartnere . Først og fremmest en tak til Økonomiministeriet, Købehavns Fondsbørs, Nationalbanken, Finanstilsynet, Fondsrådet, Værdipapircentralen og Finansrådet. Endvidere tak til politikere og myndigheder og andre organisationer og pressen for et godt samarbejde i det forløbne år.

Tak for jeres opmærksomhed.