

Børsreform II

**Betænkning
afgivet af
Børsudvalget**

Bind 1



**Betænkning nr. 1290
Udgivet af Erhvervsministeriet 1995**

Børsreform II
Betænkning nr. 1290
Udsendt af Erhvervsministeriet, maj 1995
Trykt hos Schultz Grafisk A/S
Oplag 2500 ex

ISBN: 87-601-4850-0

Indholdsfortegnelse

	Side
Del I Indledning	9
1. Udvalgets nedsættelse, sammensætning og kommissorium	9
1.1. Udvalgets nedsættelse og kommissorium	9
1.2. Udvalgets sammensætning	11
2. Nedsættelse af underudvalg 1-4.	13
2.1. Nedsættelse af et juridisk underudvalg	13
2.2. Nedsættelse af et underudvalg til implementering af kapitalkravs-direktivet (CAD).	14
2.3. Nedsættelse af et underudvalg vedrørende registrerings- og afviklingssystemerne	16
2.4. Nedsættelse af et underudvalg til beskrivelse af hovedtendenserne i de danske værdipapirmarkeder.	17
3. Sammenfatning	18
3.1. Baggrunden for børsreformen	18
3.2. Det danske værdipapirmarked i international konkurrence	21
3.3. Organisering og regulering af værdipapirmarkedet i Danmark	22
3.4. Regulering i Europa og EU-direktiverne	23
3.5. De overordnede målsætninger for børsreformen	24
3.6. Det indre marked for værdipapirhandel	26
3.7. Værdipapirmarkedets institutioner	27
3.7.1. Ophævelse af børsmonopol	27
3.7.2. Børsdrift i aktieselskabsform	28
3.7.3. Interessekonflikter mellem oplysningsforpligtelser og	

	hensynet til rekonstruk-	
	tionsforhandlinger	30
3.8.	Deregulering og tilsyn	31
3.9.	En generel værdipapirhandelslov ...	33
3.10.	Clearing, afvikling og registrering . .	33
3.11.	Pengemarkedet	35
3.12.	Fremtidig regulering af veksele-	
	rere	36
3.13.	Autoriserede markedspladser	36
3.14.	Gennemførelse af kapitalkravs-	
	direktivet	37
3.15.	Erstatningsansvar	38
3.16.	Skatteforhold af betydning for	
	værdipapirmarkedet	38
3.17.	Netting	39
3.18.	Omdannelse af de eksisterende	
	institutioner	39
3.19.	Børsreformens interesseafvejning ...	40
Del II	Baggrunden for børsreformen	43
Kapitel 1	Københavns Fondsbørs og de europæiske	
	børsmarkeder	45
1.1.	Det danske børsmarked	45
1.2.	Statistiske sammenlignelighedsproblemer ...	48
1.3.	Obligationsmarkedet	50
1.4.	Ejerandele på det danske obligationsmar-	
	ked	55
1.5.	Aktiemarkedet	58
1.6.	Ejerandele på det danske aktiemarked	63
1.7.	Derivatmarkedet	64
Kapitel 2	Den internationale omsætning med danske	
	værdipapirer	69
2.1.	Hvad menes med, at "omsætningen flytter"	
	til udlandet?.	69
2.2.	Handels- og informationssystemer	72
2.3.	Afviklingssystemerne	72
2.4.	Opdeling af omsætningen efter status som	
	henholdsvis valutaindlænding og -udlæn-	
	ding	75
2.5.	Statsobligationer	76
2.6.	Aktier	80

2.6.1.	Opdeling af omsætningen efter status som henholdsvis valutaindlænding og -udlænding	81
2.6.2.	Omsætning i danske aktier i London	83
2.6.3.	Hvilke danske aktier handles på SEAQ	86
2.7.	Hovedresultater fra underudvalgets spørgekemaundersøgelse	88
2.8.	Fondshandlernes omsætning med udlandet	89
2.9.	Danske institutionelle investorers handel med udlandet	92
2.10.	Konklusion	92
Kapitel 3	Gennemsigthed i værdipapirhandelen på Københavns Fondsbørs og andre europæiske børser	97
3.1.	Anvendte begreber og definitioner	97
3.2.	Baggrunden for de nuværende regler for gennemsigthed m.v. på Københavns Fondsbørs	101
3.3.	Udviklingen siden fondsbørsreformen	102
3.4.	En vurdering af erfaringerne med gennemsigtheden	105
3.5.	Sammenligning af gennemsigthed på europæiske børser	106
3.6.	Gennemsigthedsniveauet på det danske værdipapirmarked	108
3.7.	Udsteders oplysningsforpligtelser	109
Kapitel 4	Afviklings- og registreringsforhold	111
4.1.	Generelle tendenser	111
4.2.	Internationaliseringen og den øgede konkurrence	113
4.3.	Udviklingen i kravene til afviklingssystemerne	114
4.4.	Registreringssystemet	118
4.5.	Konklusion	119
Kapitel 5	Organisering af værdipapirhandlen i Danmark	121
5.1.	Værdipapirmarkedet og Københavns Fondsbørs	121

5.1.1.	Handelsformer	123
5.1.2.	Handel med store kunder (professionelle kunder).	124
5.1.3.	Handel med private kunder (ikke-professionelle).	125
5.1.4.	Strakshandelssystemer.	126
5.1.5.	Handel via London-baserede brokere	127
5.2.	Deltagere og handelssystemer på Københavns Fondsbørs.	128
5.2.1.	Deltagere på Københavns Fondsbørs.	128
5.2.3.	Udenlandske handelsberettigede	130
5.2.4.	Handelspladsen på Københavns Fondsbørs.	132
5.2.5.	Handels- og handelsunderstøttende systemer.	132
5.2.6.	Indberetningssystemet	133
5.2.7.	Informationssystemet	135
5.3.	Brug af handelspladsen Københavns Fondsbørs.	135
5.3.1.	Obligationsmarkedet	135
5.3.2.	Aktiemarkedet	140
5.3.3.	Derivatmarkedet	143
5.3.4.	Konklusion	146
Kapitel 6	Hidtidig regulering af værdipapirmarkedets institutioner	149
6.1.	Indledning	149
6.2.	Lovgivningen før 1986.	149
6.3.	Baggrunden for Børsreform I	150
6.4.	Hovedpunkterne i Børsreform I	151
6.5.	Ændringer i fondsbørsloven 1986-1994 . . .	152
6.6.	Børsens opgaver i dag	152
6.7.	Garantifonden for Danske Optioner og Futures.	154
6.8.	Værdipapircentralen	155
Kapitel 7	Tilsynet med børshandlen	157
7.1.	Indledende bemærkninger.	157
7.2.	Københavns Fondsbørs.	158
7.3.	Udstedere	159
7.3.1.	Optagelse til notering	159
7.3.2.	Informationsdistribution	159
7.3.3.	Periodiske meddelelser.	159

	7.3.4.	Aperiodiske meddelelser.	160
	7.3.5.	Egne aktier.	161
	7.3.6.	Reaktioner/sanktioner.	161
7.4.		Handelsberettigede og indberetningspligtige virksomheder.	162
7.5.		Aktionærer.	163
7.6.		Finanstilsynet	163
7.7.		Sanktioner.	164
7.8.		Bank- og sparekasselovens og realkreditlovens anvendelse	166
7.9.		Anke af Finanstilsynets afgørelser.	166
7.10.		Misbrug af oplysninger (insider-handel)	166
7.11.		Andre offentlige myndigheder og markeds-tilsynet	167
	7.11.1	Erhvervs- og Selskabsstyrelsen	167
	7.11.2.	Andre myndigheder.	168
7.12.		Tilsynet med Værdipapircentralen.	168
7.13.		Tilsynsproblemer i praksis.	169
Kapitel 8		Udviklingen i europæisk børsregulering	171
	8.1.	Oversigt	171
	8.2.	Norden	172
	8.2.1.	Norge	172
	8.2.2.	Sverige.	174
	8.2.3.	Finland	175
	8.3.	EU-landene	177
	8.3.1.	Tyskland	178
	8.3.2.	Holland	179
	8.3.3.	Storbritannien	181
	8.3.4.	Frankrig	184
	8.4.	Generelle tendenser.	186
Kapitel 9		EU-direktiver.	187
	9.1.	Indledning	187
	9.2.	Direktiv om investeringservice i forbindelse med værdipapirer.	188
	9.2.1.	Hovedprincipperne i direktivet	188
	9.2.2.	Anvendelsesområdet	188
	9.2.3.	Gensidig anerkendelse og tilsyn	189
	9.2.4.	Harmonisering af betingelser for meddelelse af tilladelse og udøvelse af virksomhed	190
	9.2.5.	Fri adgang til regulerede markeder . .	190

9.2.6.	Børspligt	191
9.2.7.	Regler vedrørende markedsovervågning og gennemsigthed	192
9.2.8.	Markedsovervågning	192
9.2.9.	Gennemsigthed	193
9.3.	Direktiv om kravene til investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag	196
9.3.1.	Hovedprincipperne i direktivet	196

Del I

Indledning

1. Udvalgets nedsættelse, sammensætning og kommissorium

1.1. Udvalgets nedsættelse og kommissorium

Industriministeren nedsatte den 2. juli 1993 et udvalg med følgende kommissorium:

"Flere faktorer peger i retning af behov for nu at foretage en børsreform. Samtidig kræver implementeringen af investeringsservicedirektivet væsentlige ændringer af børslovgivningen.

Til trods for, at børsreformen er af relativ ny dato, har de seneste års stigende internationalisering af børshandelen og fremkomsten af nye børsprodukter medført så store ændringer i rammerne for børshandel, at der eksisterer et behov for at foretage en større tilpasning og en fremtidssikring af lovreguleringen.

Københavns Fondsbørs er i fondsbørslovgivningen tillagt et børsmonopol. Dette skulle sikre, at børsvirksomhed foregår gennemsigtigt og effektivt.

Der sker imidlertid en stor omsætning af danske værdipapirer uden om Københavns Fondsbørs. Handelen foregår i en vis udstrækning i "lukkede kredsløb", hvorfor den ønskede gennemsigtighed ikke er til stede.

Ligeledes er der en stadig større andel af danske værdipapirer, der handles i udlandet. Til gengæld har børsmonopolet været til hinder for, at Københavns Fondsbørs har kunnet optage nye produkter.

Bestyrelsen for Københavns Fondsbørs er meget bredt sammensat, og dette kan føre til visse interesse modsætninger.

Formålet med en børsreform er at fremtidssikre børslovgivningen, at sikre større indflydelse og ansvarlighed for interessenterne over for børsen og børshandlens virkemåde, at give bedre muligheder for en effektivitets-

baseret udvikling, og at implementere EF's investeringsservice- og kapitalkravsdirektiver.

For at udrede og fremlægge forslag herom nedsættes et børsudvalg.

Børsudvalget skal overveje:

- markedet og trends for aktier, obligationer og erhvervsobligationer, herunder EF-aspektet,

- derivater og pengemarkedsinstrumenters handels- og afviklingsform

- fortsat eksistens af børsmonopolet,

- specialisering og gennemsigtighed,

- børsen/børsernes virksomhed og organisationsform, herunder børsbestyrelsens sammensætning,

- implementering af investeringsservice- og kapitalkravsdirektiverne,

- kompetencefordelingen mellem Finanstilsynet og børsen/børserne,

- organisering af registrering og afvikling, herunder garantiaspektet,

- vekslerermarkedets fremtid,

- lovmæssige konsekvenser:

 - lov om børsvirksomhed,

 - lov om børsrådgivningsvirksomhed,

 - lov om værdipapirhandel,

 - ændring af lov om en værdipapircentral,

 - lovgivning om clearinghuse for derivater.

Udvalget skal fremlægge udkast til de fornødne love og lovændringer."

Den 28. september 1993 sendte industriministeren følgende skrivelse til formanden for børsudvalget:

"I forbindelse med sagen om Himmerlandsbanken har der vist sig en mulig interessekonflikt mellem aktionærer og indskydere i de tilfælde, hvor Københavns Fondsbørs skal afgøre, om der skal ske fuldstændig offentliggørelse af oplysninger, der er fremsendt til Fondsbørsen vedrørende en pågående rekonstruktion.

Jeg skal hermed pålægge Dem i Deres egenskab af formand for Børsudvalget at drage omsorg for, at Børsudvalget, foruden de opgaver der er fastlagt i Kommissorium for et børsudvalg af 2. juli 1993, også belyser dette problem og i givet fald stiller forslag til løsning af konflikten."

Skrivelsen indgik herefter i børsudvalgets arbejde som tillægskommissorium.

Børsudvalget modtog yderligere et tillægskommissorium ved skrivelsen af 3. juni 1994 fra industri- og samordningsministeren til formanden for Børsudvalget, hvori det anføres:

"Jeg har forstået, at det kan blive vanskeligt at færdiggøre Børsudvalgets arbejder i løbet af denne måned.

Jeg finder det derfor formålstjenligt, at fristen for udvalgets afgivelse af betænkning udskydes til 1. oktober 1994.

Herudover ønsker jeg, at Børsudvalget tager spørgsmålet om etablering af en specialbørs for vækstorienterede små og mellemstore virksomheder op. Der er i regeringen stor opmærksomhed omkring eventuelle muligheder for at fremme tilførsel af og omsætning med egenkapital for små og mellemstore virksomheder, idet barrierer for egenkapitaltilførsel - eksempelvis i form af fravær af markedspladser - kan være en væsentlig hindring for en fremadrettet erhvervsudvikling.

Jeg skal derfor pålægge Dem i Deres egenskab af formand for Børsudvalget at drage omsorg for, at Børsudvalget, foruden de opgaver, der er fastlagt i Kommissorium for et børsudvalg af 2. juli 1993, også belyser dette problem og i givet fald stiller forslag til, hvordan lovgivningen vil kunne facilitere en sådan specialbørs."

1.2. Udvalgets sammensætning

Udvalget har ved udarbejdelsen af betænkningen haft følgende sammensætning:

Afdelingschef C. Boye Jacobsen, Erhvervsministeriet (formand indtil 1. oktober 1994),

Afdelingschef Finn Lauritzen, Erhvervsministeriet (formand fra 1. oktober 1994),

Kontorchef Annette Bjåland Andersen, Erhvervsministeriet,

Direktør Jens Bache, Værdipapircentralen,

Kontorchef Otto Brøns-Petersen, Økonomiministeriet (indtrådt i udvalget den 10. februar 1995),

Kontorchef Jane Emke, for Assurandør-Societetet, Arbejdsmarkeds-pensionsrådet og AMP-samarbejdet,

Specialkonsulent Jørn Holdt, Økonomiministeriet (indtrådt i udvalget den 27. oktober 1993 - udtrådt af udvalget den 10. februar 1995),
 Fuldmægtig Morten Harpøth Johansen for Boligministeriet (indtrådt i udvalget den 25. august 1994 - udtrådt af udvalget den 28. februar 1995),

Vicedirektør Peter Sylvest Larsen, Finanstilsynet,
 Direktør Bent Mebus, Københavns Fondsbørs,
 Fuldmægtig Jens Christian Nielsen, Økonomiministeriet (udtrådt af udvalget den 27. oktober 1993),
 Juridisk konsulent Lene Nielsen, for Dansk Industri og Danmarks Rederiforening,
 Fondsdirektør Rolf Norstrand, for Arbejdsmarkedets Tillægspension og Lønmodtagernes Dyrtidsfond,
 Underdirektør Jørgen Ovi, Danmarks Nationalbank,
 Kontorchef Per Bremer Rasmussen, Finansministeriet,
 Direktør Tyge Vorstrup Rasmussen, Garantifonden for Danske Optioner og Futures,
 Sekretariatschef Klaus Struwe, Børsmæglerforeningen,
 Fondschef Sven-Karsten Topp, for Realkreditrådet,
 Fuldmægtig Anne Wallberg, Boligministeriet (udtrådt af udvalget den 25. august 1994),
 Vicedirektør Klaus Willerslev-Olsen, for Finansrådet og Investeringsforeningernes Fællesrepræsentation.

Sekretariat:

Fuldmægtig Peder Bjerger, Finanstilsynet,
 Fuldmægtig Annemarie Christiansen, Erhvervsministeriet,
 Fuldmægtig Helle Jahn, Erhvervsministeriet,
 Prokurist Ove Sten Jensen, Danmarks Nationalbank,
 Specialkonsulent Ulrik Biitzow Mogensen, Erhvervsministeriet.

Udvalget påbegyndte arbejdet den 8. oktober 1993. Der har været afholdt 38 møder. Udvalget har afsluttet arbejdet med nærværende betænkning den 20. marts 1995.

Som bilag til betænkningen er optaget forslag til lov om værdipapirhandel, forslag til lov om fondsmæglerselskaber samt forslag til lov om ændring af lov om banker og sparekasser m.v. og forslag til lov om ændring af lov om realkreditinstitutter.

2. Nedsættelse af underudvalg 1-4

2.1. Nedsættelse af et juridisk underudvalg

Den 8. oktober 1993 nedsatte Børsudvalget et juridisk underudvalg, der havde til opgave at udarbejde udkast til nye love. Underudvalget fik følgende kommissorium:

"Det juridiske underudvalg skal have til opgave, efter børsudvalgets nærmere retningslinier, at forestå den lovtekniske del af børsreformen.

I første fase skal underudvalget koncentrere sig om en rapport til Børsudvalget om hovedindholdet af de fremtidige love om børsvirksomhed og investeringsselskaber, børsrådgivningsvirksomhed og værdipapirhandel.

Samtidig skal underudvalget begynde at overveje de juridiske aspekter omkring ændring af lov om en værdipapircentral, og de juridiske problemer i relation til lovgivning om clearings-huse for derivater."

Underudvalget fik følgende sammensætning:

Kontorchef Annette Bjåland Andersen, Erhvervsministeriet (formand),

Fuldmægtig Annemarie Christiansen, Erhvervsministeriet,

Fuldmægtig Bent Christiansen, Danmarks Nationalbank,

Lektor Nis Jul Clausen, Handelshøjskolen i Århus (indtrådt i udvalget den 27. maj 1994),

Kontorchef René de la Cour, Værdipapircentralen,

Kontorchef Jane Emke, for Assurandør-Societetet, Arbejdsmarkedspensionsrådet og AMP-samarbejdet,

Investeringsdirektør Niels Hougaard, for Assurandør-Societetet, Arbejdsmarkedspensionsrådet og AMP-samarbejdet,

Kontorchef Marianne Knudsen, Finanstilsynet,

Ekspeditionssekretær Jarl Kure, Realkreditrådet,

Underdirektør Annette Lytjød, Garantifonden for Danske Optioner og Futures,

Kontorchef Niels Neergaard, for Finansrådet og Investeringsforeningernes Fællesrepræsentation,

Juridisk konsulent Lene Nielsen, for Dansk Industri og Danmarks Rederiforening,

Underdirektør P. E. Skaanning-Jørgensen, Københavns Fondsbørs,

Sekretariatschef Klaus Struwe, Børsrådgivningsforeningen,

Fuldmægtig Anne Wallberg, Boligministeriet (udtrådt af udvalget den 25. august 1994).

Sekretariat:

Fuldmægtig Helle Jahn, Erhvervsministeriet,

Fuldmægtig Inger Lindberg, Finanstilsynet.

Det juridiske underudvalg har afholdt 24 møder.

Underudvalget har koncentreret sig om at udarbejde lovforslag med bemærkninger. Disse lovforslag har været drøftet i Børsudvalget.

2.2. Nedsættelse af et underudvalg til implementering af kapital kravsdirektivet (CAD)

Børsudvalget nedsatte den 12. oktober 1993 et underudvalg, der havde til opgave at implementere CAD-direktivet (93/6/EØF) om kravene til investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag.

Underudvalget fik følgende kommissorium:

"Underudvalget skal udrede konsekvenserne for dansk lovgivning ved implementering af CAD.

Herudover skal underudvalget overveje

hvilke lovændringer der vil kræves,

hvorledes handelsbeholdningen skal defineres (jf. definitionen i CAD, art. 2, nr. 6),

hvilken egenkapitaldefinition, der skal anvendes (jf. bilag V i CAD) til dækning af markedsrisici,

med hvilke vægte de enkelte finansielle instrumenter skal indgå i kapitalkravene, samt

om der skal være forskellige kapitalkrav, herunder forskellige start- og minimumskrav, for forskellige typer af investeringsselskaber (jf. definitionen af investeringsselskaber i investerings-servicedirektivets art. 1, nr. 1).

Underudvalget skal vurdere, hvilke regler der bør gælde i de tilfælde, hvor CAD giver medlemslandene valgmuligheder, herunder om der skal fastsættes strammere regler end foreskrevet i CAD. Hvis reglerne er minimumsregler, skal der taget stilling til, om man skal lægge sig på dette niveau og hvis ikke, så på hvilket niveau.

Udvalget skal overveje, hvilke lovændringer der bør foretages og udarbejde udkast til lovændringer og bekendtgørelser."

Underudvalget fik følgende sammensætning:

Kontorchef Lars Stage, Finanstilsynet (formand)
 Controller Erik Brink Andersen, for Børsmæglerforeningen,
 Fuldmægtig Stig Ravnkilde Erichsen, Danmarks Nationalbank,
 Afdelingsdirektør Jan Jakobsen, for Finansrådet og Investeringsforeningernes Fællesrepræsentation,
 Kontorchef Hugo Frey Jensen, Danmarks Nationalbank,
 Fuldmægtig Morten Harpøth Johansen, for Boligministeriet,
 Konsulent Henrik Jørgensen, Garantifonden for Danske Optioner og Futures (udtrådt 8. juni 1994)
 Ekspeditionssekretær Jarl Kure, Realkreditrådet,
 Konsulent Susanne Pedersen, Garantifonden for Danske Optioner og Futures (indtrådt den 8. juni 1994),
 Kontorchef Lars Porskjær, Børsmæglerforeningen,
 Fuldmægtig Merete Lykke Rasmussen, for Finansrådet og Investeringsforeningerne Fællesrepræsentation,
 Fondsdirektør Michael Willumsen, for Assurandør-Societetet, Arbejdsmarkedspensionsrådet og AMP-samarbejdet (udtrådt januar 1994).

Sekretariat:

Fuldmægtig Stig Nielsen, Finanstilsynet.

Underudvalget afgav den 25. maj 1994 sin rapport til Børsudvalget. Rapporten er optaget som bilag 6 til betænkningen. Indtil afgivelse af rapporten havde udvalget afholdt 11 møder.

Børsudvalget anmodede samtidig underudvalget om at afgive en supplerende rapport om en række af de punkter, som underudvalget ikke kunne behandle i detaljer i hovedrapporten. Underudvalget afholdt 6 møder herom. Den supplerende rapport blev afgivet den 13. september 1994 og er optaget som bilag 7 til betænkningen.

Børsudvalgets overvejelser på baggrund af disse rapporter er indeholdt i kapitel 17.

2.3. Nedsættelse af et underudvalg vedrørende registrerings- og afviklingssystemerne

Den 2. november 1993 nedsatte børsudvalget et underudvalg, der skulle overveje organiseringen af registrerings- og afviklingssystemerne.

Underudvalget fik følgende kommissorium:

"Målsætningen skal være at skabe fleksible rammer for et effektivt og i en international sammenhæng konkurrencedygtigt afviklingssystem i Danmark under samtidig hensyntagen til udenlandske deltageres adgang til tilslutning.

Underudvalget skal i første omgang have til opgave snarest muligt at kortlægge måder, hvorpå registrerings- og afviklingsfunktionerne for penge- og kapitalmarkedsinstrumenter fremover kan organiseres.

Det skal i den forbindelse overvejes, hvorvidt den nuværende grænsedragning mellem penge- og værdipapirsiden er hensigtsmæssig, ligesom mulighederne for en generel deregulering af området, herunder i relation til samarbejde på tværs af landegrænserne, skal undersøges.

Underudvalget skal på baggrund af drøftelserne af ovenstående emneområde afrapportere til Børsudvalget og derefter på basis af tillægskommissorium fra Børsudvalget senere udarbejde forslag.

Underudvalget skal lægge til grund, at værdipapircentrallovens formueretlige regler om rettighedens opståen og overgang opretholdes."

Underudvalget fik følgende sammensætning:

Fondschef Hans Denkov, Danmarks Nationalbank (formand),
 Direktør Jens Bache, Værdipapircentralen,
 Underdirektør Lise Christensen, for Børsmæglerforeningen,
 Fuldmægtig Annemarie Christiansen, Erhvervsministeriet,
 Planlægningschef Jesper Hansen, Københavns Fondsbørs,
 Direktør Søren Kaare-Andersen, for Børsmæglerforeningen,
 Kontorchef Marianne Knudsen, Finanstilsynet,
 Fuldmægtig Bjarne Graven Larsen, Danmarks Nationalbank,
 Direktør Tyge Vorstrup Rasmussen, Garantifonden for Danske
 Optioner og Futures,
 Kontorchef Jørgen Reske-Nielsen, for Finansrådet og Investerings-
 foreningernes Fællesrepræsentation,
 Underdirektør Per Stenholdt, for Finansrådet og Investerings-
 foreningernes Fællesrepræsentation,

Fondschef Sven-Karsten Topp, for Realkreditrådet,
 Investeringschef Erik Veedfald, for Assurandør-Societetet, Arbejds-
 markedspensionsrådet og AMP-samarbejdet.

Sekretariat:

Fuldmægtig Peder Bjerger, Finanstilsynet,
 Prokurist Ove Sten Jensen, Danmarks Nationalbank,
 Fuldmægtig Jens Anton Vestergaard, Erhvervsministeriet.

Børsudvalget besluttede den 7. februar 1994, at underudvalget tillige skulle beskæftige sig med spørgsmålet, om Værdipapircentralen kan påtage sig en risikobetonet aktivitet, herunder hvorledes et automatiseret afviklingsunderstøttende udlån af værdipapirer kan udformes. Endvidere skulle udvalget se på Garantifonden for Danske Optioner og Futures.

Underudvalget har afholdt 15 møder og har løbende fremsendt delrapporter til Børsudvalget. Børsudvalget besluttede, at underudvalgets arbejde ikke burde fremtræde som egentlige rapporter. Resultatet af underudvalgets drøftelser har tjent som grundlag for Børsudvalgets drøftelser af en del af kapitlerne i betænkningen, specielt kapitlerne 13 og 18.

2.4. Nedsættelse af et underudvalg til beskrivelse af hovedtendenserne i de danske værdipapirmarkeder

Den 16. august 1994 nedsatte Børsudvalget et underudvalg, der havde til opgave at beskrive hovedtendenserne i værdipapirmarkedet.

Underudvalget fik følgende kommissorium:

"Der nedsættes under Børsudvalget et underudvalg 4, der har til opgave

- 1) at beskrive hovedtendenserne af de danske værdipapirmarkeders udvikling, herunder tendenser til udflytning af handlen til udlandet og til, at handlen føres uden om Københavns Fondsbørs, og
- 2) at klarlægge de væsentligste årsager hertil."

Underudvalget fik følgende sammensætning:

Afdelingschef Finn Lauritzen, Erhvervsministeriet (formand),
 Vicedirektør Carsten Andersen, Assurandør-Societetet,
 Underdirektør Cato Baldvinsson, for Finansrådet,
 Direktionssekretær Aase Blume, Værdipapircentralen,

Økonom Brian Frisendahl, Børsmæglerforeningen,
Planlægningschef Jesper Hansen, Københavns Fondsbørs,
Prokurist Ove Sten Jensen, Danmarks Nationalbank,
Underdirektør Jan Knøsgård, Realkreditrådet,
Direktør Bent Mebus, Københavns Fondsbørs,
Direktør Ali Nielsen, for Arbejdsmarkedspensionsrådet,
Direktør Tyge Vorstrup Rasmussen, Garantifonden for Danske
Optioner og Futures,
Fondsdirektør Lauge Sletting, for AMP-Samarbejdet,
Sekretariatschef Klaus Struwe, Børsmæglerforeningen,
Fondschef Sven-Karsten Topp, for Realkreditrådet,
Økonom Mette Täby, for Lønmodtagernes Dyrtidsfond (LD) og
Arbejdsmarkedets Tillægspension (ATP),
Vicedirektør Klaus Willerslev-Olsen, Finansrådet.

Sekretariat:

Fuldmægtig Anne Blak, Københavns Fondsbørs,
Fuldmægtig Bjarne Graven Larsen, Danmarks Nationalbank,
Specialkonsulent Ulrik Biitzow Mogensen, Erhvervsministeriet.

Underudvalget har afholdt 4 møder.

Underudvalget afgav den 7. oktober 1994 sin rapport til Børsudvalget.

Udvalgets rapport blev herefter indarbejdet i Børsudvalgets betænkning, særligt kapitel 1, 2, 3, og 5.

3. Sammenfatning

3.1. Baggrunden for børsreformen

Det danske børsmarked blev sidst reformeret gennemgribende i 1986, hvor bl.a. opråbsnoteringen blev afskaffet til fordel for elektronisk handel. Der er flere grunde til, at det igen er påkrævet at reformere de danske værdipapirmarkeder. De vigtigste grunde er liberaliseringen af internationale kapitalbevægelser siden midten af 1980'erne, nye EU-direktiver om værdipapirhandel, en hastig teknologisk udvikling, stordriftsfordele i omsætningen med værdipapirer samt en stadig skærpet international konkurrence.

Liberaliseringen af de internationale kapitalbevægelser og EU's investeringsservicedirektiv (ISD) betyder, at lovgivningen skal give mulighed for at udstede og handle værdipapirer over landegrænser-

ne. Samtidig indebærer den teknologiske udvikling via avanceret telekommunikation, at de praktiske muligheder for at operere over landegrænserne ligeledes er tilstede, og at omkostningerne herved falder.

Disse forhold har skærpet den internationale konkurrence på tværs af de nationale værdipapirmarkeder betydeligt i de senere år.

En sådan konkurrence er ønskelig. Den betyder, at kapitalformidlingen foregår mere effektivt, idet mulighederne for at placere opsparing, at lånefinansiere og tilføre egenkapital bedres, når adgangen til flere attraktive værdipapirmarkeder reelt er tilstede.

Den internationale konkurrence vil formentlig intensiveres yderligere fremover, bl.a. som følge af bestræbelserne på at gennemføre den Økonomiske Monetære Union. Det forventes derfor, at der på sigt i Europa kun vil være plads til ganske få internationalt betydningsfulde markedspladser, og at antallet af nationale børser vil falde.

Det danske værdipapirmarked, herunder Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures, forventes således at blive sat under et stigende pres i de kommende år. Det danske værdipapirmarked har, specielt i kraft af et stort obligationsmarked og et generelt højt teknologisk stade, muligheder for at udvikle sig til et levedygtigt regionalt marked i Den Europæiske Union, dersom markedet får de nødvendige muligheder for at tage konkurrencen op med udlandet. Der er imidlertid også risiko for, at konkurrencen vil fjerne store dele af det danske værdipapirmarked.

Gennemførelsen af det indre marked i Den Europæiske Union har nødvendiggjort, at den internationale konkurrence i Europa finder sted på et fælles grundlag. Derfor har Den Europæiske Union gennemført fælles regelsæt, der fastlægger de generelle rammer for de regulerede markeder, herunder børser, i Unionen samt for de virksomheder, der opererer på disse markeder. Danmark har forpligtet sig til at gennemføre disse regelsæt i dansk lovgivning med virkning fra senest 1. januar 1996.

For det danske værdipapirmarked har den internationale konkurrence betydet, at likvide danske værdipapirer i stigende omfang handles i udlandet. Hvis denne udvikling fortsætter, kan det få alvorlige samfundsøkonomiske konsekvenser.

Disse konsekvenser består i, at udviklingen kan føre til, at den tilbageværende handel i Danmark ikke kan medvirke til at finansiere den infrastruktur (fondsbørs, clearing- og afviklingsvirksomhed samt registreringsvirksomhed), der er nødvendig for at understøtte omsætning og afvikling i alle danske værdipapirer, herunder ikke mindst de mindre aktie- og obligationsserier. En sådan udvikling vil være særdeles uheldig, idet den vil kunne forringe finansieringsmulighederne for boligejerne og de mange mindre og mellemstore danske virksomheder, der ikke har praktisk mulighed for at hente kapital i udlandet. Dette vil være et markant tilbageslag for udviklingen af den finansielle sektor i Danmark og for erhvervsudviklingen i øvrigt. Både den finansielle sektor og erhvervslivet i øvrigt er afhængig af, at der her i landet findes gode muligheder for fremmed- og egenkapitaltilførsel over værdipapirmarkedene.

Udover konkurrencen på børsområdet har de senere år afsløret en kraftigt stigende konkurrence på clearing og afvikling⁰ i den internationale værdipapirhandel. Der er risiko for, at udviklingen vil fortsætte, og at stadig flere handler i danske obligationer og aktier vil blive clearet og afviklet i udlandet.

Børsudvalget har på denne baggrund fundet, at der er et påtrængende behov for at forbedre det danske værdipapirmarkeds muligheder for at fastholde og udbygge en konkurrencedygtig infrastruktur og samtidig sikre en smidig og effektiv regulering af markedets standarder. Der skal således gøres en indsats for at sikre det danske værdipapirmarkeds fremtid som en regional nordeuropæisk markedsplads.

Børsudvalget har lagt vægt på, at investorbeskyttelsen frem over skal være mindst lige så god som i dag, samt at markedets institutioner skal have friere rammer, og at konkurrenceevnen skal forbedres.

Baggrunden for børsreformen er beskrevet i betænkningens del II (kapitel 1 til 9). Betænkningens del III indeholder de overvejelser, som Børsudvalget har gjort sig om den fremtidige regulering af værdipapirmarkedet.

Ved clearing og afvikling forstås opgørelse og udveksling af ydelser i forbindelse med gennemførsel af handler i værdipapirmarkedet.

3.2. Det danske værdipapirmarked i international konkurrence

Kapitel 1 sammenholder markedet på Københavns Fondsbørs med øvrige europæiske børsmarkeder. Internationale sammenligninger er vanskeliggjort af store forskelle i handelskutymmer og opgørelsesmetoder. Københavns Fondsbørs er kendetegnet ved at have et stort obligationsmarked, hvor udenlandske børser typisk er domineret af aktiehandel. Det danske obligationsmarked er karakteriseret ved store og mange udstedelser af børsnoterede realkreditobligationer og meget likvide statsobligationer. Aktiemarkedet er omvendt kendetegnet ved, at de danske børsnoterede virksomheder er væsentligt mindre end tilsvarende udenlandske virksomheder. Aktiemarkedet er relativt beskedent, men er dog i forhold til den underliggende økonomis størrelse ikke mindre end gennemsnittet for børser i Europa. Derivatmarkedet er ligeledes beskedent.

Kapitel 2 belyser i hvor høj grad omsætningen i danske værdipapirer er flyttet til udlandet. Kapitlet viser, at opgørelse af disse forhold er forbundet med store vanskeligheder. Det kan dog anslås, at ca. 40 pct. af den samlede omsætning ultimo 1994 i danske statsobligationer fandt sted mellem to udlændinge. Yderligere 10 pct. skønnes at involvere én udlænding. Det vurderes ligeledes, at danske handelsberettigedes omsætning i statspapirer med udenlandske mæglere er stigende. Denne udvikling er bekymrende, idet de udenlandske mægleres handelssystemer er reelle konkurrenter til Københavns Fondsbørs' handelssystemer.

For realkreditobligationer er omsætningen på trods af en stigning i den udenlandske omsætning i forbindelse med konverteringsbølgen endnu stort set alene et indenlandsk anliggende.

For aktier skønnes den rent udenlandske andel af handlen endnu generelt at være lav, idet dog omsætningen i udlandet med få, særligt likvide danske aktier er stor. I de seneste år er en del af aktieomsætningen imidlertid gået til udlandet. En forklaring herpå er de relativt mange emissioner og introduktioner, der fandt sted i danske aktier i denne periode. Andelen af de danske handelsberettigedes aktieomsætning, der finder sted med en udlænding, udgjorde 45 pct. i første halvår 1994 mod 26 pct. i 1992. Også på dette område er der således stor risiko for, at handelen med de mest likvide danske aktier fortsat flytter til udlandet, og at dette vil udvande det tilbageværende marked.

Kapitel 3 gennemgår reguleringen af gennemsigtighed på Københavns Fondsbørs og sammenholder denne med tilsvarende regulering på de øvrige europæiske børsmarkeder. Kapitlet behandler ligeledes reguleringen af udsteders oplysningsforpligtelser i forskellige lande.

Sammenligninger af gennemsigtigheden på forskellige børser er vanskeliggjort af de store forskelle i handelskutyper, der er imellem børser, ligesom værdipapirer, der i et land handles på en børs, i et andet land handles på andre markedstyper. Det anslås, at gennemsigtigheden i obligationshandlen generelt er større end i udlandet. Aktiehandelns gennemsigtighed skønnes at være på niveau med udlandets. For børsnoterede derivater er gennemsigtigheden sandsynligvis mindre end i udlandet.

Ligeledes beskrives kravene til udsteders oplysningsforpligtelser på baggrund af en summarisk international sammenligning. Vurderingen er her, at oplysningsforpligtelserne i Danmark svarer til forholdene i en række øvrige lande, men er mindre omfattende end på nogle af verdens største børsmarkeder, eksempelvis London og New York.

Kapitel 4 behandler afviklings- og registreringsforhold i Danmark set i lyset af den intensiverede internationale konkurrencesituation. Det konkluderes, at Danmark internationalt set er langt fremme for så vidt angår den teknologiske udvikling. Eksempelvis er Danmark et af de få lande, der har gennemført en konsekvent dematerialisering af værdipapirer via elektronisk registrering i Værdipapircentralen. Det konkluderes imidlertid, at der er behov for at gennemføre en række tiltag for så vidt angår mulighederne for at benytte sikkerhedsstillelse og afviklingsunderstøttende låneordninger i forbindelse med afvikling og registrering, såfremt den internationale konkurrencedygtighed skal kunne opretholdes.

3.3. Organisering og regulering af værdipapirmarkedet i Danmark

Kapitel 5 gennemgår organiseringen af værdipapirhandelen i Danmark med særligt henblik på anvendelsen af forskellige handelssystemer på Københavns Fondsbørs. Det konkluderes, at handelskutyper for obligationshandlen adskiller sig væsentligt fra aktiehandelen. Desuden afhænger handelskutymerne i høj grad af værdipapirernes likviditet. Det vises i kapitlet, at handelskutymerne på en række områder har ændret sig i de senere år, og at det danske værdipapirmarked i et vist omfang har tilpasset sig konkurrencen fra

andre lande. Koncentrationen i værdipapirhandelen har været stigende indtil udgangen af 1993, hvor pengeinstitutter - herunder udenlandske - fik adgang til at handle direkte på børsen.

Kapitel 6 indeholder en beskrivelse af reguleringen af den nuværende infrastruktur i det danske værdipapirmarked, herunder reguleringen af Københavns Fondsbørs og overvejelserne omkring børnsreform I i 1986, samt reguleringen af Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures.

Kapitel 7 beskriver den nuværende opbygning af tilsynet med værdipapirmarkedets institutioner og markedsovervågningen på Københavns Fondsbørs.

Tilsynet med værdipapirmarkedet kan opdeles i to typer, solvens- og virksomhedstilsynet og markedstilsynet. Ved solvens- og virksomhedstilsynet forstås tilsynet med og reguleringen af institutioner og virksomheder i relation til sikkerhed for disses kapital, forretningsgange samt afgivelse og inddragelse af tilladelse. Markedstilsynet vedrører derimod regulering af markedspladsen, herunder krav til udstederes oplysningsforpligtelse, krav til oplysninger om handelen på markedet (gennemsigtighed) m.v.

Markedstilsynet er i dag i høj grad fokuseret på regulering og markedsovervågning på Københavns Fondsbørs.

Det konkluderes, at der på en række områder er behov for ændringer i tilsynets muligheder for at gribe ind over for overtrædelser af lovgivning og anden regulering.

3.4. Regulering i Europa og EU-direktiverne

Kapitel 8 gennemgår tendenserne inden for reguleringen af børsmarkederne i en række europæiske lande. Det konkluderes, at reguleringen i mange lande er under omstilling med henblik på at gennemføre investeringsservicedirektivet og sikre de nationale børser en placering i det indre marked under en intensiveret international konkurrence.

Kapitel 9 indeholder en nærmere beskrivelse af hovedprincipperne i EU-direktivet om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer (ISD) og kapitalkravsdirektivet (CAD).

Formålet med ISD er at indføre den ramme, inden for hvilken det indre marked for investeringsservice i forbindelse med værdipapirer skal fungere. Direktivet er et minimumsdirektiv, og der kan derfor nationalt fastsættes skærpede krav. Hovedprincippet i direktivet er gensidig anerkendelse og hjemlandskontrol. Som udgangspunkt skal et selskab, der ønsker at deltage i det indre marked for værdipapirer, kun have én tilladelse til at drive sin virksomhed. Denne tilladelse giver ret til etablering af filialer i andre medlemslande og fri udveksling af tjenesteydelser i andre EU-lande ("det europæiske pas").

Direktivet fastlægger endvidere minimumsregler om indberetninger og gennemsigtighed. Disse ligger dog på et - efter danske forhold - lavt niveau.

3.5. De overordnede målsætninger for børsreformen

I betænkningens tredje del, som omfatter kapitel 10 - 21, er Børsudvalgets overvejelser omkring den fremtidige regulering af værdipapirmarkedet behandlet. Hovedkonklusionerne af udvalgets overvejelser er refereret i det følgende.

Børsreformen skal sikre rammerne for, at det danske værdipapirmarked fortsat kan udgøre en effektiv finansieringskilde for erhvervslivet og ejendomsmarkedet, et effektivt og sikkert miljø for placering af opsparing og et center for prisdannelse på centrale danske værdipapirer.

For at sikre denne målsætning er det nødvendigt, at de danske markedsinstitutioner er konkurrencedygtige i forhold til den intensiverede udenlandske konkurrence. Børsreformens overordnede midler til at opnå dette er

friere rammer for markedets institutioner, herunder fjernelse af lovbestemte monopoler og forslag til omdannelse til aktieselskaber samt en styrkelse af interessenternes indflydelse på institutionernes regulering, hvorved institutionernes muligheder for at tilpasse sig ændringer i konkurrencevilkårene forbedres,

en reel åbning af de danske markedsinstitutioner over for udenlandsk deltagelse, hvilket skærper konkurrencen til fordel for udstedere og investorer,

samt videreførsel af et effektivt tilsyn med værdipapirmarkedet, bl.a. med henblik på at sikre investorer.

Med den intensiverede konkurrence og stadig stigende kompleksitet i værdipapirer, transaktionsformer og teknologi er det afgørende for institutionernes overlevelse, at de formår at tilpasse sig hurtigt til den hastige markedsudvikling. En styrkelse af interessenternes indflydelse på drift og regulering af markedets institutioner vil ligeledes indebære, at institutioner og dertil hørende regulering løbende kan tilpasses markedsudviklingens krav. Fjernelse af de lovbestemte monopoler indebærer, at institutioner, der ikke tilpasser sig, kan blive afløst af konkurrerende institutioner.

Den nærmere regulering af værdipapirmarkedet og dets institutioner skal fremover finde sted i tæt samspil med markedet. Det indebærer følgende fordele:

hurtig tilpasning af regelsættet til ændringer i markeds-vilkårene, ændringer i internationale standarder og fremkomsten af nye instrumenter,

den lovgivningsmæssige regulering af værdipapirmarkedet fremtidssikres ved kun at fastlægge de overordnede principper,

en større ansvarlighed og forpligtelse over for regelværket fra markedets deltagere og institutioner,

en større fleksibilitet for værdipapirmarkedets institutioner, herunder mulighed for omdannelser, alliancer og fusioner.

Denne fordeling af reguleringskompetencen indebærer deregulering i den forstand, at en større del af ansvaret for regelværket pålægges markedsdeltagerne og markedets institutioner frem for det politiske system. Derimod indebærer forslaget næppe, at der samlet set bliver færre regler. Dette skyldes, at en række nye virksomhedsområder foreslås omfattet af reguleringen, gennemførelse af en række EU-regler, samt at der på visse områder, har været behov for en præcisering af retsstandarder m.v.

Det danske marked skal være attraktivt for udenlandske handlere, udstedere og investorer. Tilstedeværelse af udenlandske markedsdeltagere bidrager til markedets likviditet og konkurrence til gavn

for et effektivt marked. Det er derfor vigtigt, at de danske markedsinstitutioner har mulighed for at tilbyde attraktive vilkår for udenlandske markedsdeltagere. Ligeledes skal vilkårene på værdipapirmarkedet være attraktive for både indenlandske og udenlandske investorer.

Betryggende investorbeskyttelse og et effektivt tilsyn er afgørende for, at danske og udenlandske investorer finder det danske værdipapirmarked interessant. Udflytning af handelen til udlandet vil kunne forstærkes, hvis kravene til investorbeskyttelse afviger for meget fra forholdene i andre lande. Hvis kravene er lavere end i udlandet vil der kunne være tendens til, at investorerne søger til udlandet. Hvis kravene derimod er højere vil der kunne være tendens til, at handlere og aktieudstedere søger til udlandet. Derfor er det vigtigt, at reguleringen af disse forhold afstemmes i forhold til den internationale konkurrencesituation og til internationale standarder med henblik på at sikre et velfungerende marked, der er attraktivt for både handlere, udstedere og investorer. Samtidig stiller markedsudviklingen krav om, at fastsættelse af detailregier kan ske hurtigt og fleksibelt i tæt samspil med markedet.

Det er disse overordnede mål, der har ligget til grund for de overvejelser, der er gjort i betænkningen, og som er afspejlet i de lovforslag, der baserer sig på Børsudvalgets overvejelser.

Samtidig er det tilstræbt at skabe en reform, der i et helhedsperspektiv udgør en balanceret løsning på baggrund af de interesseforskelle, der er mellem værdipapirmarkedets interessenter.

Børsudvalgets overvejelser om de overordnede mål og midler i børsreformen er gennemgået i kapitel 10.

3.6. Det indre marked for værdipapirhandel

Et væsentligt mål for børsreformen er at implementere det indre marked for værdipapirhandel i dansk lovgivning. Gennemførelsen af ISD indebærer en åbning af det danske værdipapirmarked, som vil være væsentlig for markedets effektivitet og for markedets overlevelse på langt sigt. Åbningen giver danske handelsberettigede mulighed for at handle direkte på udenlandske børser, ligesom udenlandske virksomheder, der udbyder investeringsservice, vil kunne få direkte adgang til handelen på danske børser.

Det er hermed et væsentligt mål at øge den indenlandske konkurrence til gavn for markedets effektivitet. Dette kan sikres gennem en øget udenlandsk deltagelse i markedet. De virksomheder, der i dag har adgang til at handle på fondsbørsen, er afgrænset til børsmæglerselskaber, pengeinstitutter og realkreditinstitutter. Fremover åbnes der for, at også udenlandske markedsdeltagere kan handle direkte på fondsbørsen, herunder direkte over landegrænserne via edb. Det følger af ISD, at investeringsselskaber og kreditinstitutter, der har fået tilladelse til at udøve virksomhed i deres hjemland, kan udøve denne virksomhed i hele Den Europæiske Union. Under udøvelsen skal de selvsagt respektere værtslandets almindelige regler, herunder regler om investorbeskyttelsen, der i Danmark fortsat bør ligge på et højt niveau.

3.7. Værdipapirmarkedets institutioner

Infrastrukturen på det danske værdipapirmarked er i dag baseret på de 3 centrale institutioner Københavns Fondsbørs, Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralen. Disse institutioner løser i samarbejde med Danmarks Nationalbank opgaver i værdipapirmarkedet vedrørende sammenføring af købs- og salgstilbud, clearing, afvikling og registrering samt betalingsformidling. Denne infrastruktur servicerer udstedere, handlere og investorer i værdipapirmarkedet.

Børsudvalget har fundet, at det er vigtigt, at de danske værdipapirmarkedsinstitutioner fremover løbende tilpasser sig nye udviklinger i markedsforholdene. Dette må kræves for, at det danske værdipapirmarked opfattes som attraktivt for både danske og udenlandske handlere, udstedere og investorer. Lovgivningen bør give institutionerne de bedst mulige rammer for at kunne leve op til dette krav.

Det foreslås derfor at ophæve den lovgivningsmæssige fastfrysning af værdipapirmarkedets institutioner samt at ophæve de lovgivningsmæssige monopoler, og at markedets institutioner fremover skal drives på kommercielle vilkår. Lovgivningen skal fremover skabe rammebetingelserne for, at markedsdeltagerne og institutionerne selv kan skabe en åben og velfungerende dansk markedsplads, der er konkurrencedygtig på internationalt plan. Disse overvejelser er præsenteret i kapitel 10.

3.7.1. Ophævelse af børsmonopolet

Den eksisterende lov om Københavns Fondsbørs fastsætter, at Københavns Fondsbørs er eneberettiget til at drive børsvirksomhed

her i landet. Det foreslås i kapitel 11, at det lovgivningsmæssige monopol ophæves. Fondsbørsen er reelt udsat for omfattende konkurrence, og det lovgivningsmæssige monopol kan i en række situationer hindre fondsbørsen i en fleksibel tilpasning til de markedsmæssige vilkår.

En stor del af omsætningen af børsnoterede værdipapirer foregår således på telefonmarkedet med efterfølgende indberetning til Københavns Fondsbørs. Der stilles købs- og salgspriser i mange større børsrådgivningselskabs og pengeinstitutters informations-systemer, samt f.eks. Reuters. Desuden handles store mængder danske værdipapirer ved brug af værdipapirmæglere (*interdealer-brokere*) i udlandet eller ved brug af eksempelvis det engelske marked SEAQ International. *Interdealer-brokere* er aktører i kernemarkedet og formidler handler i meget likvide værdipapirer, typisk statsobligationer. Der er således gode muligheder for, at danske værdipapirhandlere kan benytte andre handelssystemer end fondsbørsens elektroniske handelssystemer. Det foreslås, at lovgivningen giver mulighed for at fastlægge de nærmere vilkår for virksomhed som såkaldt værdipapirmægler her i landet, hvis der opstår behov herfor. Spørgsmålet er behandlet i kapitel 11.

En ophævelse af fondsbørsens lovgivningsmæssige monopol betyder ikke nødvendigvis, at der bliver etableret flere danske børser. Ophævelsen indebærer, at presset for tilpasning til markedets vilkår øges. Hvis en sådan tilpasning til markedet ikke finder sted, vil der være mulighed for etablering af konkurrerende børser.

3.7.2. Børsdrift i aktieselskabsform

Fondsbørser foreslås fremover drevet som private aktieselskaber. Aktieselskaber er en velkendt juridisk enhed, der giver mulighed for deltagelse fra en bredere kreds. I et aktieselskab skal virksomhedens bestyrelse vælges på generalforsamlingen af aktionærerne. Der opnås derved en direkte indflydelse fra ejerkreds til ledelse. Aktieselskaber sikrer indflydelse til dem, der har investeret i Fondsbørsen, og dermed en øget ansvarlighed hos ledelsen over for markedspladsens udvikling. Desuden vil aktieselskabsformen indebære, at ejerkredsen kan ændres, hvis der opstår behov herfor.

Aktieselskabsformen giver endvidere bedre muligheder for den egenkapitalfinansiering, der må skønnes nødvendig for at kunne finansiere de omstillingsprocesser, der må forventes at blive nødvendige fremover. Endvidere giver aktieselskabsformen mulig-

heder for, at institutionerne kan indgå alliancer og fusioner her i landet og på tværs af landegrænserne. I udlandet anvendes aktieselskabsformen for de fleste børser.

Lovgivningen må nødvendigvis fastlægge en række betingelser for opnåelse af tilladelse til at drive børsvirksomhed, der sikrer, at aktieselskaberne er egnede til formålet. Herudover skal der løbende føres tilsyn med børserne, således at der er sikkerhed for, at markedspladsen overholder kravene til sikkerhed og redelighed.

De nærmere overvejelser om fondsbørsernes organisation og virke er beskrevet i kapitel 11.

Udvalgets flertal har fundet det afgørende, at de handelsberettigede som udgangspunkt får en dominerende indflydelse på den omdannede fondsbørs. Dette skyldes, at de handelsberettigede er tættest på handels- og formidlingsfunktionen i markedet, som er fondsbørsens kerneområde. Det foreslås endvidere, at udstederne af aktier og obligationer på Københavns Fondsbørs bør have indflydelse på driften. De handelsberettigede og udstederne har ligeledes i kraft af deres løbende noterings- og omsætningsafgifter til fondsbørsen bidraget til opbygning af børsens nuværende egenkapital.

Udstedere og handelsberettigede udgør således den kreds, der af flertallet foreslås at få tilbudt at blive ejere af den omdannede fondsbørs. Efter en initial udbudsrunde til denne kreds vil ejerkredsen frit og på markeds-mæssige vilkår kunne tilpasses ønsker om ændringer i ejerkredsen.

Dette indebærer, at hovedansvaret og -forpligtelsen for at drive og udvikle Københavns Fondsbørs i aktieselskabsform frem over lægges på de handelsberettigede.

Omdannelsen af Københavns Fondsbørs skal finde sted efter beslutning herom i fondsbørsens bestyrelse, idet det er forudsat i lovforslaget, at erhvervsministeren skal godkende det nye børsaktieselskabs aktionæroverenskomst.

De institutionelle investorer, som hidtil har være repræsenterede i Københavns Fondsbørs bestyrelse, vil - ifølge Børsudvalgets flertals intentioner - ikke initialt få tilbudt at blive en del af ejerkredsen. De institutionelle investorer har som købere af børsnoterede værdipapirer imidlertid en stor interesse i, hvilke standarder for investorbe-

skyttelse, der findes på fondsbørsen og på andre af værdipapirmarkedets institutioner, herunder eventuelle konkurrerende fondsbørser.

Børsudvalget finder, at det er afgørende, at denne interesse fremover blive varetaget på en måde, der sikrer, at værdipapirmarkedets institutioner fortsat opretholder en høj investorbeskyttelse og fremover tilpasser sig internationale standarder.

Børsudvalgets flertal foreslår på denne baggrund, at de institutionelle investorers interesser varetages ved repræsentation i et organ, der har til formål at fastsætte regler, der kan skabe betryggende investorbeskyttelse på hele værdipapirmarkedet, og ikke blot for en enkelt institution.

3.7.3. Interessekonflikter mellem oplysningsforpligtelser og hensynet til rekonstruktionsforhandlinger

I september 1993 pålagde den daværende industriminister Børsudvalget at drage omsorg for, at Børsudvalget belyser en mulig interessekonflikt, der har vist sig i forbindelse med Himmerlandsbank-sagen mellem aktionærer og indskydere i de tilfælde, hvor Københavns Fondsbørs skal afgøre, om der skal ske fuldstændig offentliggørelse af oplysninger, der er fremsendt til Fondsbørsen vedrørende en pågående rekonstruktion.

Interessekonflikten kan opstå, idet offentliggørelse af oplysninger om pengeinstitutters tilstand, f.eks. om øgede hensættelser, kan vanskeliggøre eller umuliggøre rekonstruktionsforhandlinger, da offentliggørelse sandsynligvis vil medføre et "run" på pengeinstituttet. Det indebærer både, at indskyderne ønsker at hæve deres indskud, og en væsentlig forringelse af pengeinstituttets mulighed for at få stillet likviditet (indskud) til rådighed.

Udvalget finder det betænkeligt, hvis der generelt stilles lavere krav til pengeinstitutters oplysningsforpligtelse over for markedet end til andre virksomheder. I visse konkrete situationer må det dog forudses, at der er behov for en lempeligere praksis for pengeinstitutter som følge af de særlige forhold, der kendetegner pengeinstitutvirksomhed.

Problematikken er nærmere behandlet i kapitel 11, afsnit 3.

3.8. Deregulering og tilsyn

Lovgivningen foreslås fremover at give mulighed for betydelig fleksibilitet i værdipapirmarkedet. Kun derved kan markedet hurtigt og i tide tilpasse sig den internationale udvikling.

For at lovgivningen ikke skal stå i vejen for en effektiv udvikling på værdipapirmarkedet, foreslås det, at lovgivningen indrettes således, at detaljeret regelfastsættelse for værdipapirmarkedet så vidt muligt fastlægges tæt på markedet, så der er mulighed for en stadig udvikling i strukturer, institutioner og finansielle instrumenter, uden at lovgivningen nødvendigvis skal ændres. Dette indebærer, at detailreguleringen som udgangspunkt skal fastlægges af værdipapirmarkedets institutioner. Det skal således være institutionerne selv - dvs. børser, værdipapircentraler, clearingcentraler m.v. - der har initiativet og -pligt med hensyn til at sikre hensigtsmæssige regler, normer og systemer.

Fleksibilitet er endvidere påkrævet i den forstand, at når der opstår et nyt finansielt instrument, skal der hurtigt kunne etableres en hensigtsmæssig retstilstand også for et sådant instrument. Det er derfor hensigtsmæssigt, at lovgivningen giver vide beføjelser til tilsynsmyndighederne om regelfastsættelse og indgrebsmuligheder.

Et flertal i Børsudvalget foreslår, at markedstilsynet med værdipapirmarkedet i den fremtidige reguleringsstruktur varetages af et nyt organ, kaldet Fondsrådet.

Solvens- og virksomhedstilsynet foreslås som hidtil at ligge i Finanstilsynet. Forbindelsen til Fondsrådet knyttes bl.a. ved, at Finanstilsynet fungerer som sekretariat for Fondsrådet.

En del af markedstilsynet og regelfastsættelsen skal ifølge forslaget varetages af værdipapirmarkedets institutioner, herunder især fondsbørserne, men med mulighed for indgreb fra Fondsrådet på overordnede områder.

Fondsrådet skal virke for et velfungerende dansk værdipapirmarked, som har en sådan effektivitet, gennemsukelighed og konkurrencedygtighed, at det er attraktivt for udstedere, investorer og handlere og som lever op til internationale standarder.

Fondsrådet foreslås sammensat af bl.a. repræsentanter for værdipapirhandlerne, investorerne og udstederne.

De nærmere overvejelser omkring tilsynets fremtidige struktur er præsenteret i betænkningens kapitel 12.

Der er i Danmark tradition for et højt beskyttelsesniveau i værdipapirhandelen, og dette princip bør fastholdes. Der skal samtidig tages hensyn til de konkurrencemæssige vilkår i forhold til udlandet. Det vil være Fondsrådets opgave at varetage disse hensyn.

I forbindelse med indførelse af en generel værdipapirhandelslov er tilsyn med markedet og markedsføringen af særlig betydning. Det forudsættes derfor, at der aftales en arbejdsdeling mellem Fondsrådet og andre myndigheder, der måtte have kompetence på området, herunder Forbrugerombudsmanden og Konkurrencerådet.

Et mindretal (Klaus Willerslev-Olsen, Klaus Struwe og Lene Nielsen) har fundet, at de handelsberettigede, der er tiltænkt et betydeligt ansvar for at nå de mål, der er sat for børns-reformen med den foreslåede løsning ikke har fået tildelt de beføjelser, der er tilstrækkelige for at gøre dette på en forretningsmæssig forsvarlig måde. Det skyldes, at Fondsrådets kompetence til at fastsætte regler for børsmarkedernes funktion m.v. reelt giver Fondsrådet ansvaret for, hvorledes markedspladsen indrettes og dermed kommer til at virke. Ligeledes finder mindretallet, at der kan være risiko for, at de enkelte handelsberettigede i deres strategiske dispositioner betragter sig som fritstillet på samme måde som udenlandske konkurrerende selskaber, der ikke har en naturlig forpligtelse overfor den danske markedsplads, eller at en række aktieudstedere ikke fremover vil søge eller opretholde børsnotering i Danmark. Der henvises i øvrigt til afsnit 10.8.1. og 12.4.

Et andet mindretal (Jane Emke og Rolf Norstrand) har fundet, at den foreslåede løsning ikke i tilstrækkelig grad sikrer investorbeskyttelsen i Danmark. Mindretallet ønsker, at de institutionelle investorer bliver medejere af de fremtidige markedsinstitutioner i aktieselskabsform, hvorved institutionernes kapitalgrundlag ville kunne forbedres samtidig med, at investordeltagelsen bidrager til at sikre den nødvendige tillid til dansk børshandel hos investorer i almindelighed. Mindretallet finder ikke, at Fondsrådets kompetence i den foreslåede løsning er tilstrækkelig klar og reel. Der henvises til afsnit 10.8.2.

Et flertal har fundet, at der med den skitserede løsning opnås en hensigtsmæssig balance mellem en handlerdomineret fondsbørs og et Fondsråd, der har mulighed for at fastsætte regler af principiel betydning for værdipapirmarkedet med henblik på at sikre alle interessenters interesser. En forudsætning herfor er, at de, der dominerer de fremtidige markedsinstitutioner, ikke har mulighed for at blokere for beslutninger i Fondsrådet.

3.9. En generel værdipapirhandelslov

Det er hensigten med forslaget til en værdipapirhandelslov at etablere en samlet regulering af værdipapirmarkedet i en lov, der omfatter handel, clearing og registrering på værdipapirmarkedet samt de institutioner, der udgør værdipapirmarkedets infrastruktur og tilsynet hermed.

Værdipapirhandelsloven indeholder regler om god værdipapirhandelsskik, som skal iagttages i forbindelse med værdipapirhandel.

God værdipapirhandelsskik er værdipapirhandelsrettens generalklausul og er et væsentligt element i den investorbeskyttelse, som ønskes sikret med værdipapirhandelsloven. Som ved andre generalklausuler, f.eks. i markedsføringsloven og aftaleloven, er der tale om en dynamisk målestok, der ændres og udvikles i takt med udviklingen på værdipapirmarkedet.

Indførelsen af regler om god værdipapirhandelsskik skal desuden ses i sammenhæng med det særlige samspil, der er mellem udstedere, investorer og værdipapirhandlere, når disse handler professionelt. Dette samspil mellem professionelle aktører har ikke nødvendigvis behov for at blive reguleret på tilsvarende måde som den regulering, der omhandler forbrugerbeskyttelse. I forhold til markedsføringslovens regler om god markedsføringsskik er udgangspunktet, at markedsføringsloven fortsat gælder for værdipapirmarkedet ved siden af værdipapirhandelslovens regler om god værdipapirhandelsskik. Dette er begrundet i et forbrugerbeskyttelsessynspunkt, dvs. hensynet til den almindelige private investor.

Det vil derfor være hensigtsmæssigt, at der i praksis udvikles en arbejdsdeling mellem Forbrugerombudsmanden og Fondsrådet.

3.10. Clearing, afvikling og registrering

Clearing, afvikling og registrering er behandlet i betænkningens kapitel 13. Clearing og afvikling har ikke hidtil været underkastet

særskilt lovgivning. Det er hensigten med den foreslåede lovgivning om clearing og afvikling, at mulighederne for markedsinstitutionernes deltagelse i den internationale konkurrence tilgodeses. Lovforslaget muliggør derfor, at clearingcentraler får adgang til at tilbyde faciliteter, der letter og understøtter afviklingen.

Nye clearingcentraler skal drives i aktieselskabsform, og de foreslåede regler for clearingcentraler omfatter aktiviteter, der i dag udføres af Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures.

Clearingcentraler vil få mulighed for at operere med forskellige tilslutningsformer.

Lov om en værdipapircentral har hidtil reguleret Værdipapircentralen og dens registreringsaktiviteter. Udover registreringsaktiviteter udfører Værdipapircentralen også omfattende clearingaktiviteter. I de senere år har Værdipapircentralen været udsat for stigende konkurrence fra internationale clearing- og afviklingscentraler. Værdipapircentralen har ikke de samme muligheder for at tilbyde serviceydelser i forbindelse med registreringen som de internationale konkurrenter. Det er derfor vigtigt, at Værdipapircentralens konkurrencedygtighed forbedres. I den forbindelse er det vigtigt, at Værdipapircentralen fremover er gearret til at modtage udlændinge i det danske system og kan udføre de servicefunktioner, der er nødvendige for at tiltrække udenlandske kunder.

Det foreslås derfor, at Værdipapircentralens muligheder for at virke under international konkurrence forbedres.

Pligten til, at danske noterede værdipapirer skal indskrives i Værdipapircentralen, har givet Værdipapircentralen en monopolstilling på registrering af værdipapirer i Danmark. Dette monopol foreslås ophævet med det formål at give centralen - og eventuelle fremtidige centraler - den fornødne fleksibilitet til at indrette sig i overensstemmelse med markedets skiftende behov.

Det foreslås derfor, at Værdipapircentralen fremover skal have mulighed for at drive sin virksomhed i aktieselskabsform. Værdipapircentraler i aktieselskabsform kendes fra mange andre lande, eksempelvis Sverige.

Et mindretal (Finn Lauritzen, Annette Bjåland Andersen, Peter Sylvest Larsen, Jørgen Ovi, Per Bremer Rasmussen og Otto Brøns-Pedersen) finder, at der bør være krav om omdannelse af Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures til aktieselskab.

Af hensyn til de meget store samfundsmæssige værdier, der er registreret i Værdipapircentralen er det - uanset centralens juridiske form - vigtigt, at lovgivningen også fremover giver en betryggende sikkerhed for registreringsvirksomhed. Enhver værdipapircentral skal derfor i henhold til forslaget operere med fornødne sikkerhedssystemer, kapitalberedskab, erstatningsordninger m.v.

Værdipapircentraler får ifølge forslaget adgang til at foretage registrering med retsvirkning i henhold til loven, cleare værdipapirhandler og udføre afviklingsunderstøttende aktiviteter, såsom udlån af værdipapirer og garantistillelse. Herudover gives der mulighed for flere tilslutningsformer, der gør det mere attraktivt for bl.a. udlændinge at blive tilknyttet en dansk værdipapircentral.

Et flertal finder, at de institutionelle investorers adgang til at benytte sig af en Værdipapircentralers systemer bør forbedres gennem en udvidet storkundeordning. Kredsen, der kan tilsluttes en værdipapircentral, udvides i forhold til den gældende storkundeordning, og værdipapircentraler gives mulighed for at fungere som kontoførende institut for storkunder.

Et mindretal (Klaus Willerslev-Olsen) finder, at kun danske og udenlandske kreditinstitutter og børsmæglerselskaber bør have adgang til at kunne registrere i en værdipapircentral, jf. mindretallets bemærkninger i afsnit 10.8.3.

3.11. Pengemarkedet

Pengemarkedet afgrænses traditionelt som det marked, hvor pengeinstitutterne udveksler likviditet ved ind- og udlånsforretninger med kort løbetid. Relationerne mellem pengemarkedet og børsmarkedet er i de senere år blevet stadigt tættere.

Pengemarkedsmæglere agerer i dag som formidlere på pengemarkedet, og den foreslåede regulering sigter på at kunne autorisere pengemarkedsmæglere, såfremt de ønsker at formidle pengemarkedsrelaterede produkter, som er optaget til notering på en fondsbørs. Forslaget er nærmere beskrevet i kapitel 14.

3.12. Fremtidig regulering af vekselerere

Gennemførelsen af ISD i dansk ret betyder, at alle virksomheder, der driver investeringsservice, skal underlægges en række regler. Direktivet leder til, at selskaber, der i Danmark ikke har adgang til at drive investeringsservice via anden lovgivning, omfattes af en ny lov om fondsmæglerselskaber. Denne lov omfatter børsmæglerselskaber og en række vekselerere, der ikke hidtil har været underkastet anden regulering end næringsloven. I de lande Danmark normalt sammenligner sig med, er vekselerervirksomhed typisk underkastet særskilt lovgivning og tilsyn. Lovforslaget indebærer, at disse vekseler-virksomheder fremover skal opfylde reglerne i fondsmæglerloven, såfremt de fortsat ønsker at drive investeringsservice-virksomhed.

Fondsmæglerselskaber skal overholde regler om god værdipapirmarkedsskik, kapitalkrav m.v. Forslaget ventes at give en væsentlig bedre forbruger- og investorbeskyttelse end i dag. Forslaget indebærer, at fondsmæglerselskaber generelt skal have et kapitalgrundlag på 1 mio. ECU. For selskaber, der udelukkende handler i kommission, foreslås et kapitalkrav på 300.000 ECU. Forslaget er nærmere beskrevet i kapitel 15.

3.13. Autoriserede markedspladser

Erhvervsministeren anmodede ved tillægskommissorium af 3. juni 1994 Børsudvalget om at overveje reguleringen af markedspladser for handel med aktier i mindre og mellemstore virksomheder. Børsudvalget har behandlet denne problemstilling i betænkningens kapitel 16.

På baggrund af en gennemgang af erfaringerne med og reguleringen af særlige delmarkeder for mindre og mellemstore virksomheder i Danmark og en række europæiske lande konkluderes det, at sådanne markedspladser i en årrække har haft vanskeligheder. En årsag hertil kan være, at sådanne markeder er særligt udsatte for konjunkturedgange. En anden er formentlig, at virksomheder i vækst efter en periode overgår til det almindelige aktiemarked. Dette er med til at udvande det særlige marked for mindre og mellemstore virksomheder.

I de seneste år er der imidlertid i flere europæiske lande taget initiativ til at etablere nye markedspladser for de mindre og mellemstore virksomheder. Ligeledes arbejdes der på at oprette en paneuropæisk elektronisk markedsplads for vækstvirksomheder

(Easdaq) efter amerikansk model. Også i Danmark, hvor der er relativt mange mellemstore virksomheder, der kan have svært ved at opnå de fulde fordele af en traditionel børsnotering, kan der være behov for en sådan markedsplads.

For at give bedre muligheder for oprettelse og drift af markedspladser for aktier i mindre og mellemstore virksomheder og eventuelt også for andre typer værdipapirer, foreslår Børsudvalgets flertal, at der gives lovmæssig adgang til at oprette såkaldte autoriserede markedspladser. Sådanne markedspladser vil give adgang til eksempelvis at etablere særlige markeder for handel med unoterede aktier i mindre og mellemstore virksomheder. Reguleringen foreslås udformet således, at der gives mulighed for at indrette en markedsplads under hensyn til de særlige behov, der kan være ved formidling af kapital til mindre og mellemstore virksomheder. Autoriserede markedspladser vil ligeledes kunne anvendes til særlige markedspladser for pantebreve m.v.

3.14. Gennemførelse af kapital kravsdirektivet

Børsudvalget har fundet, at det er vigtigt, at udenlandske markedsdeltagere efter åbning af markedet finder det attraktivt at tilslutte sig det danske værdipapirmarked og gennem en skærpet konkurrence bidrager til at styrke det. Det er endvidere afgørende, at konkurrencen finder sted på et ensartet grundlag. Dette sikres bl.a. ved, at alle, der har adgang til at deltage i børshandelen, er underlagt de fælles europæiske regler om kapitalkrav (CAD), der foreslås indført i fondsmæglerselskabsloven, bank- og sparekasseloven og realkreditloven. De fælles europæiske regler sikrer, at investeringsservice udbydes på et ensartet grundlag i den europæiske union ved, at kravene til virksomhedernes kapital er harmoniserede.

Det foreslås, at den kreds af virksomheder, der er omfattet af CAD, skal være lig den kreds, der har mulighed for at blive handelsberettiget på en fondsbørs. Dette vil ikke omfatte de institutionelle investorer, som har ønsket at kunne blive handelsberettiget på en dansk fondsbørs for så vidt angår handel til og fra egen beholdning. Et flertal i Børsudvalget har imidlertid fundet, at handelsberettigede bør konkurrere på ens vilkår bl.a. på grundlag af bestemmelserne i CAD, og på grundlag af den bredde i udbud og efterspørgsel, der følger af at formidle værdipapirer for tredjemand. Flertallet finder derfor ikke, at investorerne bør have direkte adgang til handlen på en fondsbørs. De institutionelle investorer vil dog kunne få adgang

til at blive handelsberettiget ved at etablere et børsmæglerselskab eller pengeinstitut som datterselskab.

Implementeringen af CAD indebærer, at der stilles krav til virksomhedernes kapital afhængig af de markedsrisici, som virksomheder, der udfører investeringsservice, påtager sig. Markedsrisiciene omfatter risici på handelsbeholdningen af værdipapirer og afledte instrumenter og risici på aktiviteter i fremmed valuta. Direktivet er et teknisk kompliceret direktiv og stiller store krav til virksomhedernes EDB-systemer og indberetninger

Børsudvalget skønner, at gennemførelsen af direktivet bevirker, at pengeinstitutternes solvensprocent i gennemsnit reduceres med 0,9 pct. For realkreditinstitutter og børsmæglerselskaber skønnes reduktionen i solvensprocenten at være betydeligt mindre. Realkreditinstitutterne får adgang til at holde en del af fondsbeholdningen udenfor ved beregning af kapitalkrav efter CAD begrundet i disse institutters særlige placeringsregler.

Implementeringen af CAD er nærmere beskrevet i kapitel 17.

3.15. Erstatningsansvar

Det er af stor betydning for værdipapircentralers konkurrenceevne, at den risiko, der er knyttet til deltagelse i registreringen, er begrænset. Derfor foreslås det, at der indføres en begrænsning i hæftelsen for deltagere i registreringen. Denne begrænsning skal samtidig befinde sig på en niveau, der kan betrykke det samlede marked. Begrænsningen indføres ved at ændre den solidariske hæftelse for fejl begået i de kontoførende institutter samt ved at indføre en begrænsning på 500 mio. kr. pr. fejl. Endvidere foreslås, at de kontoførende institutters maksimale hæftelse for fejl begået i værdipapircentraler begrænses til 500 mio. kr. pr. fejl, dog højst 1 mia. kr. i alt. Denne problemstilling er behandlet i kapitel 18.

3.16. Skatteforhold af betydning for værdipapirmarkedet

Kapitel 19 beskriver en række virkninger for værdipapirmarkedet af udformningen af realrenteafgiften, kursgevinstloven samt aktieomsætningsafgiften. Udformningen af disse skatter og afgifter påvirker markedsdeltagernes adfærd på en række områder, som kan medvirke til en forvridning i værdipapirudstedelsen og -omsætningen. Udvalget finder at skattereglerne så vidt muligt bør udformes således, at de inden for givne provenumæssige rammer er neutrale

i forhold til omsætning i og udstedelse af værdipapirer. Ligeledes bør skattereglerne afvejes i forhold til de mulige forvridninger, der kan opstå som følge af beskatning på alternative skatteområder.

3.17. Netting

Lovforslaget fastlægger endvidere rammerne for såkaldt "netting", hvorved det fastsættes, at to eller flere parter krav mod hinanden kan nettoopgøres, bl.a. i forbindelse med konkurser. Mulighed for netting mindsker risikoen for, at problemer i enkeltinstitutioner spredt sig gennem betalingssystemer og clearingscentraler m.v. til hele værdipapirmarkedet. Herudover vil netting give mulighed for, at kapitalkravene for kreditinstitutter og investeringsselskaber beregnes på grundlag af en nettoopgørelse. Forslaget indebærer en harmonisering i forhold til udlandet og er i tråd med internationale rekommandationer. Forslagets gennemførelse er nødvendigt, hvis der skal være mulighed for at fastholde det danske værdipapirmarkeds internationale konkurrencedygtighed.

Netting er behandlet i kapitel 20, hvor også en række øvrige juridiske forhold af betydning for clearings- og afviklingsvirksomhed er behandlet, herunder ikke mindst mulighederne for at anvende sikkerhedsstillelse i forbindelse med clearing og afvikling.

3.18. Omdannelse af de eksisterende institutioner

Ligesom Københavns Fondsbørs er også Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralen i dag organiseret som fonde. Det foreslås, at denne virksomhed fremover kan drives i aktieselskabsform. Der er en række forskelle mellem institutionerne, der betyder, at omdannelserne ikke nødvendigvis bør ske på samme måde. Derfor er der i forslaget givet mulighed for omdannelse på flere måder. Disse svarer til de muligheder, som gælder for sparekasserne. Det forudsættes, at beslutningen om omdannelsen træffes af bestyrelsen i de respektive fonde.

Det foreslås, at omdannelsen kan ske ved at skyde aktiviteter ind i et nystiftet aktieselskab og videreføre formuen som aktiekapital i en fortsættende fond. Omdannelse kan ligeledes ske ved, at fondene overdrager deres aktiviteter til et aktieselskab og indskyder formuen som en bunden reserve i aktieselskabet. Endelig kan der benyttes kombinationer af de to modeller.

Der foreslås en overgangsordning, der giver Københavns Fondsbørs mulighed for at fortsætte som fond indtil 1. juli 1997.

Overvejelserne omkring omdannelse af værdipapirmarkedets institutioner er behandlet i kapitel 21.

3.19. Børsreformens interesseafvejning

Med forslaget til en børsreform lægges op til en ændret regulering af værdipapirmarkedet. Ændringerne vil give værdipapirmarkedet bedre muligheder for at tage konkurrencen op med udlandet og samtidig fastholde og udbygge et velfungerende marked i Danmark.

Ændringerne betyder ligeledes, at konkurrencen øges blandt værdipapirhandlere. Det kan gøre markedet mere attraktivt både for danske investorer, udstedere og handlere samt for udlændinge. Forslaget indebærer endvidere, at clearing og afvikling samt sikkerhedsstillelse og långivning i forbindelse hermed vil kunne gennemføres på en smidigere måde end hidtil og med deltagelse af flere interessenter, herunder udenlandske.

Samtidig skabes et konkurrenceudsat marked ved nedbrydning af de lovmæssige monopoler, ved deregulering af lovgivningen og ved en reel åbning af markedets institutioner. Et centralt element i børsreformen er således stigende markedsorientering og handlekraft gennem større indflydelse til interessenterne.

Børsudvalgets flertal finder, at der med en løsning, hvor de handelsberettigede opnår en dominerende position i Københavns Fondsbørs A/S, og hvor udstedere sikres en mindretalsposition, er opnået den fornødne basis for en handlings- og markedsorienteret fondsbørs og et velfungerende værdipapirmarked.

Forslagene til en børsreform fastsætter ansvars- og opgavefordelingen mellem værdipapirmarkedets institutioner, Fondsrådet og Finanstilsynet.

Forslagene indebærer, at reglerne for markedets funktion, gennemsigtighed og børsetiske regler m.v. som udgangspunkt fastsættes af den enkelte børs. Fondsrådet varetager det markeds-mæssige tilsyn og har den formelle kompetence og muligheden for at udstede regler på væsentlige områder, mens øvrige tilsynsopgaver er tillagt Finanstilsynet. Den enkelte børss' regler om markedets funktion, gennemsigtighed m.v. skal anmeldes til Fondsrådet, og rådet kan efterfølgende pålægge børsen at ændre disse eller udstede supplerende regler.

Det er ikke hensigten, at Fondsrådet skal detailregulere markedsinstitutionerne. Markedsinstitutionerne skal have frihed i bestræbelserne på at effektivisere handelen og tiltrække omsætning. Fondsrådet skal koncentrere sig om generelle og principielle spørgsmål. Det er derfor stadfæstet, at Fondsrådet skal virke for et velfungerende dansk værdipapirmarked, som har en sådan effektivitet, gennemskuelighed og konkurrencedygtighed, at det er attraktivt for udstedere, investorer og handlere, og som lever op til internationale standarder.

Flertallet i Børsudvalget finder, at den anbefalede reform af værdipapirmarkedet overordnet udgør en fremadrettet og perspektivrig ramme for det danske værdipapirmarked og samtidig indeholder en balanceret løsning af interesserne omkring værdipapirmarkedet.

Et mindretal (Jane Emke og Rolf Norstrand) kan ikke tilslutte sig den udhuling af investorbeskyttelsen, som direkte og indirekte er resultatet af de forslag, der fremgår af det foreliggende udkast til lov om værdipapirhandel samt af visse kapitler i betænkningen.

En udhuling af investorbeskyttelsen vil hverken være fremmende for det danske værdipapirmarkeds effektivitet eller for tilliden til markedet.

Investorrepræsentanterne kan derfor ikke tilslutte sig lovudkastet og betænkningen i deres helhed, men henviser i øvrigt til den samlede investor-dissens i betænkningens kapitel 10.

Del II

Baggrunden for børsreformen

Kapitel 1

Københavns Fondsbørs og de europæiske børsmarkeder

1.1. Det danske børsmarked

Børsmarkedet har altid haft stor betydning for kanaliseringen af kapital for erhvervslivet, byggeriet og for offentlige låntagere i Danmark. Børsmarkedet har i de sidste ti år været relativt vel-fungerende i forhold til andre lande p.g.a. et højt teknologisk niveau og tidlige liberaliseringer af kapitalbevægelser til og fra udlandet. En række andre børser har imidlertid indhentet det danske marked i de seneste år, ligesom den generelle internationalisering har øget konkurrencen.

Børsmarkedet er kendetegnet ved et enhedssystem, således at aktier, obligationer og derivater handles i samme institution. I reglen er disse markeder i udlandet opdelt på forskellige markeder og institutioner, som ikke altid er børsmarkeder. Specielt foregår handelen med statsobligationer i udlandet ofte over interbank-markeder og lign., dvs. uden for børsmarkederne. De børsnoterede obligationer er i udlandet typisk erhvervsobligationer, som der er relativt få af her i landet.

Obligationsmarkedet har traditionelt haft stor betydning for de finansielle markeder i Danmark. Det veludviklede obligationsmarked er blevet etableret på basis af det stærkt udbyggede realkreditobligationssystem til finansiering af ejendomsmarkedet samt finansieringen af statsunderskud ved obligationsudstedelse. I modsætningen til de fleste andre lande er størstedelen af erhvervs- og boligbyggeriet samt ejendomsomsætningen finansieret over det børsnoterede obligations-marked af realkreditinstitutterne. Det effektive realkreditsystem er baseret på obligationsudstedelse og sikkerheden i den faste ejendom bag de udstedte værdipapirer.

I relation til internationaliseringen af det finansielle marked har statsobligationerne spillet den dominerende rolle, da udenlandske investorer har foretrukket værdipapirer svarende til de kendetegn, der er almindelige på de internationale markeder (stående, ikke-konverterbare obligationer).

London er det dominerende europæiske centrum for værdipapir-handel både for så vidt angår aktie-, obligations- og derivathandel. London har også formået at trække en stor del af handelen med udenlandske værdipapirer til sig fra andre landes børser. Londons succes skyldes, at myndighederne igennem mange år har tilstræbt at etablere attraktive rammevilkår for det finansielle marked, samt at der her er en stor koncentration af forsikrings- og pensionsfonde, og at udenlandske banker og børsrådgivere er repræsenteret i stor målestok.

Tendensen til, at attraktive danske værdipapirer handles i udlandet, herunder specielt London, skyldes i høj grad forskellen i markedernes størrelse²⁾. Markedet i London er meget større og med mange store internationale deltagere, hvorfor danske markedsdeltagere har en forventning om at kunne gennemføre selv store handler uden at påvirke markedet. Dette kan bl.a. ske som følge af, at markedet i London er mindre gennemsnitligt. På grund af det danske markeds beskedne størrelse i forhold til de relativt få markedsdeltagere er mulighederne for at optræde anonymt i markedet minimale, når investorer/handlere ønsker at gennemføre handler af en vis størrelse.

London-broernes stigende handel med danske børsnoterede statsobligationer er et udtryk for en skærpelse af konkurrencesituationen over for udlandet.

Effektivitet og omsætning i London-markedet giver desuden i visse perioder konkurrencedygtige "*spreads*", dvs. forskelle mellem købs- og salgskurser, hvilket i sig selv udgør et incitament til at handle der. For aktiernes vedkommende kan det ikke udelukkes, at den danske aktieomsætningsafgift, specielt efter at en række nabolande har afskaffet deres aktieafgifter, har medvirket til en lavere omsætning i Danmark.

²⁾ Denne tendens beskrives nærmere i kapitel 2.

I sammenligningen mellem London markedet og de øvrige europæiske markeder er det vigtigt at holde sig for øje, at den internationale handel med benchmark papirer historisk set altid er blevet varetaget via London-baserede finanshuse. Med den stigende internationalisering og grænseoverskridende handel i disse papirer er det naturligt, at handlen via London markedet øges.

Hermed ligger der en latent trussel for at prisdannelsen for nationale benchmark-papirer foregår uden for landets grænser. Det vil under sådanne omstændigheder blive svært at fastholde en omsætning her i landet, der kan medvirke til finansiering af markedets infrastruktur, som er nødvendig for omsætning og afvikling i danske værdipapirer, herunder ikke mindst for de tilbageblevne papirer, f.eks. de mindre likvide papirer, og realkreditobligationer, der er grundlaget for det danske ejendomsmarked.

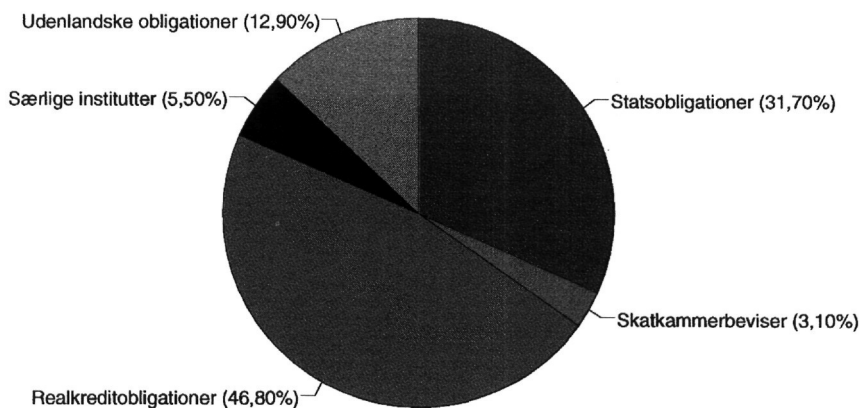
Derfor skal der sættes mange kræfter ind på at bevare og styrke det danske børs miljø.

Selv om en stor del af handlen foregår og vil foregå i London, er det muligt at fastholde en del af omsætningen i København. Et effektivt dansk marked vil i lighed med bl.a. det svenske og hollandske marked kunne tilbageerobre en del af handlen.

På udstedersiden har København savnet et erhvervsobligationsmarked. Mulighederne for at betjene sig af realkreditlån samt det forhold, at de danske virksomheder er relativt små, bidrager til forklaringen herpå.

Realkreditobligationer (enhedsprioritet, almindelig og særlig realkredit og indexobligationer) udgør den dominerende mængde af udstedte obligationer. Statsobligationer og skatkammerbeviser udgør en tredjedel og udenlandske obligationer udgør en syvendedel af den cirkulerende mængde, jf. figur 1. Samlet udgør den cirkulerende mængde obligationer noteret på Københavns Fondsbørs 1.848 mia. kr. pr. 1. juli 1994.

Figur 1: Den cirkulerende mængde obligationer fordelt på typer, nominel værdi ultimo 1994.



Kilde: Københavns Fondsbørs.

For så vidt angår omsætningen spiller statsobligationer den dominerende rolle. Dette skyldes, at statsobligationer generelt er udstedt i få større, likvide serier og er genstand for en stor inden- og udenlandsk interesse.

Markedet for afledte produkter er et vigtigt supplement til obligationsmarkedet. Børsnoteret handel med futures og optioner garanteret af Garantifonden for Danske Optioner og Futures begyndte i efteråret 1988. Herudover anvendes swap-markedet, repomarkedet m.v. Anvendelsen af afledte produkter på det danske marked er dog af relativ ny dato og er derfor stadig under udvikling.

1.2. Statistiske sammenlignelighedsproblemer

Statistiske sammenligninger af børsmarkeder er yderst problemfyldte, idet opgørelsesmetoder m.v. varierer fra børs til børs, ligesom strukturelle forhold på de enkelte markeder kan gøre det vanskeligt at sammenligne.

De opgørelsesmæssige forskelligheder, der kan påvirke det statistiske billede, kan opsummeres som følger:

1) *Omfattede værdipapirer*

Visse børser tillader handel med unoterede papirer, specielt udenlandske papirer, og inddrager sådanne handler i opgørelsen af børsomsætningen. Herudover varierer afgrænsningen af det børsnoterede obligationsmarked meget fra børs til børs. Specielt i forhold til pengemarkedet er afgrænsningen forskellig afhængig af løbetidens længde. Danmark adskiller sig på obligationssiden ved, at ejendomsfinansieringsmarkedet er børsnoteret.

2) *Transaktionernes natur*

I princippet er transaktioner i børsstatistik kendetegnet ved, at der overføres ejerskab. Til tider registreres udlånsforretninger, repo'er og lign. dog som transaktioner. Før 1994 medregnede Københavns Fondsbørs eksempelvis repoforretninger i omsætningen.

3) *Transaktionsområdet*

Der kan skelnes mellem tre forskellige generelle områder for registrering af børshandelen.

- I. Handler, der finder sted på borsgulvet eller i børsens elektroniske handelssystemer (På Københavns Fondsbørs svarer det til handelen i de elektroniske handelssystemer).
- II. Handler, der indgås mellem to handelsberettigede uden for fondsbørsens handelssystemer (borsgulv eller elektronisk system), og som indberettes til fondsbørsen.
- III. Handler, der finder sted i det regulerede miljø på og uden for børsen (hvilket i Danmark svarer til I og II plus den handel, som i øvrigt indberettes til Københavns Fondsbørs).

Udover disse områder kan der finde handel sted uden for børsystemet blandt ikke-indberetningspligtige, som ikke registreres på børsen.

4) *Registreringsform*

Den måde, hvorpå transaktioner registreres og indberettes til en børs kan variere mærkbart over landegrænserne. Visse børser registrerer både køb og salg af værdipapirer, andre registrerer kun salg. Muligheden for medlemskab af flere børser, som allerede er tilstede i et vist omfang og som med implementeringen af investeringsservicedirektivet vil blive lovfæstet i EU, aktualiserer spørgsmålet om, hvor handel foretaget af en virksomhed, der er handelsberettiget på flere børser, skal indberettes og registreres.

Herudover vil antallet af formidlere kunne påvirke omsætningsopgørelsen, da der er forskellig praksis omkring opgørelse af mellemhandler.

Disse forhold bør tages i betragtning ved vurderingen af de følgende internationale sammenligninger foretaget på grundlag af børstatistik. Specielt omsætningsmæssige opgørelser er behæftet med betydelig usikkerhed. Hertil kommer, at opgørelsesmetoder løbende ændres i takt med markedsudviklingen, hvilket betyder, at sammenligninger over tid også vanskeliggøres.

1.3. Obligationsmarkedet

Det fremgår af nedenstående tabel 1, at det danske obligationsmarked målt på markedsværdi - med de forbehold som opgørelsesmetoderne giver anledning til - er stort også efter europæiske forhold. Obligationsmarkedet er mindre end børsmarkederne i London, Paris, Frankfurt m.v. og Milano, men er det dominerende marked i Norden og større end markederne i Holland, Belgien m.v. Den forskellige organisering af de europæiske obligationsmarkeder gør, at størrelserne ikke er direkte sammenlignelige.

Tabel 1: Udvalgte obligationsmarkeder i Europa.

	Markedsværdi (kursværdi)			Registreret omsætning		
	I alt 1993	I alt 1994	Heraf uden- landske	I alt 1993	I alt 1994	Heraf uden- landske ⁰
	Mia. \$			Mia. \$		
Amsterdam	223	239	4	207	223	0
Bruxelles	171	179	3	2	0	0
Helsinki	20	29	n.a.	10	0	0
Italien	584	n.a.	n.a.	1322	2209	0
København	294	280	39	1788	963	5
London	876	910	358	1258	1213	28
Madrid	31	30	n.a.	14	32	0
Oslo	43	47	1	222	208	0
Paris	655	692	n.a.	1371	1183	28
Schweiz	196	217	84	64	89	37
Stockholm	120	122	n.a.	677	964	0
Tyskland	1546	1886	208	1473	1617	78

Kilde: FIBV (Fédération Internationale des Bourses de Valeurs), statistics 1993, FESE (Federation of European Stock Exchanges), Nordic Securities Market, Quarterly Statistics 11/94 samt halvårsrapport 1994 fra Københavns Fondsbørs, FESE, Annual Report 1994 - valutakurser fra Economic Outlook 55. Markedsværdital for 1994 kommer fra fortryk til FIBV statistics 1994, hvorfor tallene skal tolkes med en vis forsigtighed.

Anm.: Italien har ændret deres omsætningsopgørelse fra 1993, så deres omsætning er steget med ca. 60 gange i forhold til deres gamle opgørelsesmetode. Opgørelsen omhandler kun den del af obligationsmarkederne, der er registreret på den enkelte børs. "0" i en tabel kan skyldes, at der er tale om beløb under 500 mio. kr.

⁰ Omsætning i de udenlandske papirer noteret på markedet.

Den registrerede obligationsomsætning i København hører til en af de største i Europa. For 1993 omfatter de danske omsætningstal også repo-handel, ligesom obligationshandel i international sammenhæng typisk ikke er børshandel. Hvorvidt andre børser medregner repo'er er usikkert, men generelt må omsætningstallene anses for mindre retvisende. 1994 angiver et mere moderat niveau i forhold til de store europæiske obligationsbørser.

I foråret 1993 ændrede Nationalbanken sit pengepolitiske instrumentarium, hvilket bl.a. bevirkede, at der opstod et mere formaliseret og udbredt repo-marked for statsobligationer.

Genkøbsforretninger (repo'er) betragtes ikke som børshandel på trods af, at der indgår overdragelse af børsnoterede værdipapirer i den bagvedliggende sikkerhedsstillelse. Genkøbsforretninger betragtes derimod mere som en pengemarkedsforretning med sikkerhedsstillelse i form af overdragelse af obligationer. I henhold til de i loven fastsatte indberetningsregler for omsætning af børsnoterede værdipapirer skal de aftalte overdragelser i forbindelse med repo-handler indberettes til Københavns Fondsbørs.

Fondsbørsen har besluttet med virkning fra 1. januar 1994, at repo-handler offentliggøres samlet ved børsdagens slutning. Disse indgår dog hverken i fondsbørsens omsætningstal eller officielle kursberregninger.

Udeladelsen af repo-handler fra omsætningstallene medfører, at omsætningen for 1994 viser et fald i forhold til 1993. Faldet er dermed teknisk bestemt og ikke nødvendigvis udtryk for en aktivitetsnedgang på markedet.

Noteringen af udenlandske obligationer er beskeden på de fleste børser, bortset fra London, København og Schweiz, og der er relativ ringe omsætning i disse obligationer.

Tabel 2: Markedsværdi og omsætning i forhold til BNP for europæiske obligationsmarkeder, 1991 og 1994.

	Markedsværdi 1991 i pct. af BNP	Markedsværdi 1994 i pct. af BNP	Omsætning 1991 i pct. af BNP	Omsætning 1994 i pct. af BNP
Amsterdam	58	76	30	71
Bruxelles	71	84	1	0
Helsinki	17	32	0	0
Italien	55	n.a.	2	218
København	179	197	265	677
London	56	92	103	122
Madrid	8	7		1 7
Oslo	39	45	62	198
Paris	43	54	47	93
Schweiz	68	87	n.a.	36
Stockholm	41	63	129	496
Tyskland	69	98	37	84

Kilde: Beregnet på grundlag af tabel 1, 1991-tal er fra FIBV statistics 1992 og BNP-tal fra Economic Outlook 55.

Obligationsmarkedenes kursværdi har i forhold til BNP været nogenlunde stabile de senere år, jf. tabel 2. Der har generelt været tale om en mindre stigning fra 1991 til 1994, og større afvigelser herfra må først og fremmest tilskrives særlige kursbevægelser i det enkelte land.

Når der sammenholdes med økonomiens størrelse, er det københavnske obligationsmarked meget stort. De danske statsobligationer er dog i vidt omfang børsnoterede, mens dette ofte ikke er tilfældet i udlandet. Der er dog ingen tvivl om, at det danske børsmarked for obligationshandel også er stort i international sammenhæng, når man korrigerer for dette forhold.

Den voldsomme stigning i omsætningen relativt til BNP fra 1991 til 1994 skyldes først og fremmest en voldsom stigning i repohandler, men dækker også over en stigning i obligationsomsætningen.

Tabel 3: Omsætningshastigheden for obligationer.

I pct.	1991	1992	1993	1994
Amsterdam	51	62	93	93
Bruxelles		1	1	0
Helsinki	2	16	52	1
Italien	4	5	226	n.a.
København	148	320	608	344
London	184	167	144	133
Madrid	11	21	44	104
Oslo	159	192	517	443
Paris	111	136	209	171
Schweiz	n.a.	n.a.	33	41
Stockholm	318	433	564	791
Tyskland	54	70	95	86

Kilde: Beregnet ud fra FIBV-statistik 1992 samt tabel 1.

Anm.: Omsætningstallene for 1993 og 1994 er fra FESE, mens de andre tal er fra FIBV.

Omsætningshastigheden udtrykker, hvor mange procent af den cirkulerende noterede Obligationsmasse, der bliver omsat på et år. Det bemærkes, at disse talstørrelses anvendelighed er begrænset som følge af den førnævnte usikkerhed, der knytter sig til omsætningstallene.

Der er store udsving i omsætningshastigheden fra år til år og fra børs til børs, jf. tabel 3. I perioden havde Københavns Fondsbørs sammen med de øvrige nordiske markeder en relativ høj omsætningshastighed. Det bemærkes, at obligationer i visse lande ikke er børsnoterede (og dermed ikke indgår i markedsværdiopgørelsen), men alligevel registreres i børsomsætningen. Dette er eksempelvis tilfældet på Stockholms Fondsbørs. Det vil selvkært påvirke omsætningshastigheden. I 1991 var den gennemsnitlige likviditet på de store europæiske obligationsmarkeder, herunder København, på nogenlunde samme niveau, bortset fra Stockholm, der her havde en relativt stor gennemsnitlig likviditet.

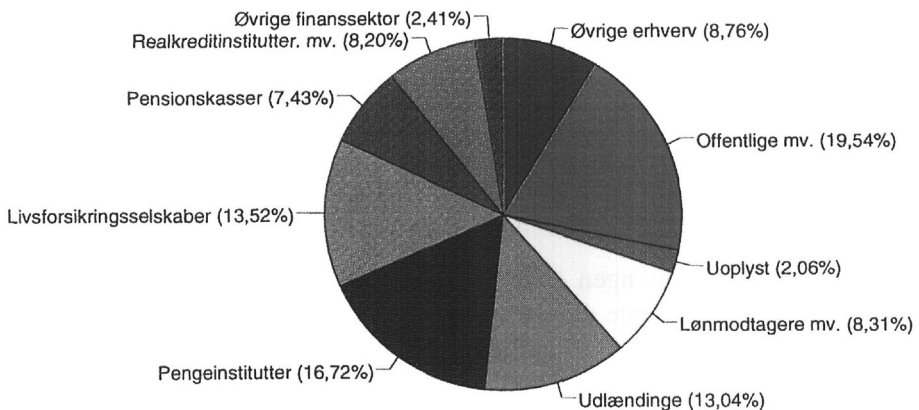
For 1994 er omsætningshastigheden faldet i København og Oslo, mens den er steget i Stockholm. Faldet i omsætningshastigheden på Københavns fondsbørs fra 1993 til 1994, skyldes den føromtalt udeladelse af repo-handler fra omsætningstallene.

Omsætningshastigheden for hele markedet kan ikke generelt anvendes som en indikator for markedets konkurrenceevne. Det er snarere likviditeten i benchmarkpapirerne, der er afgørende for markedets konkurrenceevne.

1.4. Ejerandele på det danske obligationsmarked

Den finansielle sektor ejer ca. 50 pct. af værdien af de udestående obligationer i Danmark. Heraf er pengeinstitutternes andel størst (17 pct.), fulgt af livsforsikringsselskaberne (14 pct.), realkreditinstitutterne (8 pct.) og pensionskasserne (7 pct.). Udlandet ejer omkring 13 pct., mens det offentlige m.v. ejer omkring 20 pct. Det øvrige erhvervsliv ejer ca. 9 pct., og lønmodtagere og pensionister m.v. ejer 8 pct, jf. figur 2.

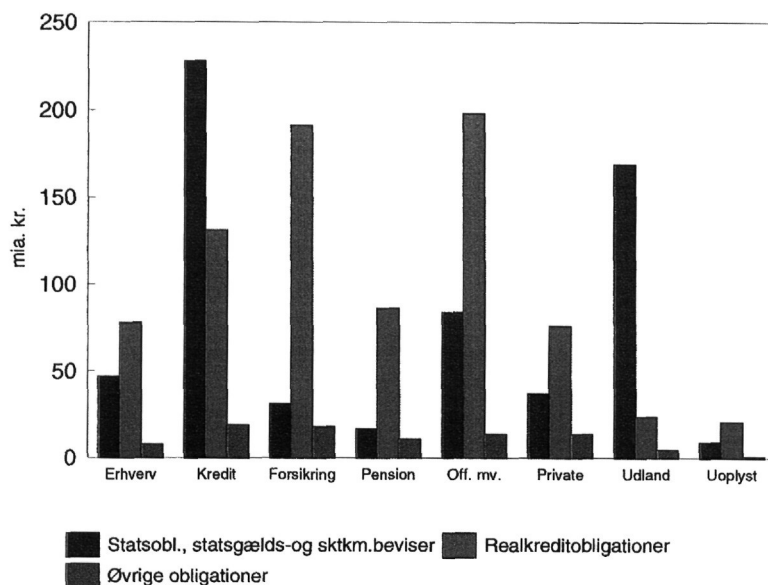
Figur 2: Det danske obligationsmarkeds ejere, kursværdi ultimo 3. kv. 1994.



Kilde: Danmarks Statistik, Penge- og Kapitalmarked 1994: 20.

Anm.: Obligationer noteret på Københavns Fondsbørs og indskrevet i Værdipapircentralen. Ved redaktionens slutning fandtes ikke tal for ultimo 4. kvartal 1994.

Figur 3: Ejerfordeling af den cirkulerende obligationsmasse, kursværdi ultimo 3. kv. 1994.



Kilde: Danmarks Statistik, Penge- og Kapitalmarked 1994: 20.

Anm.: Den cirkulerende mængde obligationer noteret på Københavns Fondsbørs og indskrevet i Værdipapircentralen. "Kredit" omfatter Danmarks Nationalbank, pengeinstitutter, realkreditinstitutter og øvrig finansieringsvirksomhed. "Forsikring" omfatter liv- og skadesforsikring. Ved redaktionens slutning fandtes ikke tal for ultimo 4. kvartal 1994.

Når ejerfordelingen opdeles på hovedtyper af værdipapirer, tegner der sig følgende billede. Danske institutionelle investorer har i lighed med den offentlige sektor koncentreret obligationsinvesteringerne på realkreditobligationer. Kreditinstitutter, dvs. penge- og realkreditinstitutter, har frem for alt en relativ stor andel af statsobligationer og skatkammerbeviser, jf. figur 3. Udlandets beholdning er næsten udelukkende statsobligationer, statsgældsbeviser og skatkammerbeviser.

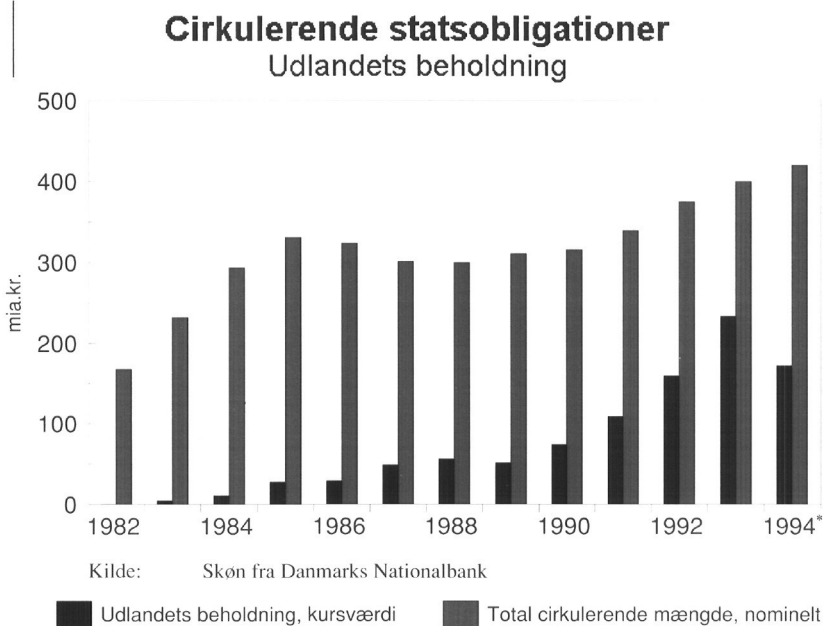
Udlandets beholdning af danske realkreditobligationer er meget beskedent. Dette skyldes primært, at danske realkreditobligationer adskiller sig fra international standard på en række områder, herunder den udbredte anvendelse af obligationer med konverteringsrisiko, ligesom der generelt er tale om mindre, illikvide serier. Mens statspapirer overvejende er stående lån, er realkreditlånene ofte

serie- eller annuitetslån med tilhørende konverteringsret. Realkreditobligationerne har derfor typisk været behæftet med flere risikofaktorer, som har hæmmet omsætningen af disse papirer over grænserne. Udlændinge kan også have vanskeligere ved at vurdere den sikkerhed, der ligger til grund for realkreditobligationer, herunder værdien af den solidariske hæftelse, ligesom realkreditinstitutterne ikke er internationalt ratede. Ved udgangen af 3. kv. 1994 udgjorde udlandets beholdning ca. 24 mia. kr. (kursværdi) svarende til ca. 3 pct. af den udestående mængde realkreditobligationer, jf. figur 3.

Af statistiske årsager må opgørelse af udlandets ejerandel af danske statsobligationer fra før 1993 baseres på skønsmæssige opgørelser fra Danmarks Nationalbank. Disse præsenteres i figur 4.

For en nærmere beskrivelse af udlandets beholdning og omsætning af danske statsobligationer henvises til kapitel 2.

Figur 4:



Anm.: I figuren sammenholdes kursværdier med nominelle værdier, hvorfor figuren skal tolkes med forsigtighed. For 1994 er oplysningerne pr. juni måned.

Der har været en generel tendens til stigende udenlandsk ejerandel siden 1982. De mest markante stigninger fandt sted i 1986-87 og igen 1989-92. Udlandets beholdning af statsobligationer er således

tæt på nul i starten af 1980'erne, men er således vokset kraftigt gennem de senere år, toppende i 4. kvartal 1993 med 42 pct. Herefter er der gennem foråret 1994 sket et markant tilbagesalg af statsobligationer fra udlandet, således at udlandets beholdning ultimo 2. kv. 1994 udgør 194 mia. kr. (kursværdi) svarende til ca. 32 pct. af den cirkulerende mængde statsobligationer.

1.5. Aktiemarkedet

Det danske aktiemarked er i en international målestok ikke så veludviklet som obligationsmarkedet. Den danske erhvervsstruktur med få større virksomheder og en tradition for udbredt fremmedkapitalfinansiering af erhvervslivet lægger en begrænsning på aktiemarkedets størrelse. London, Paris og Tyskland er de største europæiske aktiemarkeder. London har i kraft af sin særlige status en meget stor omsætning af udenlandske aktier.

Det danske aktiemarked er et af Europa's mindste målt på den totale noterede markedsværdi, jf. tabel 4. Blandt de udvalgte børser er kun Oslo og Helsinki's aktiemarkeder mindre end det danske. Den gennemsnitlige markedsværdi i Danmark, som kan tages som et udtryk for de noterede virksomheders gennemsnitlige størrelse, er den laveste i Europa. Dette afspejler den danske erhvervsstruktur med relativt få store virksomheder, og at de store virksomheder i Danmark er relativt små. Endvidere illustrerer det, at den danske børs generelt optager mindre virksomheder til notering end sine europæiske kolleger. Den gennemsnitlige virksomhedsstørrelse er typisk mellem 2 til 3 gange større på de øvrige børser.

Tabel 4: Udvalgte europæiske aktiemarkeder.

	Børsnoterede selskaber ultimo 1994	Heraf udenland- ske	Markeds- værdi 1993	Markeds- værdi 1994	Gennem- snitlig markeds- værdi ¹⁾
	- Antal -		Mia. \$	Mia. \$	Mio. \$
Amsterdam	532	215	190	207	389
Bruxelles	296	141	80	79	268
Helsinki	65	0	25	39	593
Italien	223	4	142	167	751
København	253	10	42	44	172
London	2209	462	1203	1058	479
Oslo	146	14	20	34	231
Paris	654	195	477	418	636
Schweiz	457	242	284	263	576
Stockholm	114	8	105	110	967
Tyskland	650	227	462	440	678

Kilde: FESE (Federation of European Stock Exchanges), Annual Report 1994.

Anm.: Ekskl. investeringsforeninger og investeringsselskaber. Markedsværdi af indenlandske virksomheder.

Markedsværdi divideret med antal selskaber.

Det danske aktiemarked har formået at tiltrække et mindre antal udenlandske aktieselskaber, primært fra de øvrige nordiske lande.

Tabel 5: Udvalgte europæiske aktiemarkeder, omsætning.

	I alt 1993	I alt 1994	Heraf udenlandske aktier
	Mia. \$	Mia. S	Mia. \$
Amsterdam	84	64	0
Bruxelles	16	14	4
Helsinki	8	13	0
Italien	77	138	0
København	25	28	1
London	860	970	526
Oslo	18	17	0
Paris	168	187	4
Schweiz	211	235	15
Stockholm	41	76	0
Tyskland	601	595	17

Kilde: FESE, Annual Report 1994.

Anm.: "0" i en tabel kan skyldes, at der er tale om beløb under 500 mio. kr.

Omsætningsmæssigt er København også et af de mindste aktiemarkeder i Europa, jf. tabel 5. Ses markedsværdi og aktieomsætning imidlertid i relation til bruttonationalproduktet og dermed økonomiens størrelse (tabel 6), ligger Københavns Fondsbørs - på trods af et markant fald i 1992 - tæt på det europæiske gennemsnit. Det danske aktiemarked er derfor i europæisk sammenhæng ikke ringere udviklet end, hvad størrelsen af den danske økonomi tilsiger.

Alle indikatorer peger på, at London på aktiesiden er det helt dominerende børsmarked i Europa.

Tabel 6: Markedsværdi og omsætning i forhold til BNP for europæiske aktiemarkeder, 1991 og 1994.

	Markedsværdi 1991 i pct. af BNP	Markedsværdi 1994 i pct. af BNP	Omsætning i 1991 i pct. af BNP	Omsætning i 1994 i pct. af BNP
Amsterdam	47	66	13	21
Bruxelles	36	37	4	6
Helsinki	12	43	1	14
Italien	14	17	2	14
København	35	31	8	20
London	97	107	55	98
Oslo	21	32	11	16
Paris	31	33	10	15
Schweiz	75	106	36	94
Stockholm	41	57	9	39
Tyskland	23	23	24	31

Kilde: Beregnet på grundlag af tabel 5, 1991-tal fra FIBV statistics 1992, BNP fra Economic Outlook 55.

Omsætningsudviklingen i relation til BNP ligger ligeledes på et forventeligt niveau i forhold til sammenlignelige aktiemarkeder. Der er endvidere som for alle de udvalgte europæiske aktiemarkeder en positiv omsætningsudvikling i forhold til BNP fra 1991 til 1994.

Tabel 7: Omsætningshastighed for indenlandske aktier.

	1991	1992	1993	1994
Amsterdam	29	34	44	32
Bruxelles	12	15	20	17
Helsinki	11	18	33	33
Italien	15	21	54	83
København	23	58	59	64
London	56	71	72	92
Oslo	53	57	61	50
Paris	31	36	35	45
Schweiz	48	62	74	89
Stockholm	21	36	39	69
Tyskland	103	131	130	135

Kilde: Beregnet på grundlag af tal fra ovenstående tabeller, samt 1991 og 1992 tal beregnet ud fra FIBV statistics 1992.

Anm.: Tal for 1993 og 1994 er fra FESE, mens tal for 1991 og 1992 er fra FIBV.

Omsætningshastigheden, der er et udtryk for den gennemsnitlige likviditet på aktiemarkedet, synes relativt god for Københavns Fondsbørs i 1994, jf. tabel 7, hvoraf det ses, at 64 pct. af den cirkulerende aktiekapital blev omsat på et år, hvilket er på et gennemsnitligt niveau i forhold til de fleste andre aktiemarkeder. Dette er bemærkelsesværdigt, når det tages i betragtning, at den gennemsnitlige størrelse af de dansk noterede selskaber er beskeden³⁾, og at en stor del af aktiemassen ikke reelt er til rådighed for omsætning.

Den relative gode position for København 1994 kan indikere, at de øvrige europæiske aktiemarkeder har en større andel af mindre likvide aktier, end hvad der er tilfældet på Københavns Fondsbørs. Dette resultat er dog kraftigt påvirket af mere eller mindre tilfældige udsving i omsætningen, ligesom den gennemsnitlige likviditet for København i 1991 var betydeligt ringere.

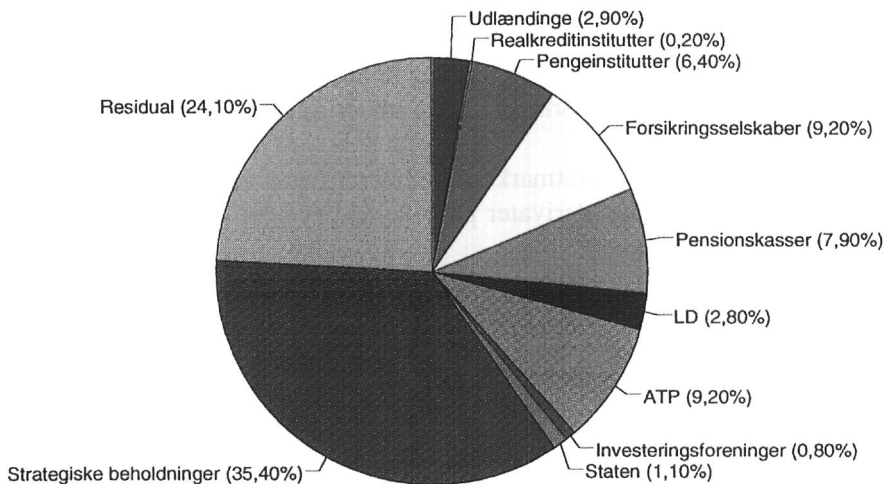
³⁾ Normalt vil omsætningshastigheden være mindre, når den udstedte mængde er lille. Der kan være flere årsager til dette. En er at de faste omkostninger til analyse af aktien vejer relativt tungere, ligesom markedsdeltagerne foretrækker handler af et vist volumen.

På grund af kvaliteten og sammenligneligheden af de underliggende omsætningstal, bør konklusioner også her anvendes med varsomhed. Det skal endvidere pointeres, at den gennemsnitlige likviditet næppe er afgørende for en børss' succes, men snarere likviditeten i de mest likvide papirer.

1.6. Ejerandele på det danske aktiemarked

Ejerfordelingen af børsnoterede aktier er ringe belyst i Danmark, men på grundlag af en opgørelse fra Unibørs kan det konstateres, at de institutionelle investorer og pengeinstitutter/realkreditinstitutter i Danmark ejer ca. 1/3 af aktierne på fondsbørsen, jf. figur 5. Strategiske placeringer på over 5 pct. af aktiekapitalen, hvor der er oplysningspligt i henhold til aktieselskabslovens § 28c, udgør over 1/3. Virksomheder under tilsyn, der har strategiske placeringer, indgår i den seneste opgørelse ikke i denne gruppe. Udlandet ejer i størrelsesordenen 3 pct.

Figur 5: Ejerfordelingen på det danske aktiemarked, ultimo 1992



Anm: Strategiske beholdning i de finansielle virksomheder under tilsyn indgår i virksomhedskategorierne.

Kilde: "Ejerforhold på det danske aktiemarked", Unibørs, januar 1994.

I årene op til 1992 har der kunnet konstateres en tendens til øget ejerandel for pensionskasserne og ATP. Udlandets, pengeinstitutternes og forsikringsselskabernes ejerandele har ikke ændret sig meget. LD og investeringsforeningernes ejerandel har været faldende. Introduktionen af flere danske selskaber på udenlandske børser samt en forøget udenlandsk handel med danske børsnoterede aktier tyder dog på, at udlandet siden 1992 har øget sin andel.

Sammenlignes med ejerfordelingen i de øvrige nordiske lande holdes en markant større andel af aktierne i Sverige og Norge af udlændinge. Den relativt beskedne udenlandske ejerandel i Danmark i forhold til Norge og Sverige kan til en vis grad forklares ved de store internationale selskaber, der findes her, - shipping og konglomerater - men også en mere bevidst strategi fra selskaberne om udenlandsk deltagelse i aktionærkredsen.

1.7. Derivatmarkedet

I Garantifonden for Danske Optioner og Futures' 5-årige historie har handelen med futures og optioner på trods af omsætningsfremgang i næsten alle år haft svært ved at matche omsætningen i de underliggende papirer. Internationalt er handelen med derivater typisk dobbelt så stor som handelen i de underliggende aktiver, men derivathandlen i København udgør ca. det halve af den underliggende omsætning. Der er dog tendens til, at derivathandlen i København øges i forhold til den underliggende omsætning.

På det danske derivatmarked dominerer handelen med obligations-futures, hvorimod derivater på enkeltaktier ikke omsættes i nævneværdigt omfang.

I nedenstående tabeller sammenholdes størrelsen af det danske derivatmarked med øvrige europæiske markeder både for så vidt angår antal kontrakter (tabel 8) og registreret omsætning (tabel 9).

Tabel 8: Antal handlede derivatkontrakter på europæiske derivatmarkeder 1994 (i tusinder).

	Aktieop- tioner	Aktiein- dexoptio- ner	Aktiein- dexfu- tures	Obliga- tionsop- tioner	Obliga- tions- futures	1 alt
Danmark	101	77	392	93	670	1.240
England	3.954	4.444	3.065	2.162	17.407	31.032
Frankrig	3.074	5.751	6.335	16.903	49.298	81.361
Holland	7.273	2.961	1.014	581	12	11.841
Norge	686	349	4	0	209	1.248
Schweiz	18.366	6.674	1.694	50	802	27.586
Sverige	8.279	4.777	1.407			14.463
Tyskland	9.886	23.549	5.141	307	20.236	52.209
Østrig	1.161	1.319	348	-	-	2.828

Kilde: FESE - Annual Report 1994.

Af tabel 8 fremgår, at der handles flest kontrakter på de store europæiske børsmarkeder i Frankrig, Tyskland og England. Det skal dog pointeres, at antal handlede kontrakter kan dække over store variationer i de underliggende handlers størrelse. Derfor kan antal handlede kontrakter ikke tages som et udtryk for markedernes størrelser.

Tabel 9: Omsætning af derivater (Mia. ECU), 1994.

	Aktieop- tioner	Aktiein- dexop- tioner	Aktiein- dexfu- tures	Obliga- tionsop- tioner	Obliga- tions- futures	I alt
Danmark	101	77	392	93	670	1.240
England	3.954	4.444	3.065	2.162	17.407	31.032
Frankrig	3.074	5.751	6.335	16.903	49.298	81.361
Holland	7.273	2.961	1.014	581	12	11.841
Norge	686	349	4	0	209	1.248
Schweiz	18.366	6.674	1.694	50	802	27.586
Sverige	8.279	4.777	1.407			14.463
Tyskland	9.886	23.549	5.141	307	20.326	52.209
Østrig	1.161	1.319	348	-	-	2.828

Kilde: FESE - Annual Report 1994.

Note: Tallene i parentes skyldes, at der ikke er oplysninger om obligationsoptioner og -futures.

Tabel 9 illustrerer, at det danske derivatmarked er kendetegnet ved primært at være koncentreret på obligationsfutures, hvorimod lande med store aktiemarkeder også har en stor omsætning af derivater på aktier og specielt på aktieindex.

Tabel 10: Omsætning i aktie- og obligationsderivater i pct. af BNP og spotomsætning, 1994.

	Aktiederivater		Obligationsderivater	
	I pct. af BNP	Pct. af aktie- omsætning	I pct. af BNP	Pct. af obli- gationsom- sætning
Danmark	3	13	81	12
England	69	70	145	118
Frankrig	21	144	429	463
Holland	39	185	2	3
Tyskland	57	186	158	189

Kilde: FESE - Annual Report 1994, BNP oplysninger fra Economic Outlook 55.

Anm.: Ved opgørelse af pct. af omsætning er den totale børsomsætning med henholdsvis aktier og obligationer anvendt.

For obligationsinstrumenterne er derivatmarkedet af en størrelse svarende til andre europæiske markeder i forhold til BNP, jf. tabel 10. Men i forhold til aktie- og obligationsmarkedet er derivatmarkedet af beskeden størrelse. Dette har flere årsager.

En årsag er, at de institutionelle investorer - i modsætning til, hvad der kendetegner andre lande - ikke handler derivater i nævneværdigt omfang. Dette skyldes bl.a., at de danske institutionelle investorer er underlagt regelsæt, herunder skattelovgivning, som hæmmer deres deltagelse i markedet.

Endvidere er derivatmarkedet kendetegnet ved relativt høje adgangsbarrierer i form af særlige krav til den administrative håndtering, herunder systemer og personale. Det er dog spørgsmålet, om de danske forhold på dette område adskiller sig fra udenlandske.

I udlandet fungerer derivatmarkederne ofte som brobygger over mindre effektive afviklingssystemer. I Danmark har et effektivt samarbejde mellem Værdipapircentralen og Danmarks Nationalbank omkring afvikling af værdipapirhandler omvendt reduceret behovet for derivatforretninger. Dette forhold kan også spille ind på derivatmarkedets størrelse. Et større antal benchmarkpapirer i udlandet har ligeledes medført flere handler med derivater. Herudover handles der på de store derivatmarkeder derivater på benchmarkpapirer fra andre lande.

Endelig benyttes i udlandet ofte særlige handelssystemer, der er tilpasset derivathandlen og hvor aktørerne er pligtige at gennemføre deres derivatforretninger. Muligheden for fysisk levering kan også spille en rolle i udlandet. Disse forhold kan have medvirket til at skabe særlige gunstige miljøer for derivatomsætning.

Fra foråret 1995 gennemføres et nyt regelsæt på garantifonden, der giver mulighed for et mere internationalt tilsnit i derivathandlen. De nye regler indebærer, at kontrakterne kan få længere løbetider, mere fleksible terminsintervaller og aftalekursspring. Det nye regelsæt indebærer endvidere større fleksibilitet i fondshandlernes muligheder for at tilslutte sig garantifonden.

Kapitel 2

Den internationale omsætning med danske værdipapirer

Det har ofte været fremført fra såvel indenlandske som udenlandske markedsdeltageres side, at det danske værdipapirmarked ikke er tilstrækkeligt effektivt. Dette har angiveligt resulteret i, at en stor del af omsætningen med danske værdipapirer er flyttet til udlandet, specielt London gennem de senere år. Der har imidlertid ikke været meget statistisk belysning på området, ligesom det ikke har stået helt klart, præcis hvad der menes med, at "omsætningen flytter". Det har derfor været svært at gennemskue argumenternes validitet.

Formålet med dette kapitel er at forsøge at give et billede af omsætningsmønstret for danske værdipapirer ved at sammenholde de eksisterende omsætningstal på en lidt anden måde end normalt for derigennem at få et bedre grundlag for diskussionerne om effektivisering af værdipapirhandlen i København. Der skelnes i kapitlet mellem statsobligationer, realkreditobligationer og aktier, idet internationaliseringsgraden for de forskellige værdipapirsegmenter er på et meget forskelligt niveau.

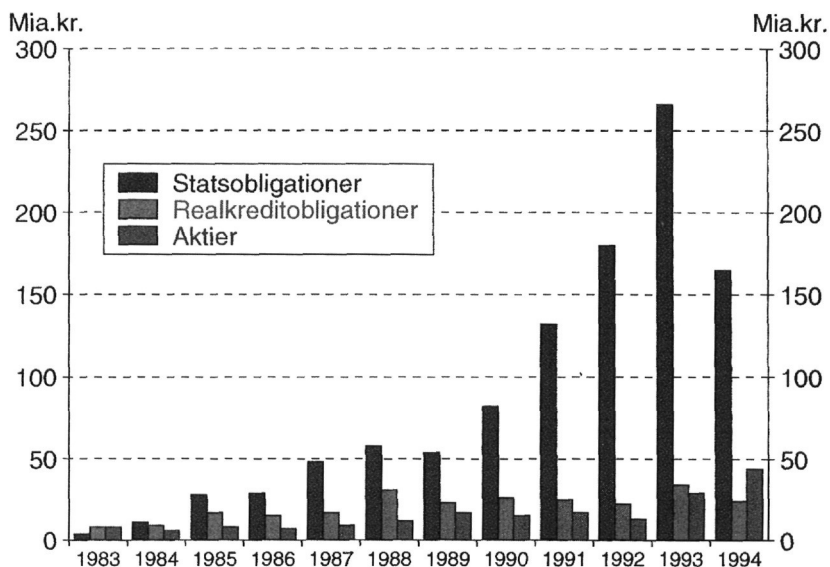
2.1. Hvad menes med, at "omsætningen flytter" til udlandet?

Gennem de senere år er der sket en kraftig internationalisering af værdipapirmarkederne. Investorerne diversificerer i stigende grad deres porteføljer, hvilket betyder, at stort set alle lande har oplevet, at en stigende andel af de værdipapirer, der udstedes i indlandet, ejes af udlændinge. Dette gælder også for Danmark. Tendensen er specielt udbredt for statsobligationer.

Ved hjælp af Nationalbankens statusopgørelse og valutastatistikken er det muligt at skønne over, hvor store beholdninger af henholdsvis danske statsobligationer, realkreditobligationer og aktier, der ejes af

udlændinge. Skøn over udviklingen i disse beholdninger siden 1983 er vist i figur 1.

Figur 1: Udlændinges beholdninger af danske værdipapirer denomineret i danske kroner. Kursværdi.



Note: Kilde: Nationalbanken. Tallene for perioden 1983 til 1990 kan blive revideret senere i lyset af resultaterne af statusopførelsen. Udlandets beholdning af aktier som følge af direkte investeringer (skønsmæssigt 10 mia. kr. ved udgangen af 1994) er ikke medtaget.

Indtil 1988 steg udlandets beholdning af såvel realkreditobligationer som statsobligationer, mens aktiebeholdningen var stagnerende. Efter 1989 har statsobligationerne klart distanceret sig i forhold til de øvrige værdipapirer.

Ved udgangen af 1989 ejede udlændinge for ca. 54 mia. kr. statsobligationer eller ca. 15 pct. af den samlede indenlandske statsobligationsudstedelse. Ved udgangen af 1993 var tallet 266 mia. kr. eller ca. 45 pct. af den samlede statsobligationsudstedelse, mens det tilsvarende tal ultimo 1994 er faldet til knap 30 pct. Uanset at udlændinge i 1994 nedbragte deres beholdninger, er der ingen tvivl om, at "omsætningen" med statsobligationer, målt på den endelige investors nationalitet, i stigende grad foregår i udlandet.

Mens udlandets beholdning af statsobligationer gennem de senere år er vokset kraftigt, har interessen for realkreditobligationer været mere begrænset. Ved udgangen af 1994 udgjorde udlandets beholdning ca. 23 mia. kr. svarende ca. 3 pct. af den udestående mængde. Det tilsvarende tal ved udgangen af 1988 var på 31 mia. kr. Efter introduktionen af de nye 6 pct. realkreditobligationer steg udlandets beholdning fra september 1993 til februar 1994, men er efterfølgende faldet tilbage igen.

For aktiernes vedkommende var udlandets beholdning frem til 1992 forholdsvis begrænset. Fra 1992 til 1993 skete der imidlertid mere end en fordobling fra ca. 13 mia. kr. til ca. 27 mia. kr., hvilket svarer til 8 pct. af den cirkulerende aktiekapital på Københavns Fondsbørs. Denne trend er fortsat i 1994, hvilket ikke mindst må tilskrives TeleDanmark-emissionen. Udlandets beholdning af danske aktier ved udgangen af 1994 kan således skønsmæssigt anslås til 43 mia. kr.

Det er sjældent, at det er de endelige investorers nationalitet, der tænkes på ved opgørelser af, hvor omsætningen sker. Langt oftere tænkes der på lokaliseringen af den finansielle infrastruktur, der anvendes i formidlingen af obligationshandlen eller på værdipapirformidlernes geografiske placering.

Den finansielle infrastruktur udgøres bl.a. af handels-, informations- og afviklingssystemerne. Hvis to udenlandske investeringsbanker i London handler danske obligationer via en broker i London med afvikling i Euroclear, er det ikke svært at blive enige om, at handlen foregår i udlandet. Men når en London-baseret investeringsbank følger kursudviklingen på Københavns Fondsbørs via en skærm, og ringer til danske børsrådgivere for at handle med afvikling i Euroclear, er det lidt sværere at afgøre, om "omsætningen er flyttet".

Det er endvidere værd at være opmærksom på, at fordi omsætningen med danske værdipapirer i udlandet vokser, så betyder det ikke nødvendigvis, at omsætningen i Danmark falder. Det er således ikke utænkeligt, at en voksende interesse for og handel med danske obligationer i udlandet vil have en positivt afsmittende effekt på det danske marked. Først når omsætningen og prisfastsættelsen hovedsageligt foregår i udlandet, har det nationale marked alvorlige problemer.

2.2. Handels- og informationssystemer

Omsætningen med danske værdipapirer kan, som beskrevet i kapitel 5, foregå på flere måder. Af egentlige handelssystemer for danske statsobligationer findes kun match-, accept- og elektrobroker-systemerne på Københavns Fondsbørs (KF). Det er imidlertid kun en begrænset del af den samlede obligationsomsætning, der foregår i disse systemer. Den største del af den registrerede omsætning på Københavns Fondsbørs afsluttes over telefonen med efterfølgende indberetning. Dette gør sig specielt gældende for de likvide obligationer.

På grænsen mellem handelssystemer og informationssystemer ligger såvel interessesystemet på Københavns Fondsbørs som **brokerne**⁴⁾ i London. Både interessesystemet og London-brokerne må vurderes som ret vigtige kilder i omsætningsformidlingen af specielt statsobligationer. Da de London-baserede investeringsbanker normalt ikke ønsker at handle direkte med hinanden, må "truslen fra London" siges at komme fra brokerne.

Som mere **rene informationssystemer** kan nævnes, at flere af de danske og udenlandske værdipapirhandlere stiller priser på Blomberg- og Reuter-sider. Disse priser er ikke forpligtende, men af hensyn til handlerens renommé må de dog have et vist reelt indhold. Københavns Fondsbørs har også et informationssystem, der viser de bedste bud og udbud fra match- og acceptsystemerne samt løbende omsætningstal og kurser. Dette informationssystem anvendes af de store udenlandske værdipapirhandlere (samt visse indenlandske investorer).

Det er ikke på basis af den tilgængelige statistik muligt at aflæse, i hvor stort omfang omsætningen kan henføres til henholdsvis interessesystemet, informationssystemet på Københavns Fondsbørs, Reuter-skærme, brokerne i London eller andre steder.

2.3. Afviklingssystemerne

Med til finansiell infrastruktur hører naturligvis også clearing- og afviklingssystemerne. Ud over Værdipapircentralen er det muligt at

⁴⁾ Bemærk at definitionen af brokere i dette papir ikke omfatter værdipapirhandlerne, der typisk er organiseret som børsrådgivere (investment bank) eller pengeinstitut.

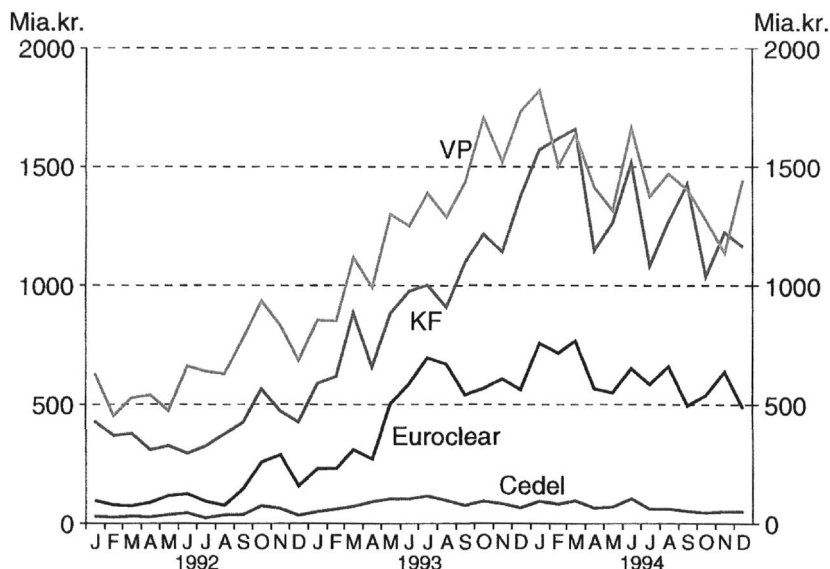
afvikle handler i danske værdipapirer i de internationale afviklingscentraler, Euroclear og Cedel⁵⁾, jf. kapitel 4.

Afviklingen må i stigende grad siges at være blevet en konkurrenceparameter i værdipapirhandlen og dermed en meget vigtig del af den finansielle infrastruktur. Der har tidligere været en tendens til, at stort set al omsætning med danske statsobligationer, der involverede udlændinge, blev afviklet i Euroclear (og i mindre grad Cedel). Dette skyldes ikke mindst manglen på afviklingsunderstøttende låneordninger i Værdipapircentralen samt den manglende mulighed for udlændinge til at deltage i betalingsformidlingen i VP-afviklingen. Herudover spiller det sandsynligvis også ind, at det i Euroclear og Cedel er muligt at samle store dele af sin internationale portefølje, mens Værdipapircentralen stort set kun opererer med kronefordringer. På det seneste tyder flere meldinger dog på en øget udenlandsk anvendelse af Værdipapircentralen, hvilket ikke mindst tilskrives det voksende repo-marked. For realkreditobligationer og aktier anvender udlændinge næsten udelukkende Værdipapircentralen.

I figur 2 er omsætningen med danske stats- og realkreditobligationer i de tre afviklingscentraler vist. For sammenligningens skyld er også KF-omsætningen vist, omend den ikke er opgjort på samme grundlag. For en uddybning af hvilke transaktionstyper, der ligger bag omsætningstallene henvises til bilag 1. Det er ikke muligt at lave en tilsvarende opgørelse for aktier, da der ikke findes tilgængelig statistik.

⁵⁾ Garantifonden for Danske Optioner og Futures er naturligvis også en del af den finansielle infrastruktur i Danmark. På grund af manglende statistisk materiale er den grænseoverskridende handel med afledte produkter imidlertid ikke behandlet i dette kapitel.

Figur 2: Omsætningen med kroneobligationer i afviklingscentralerne samt på Københavns Fondsbørs



Som det fremgår, er der en forholdsvis klar rangordning i omsætningstallene fra de fire kilder. Siden 1. halvår 1992 er omsætningen vokset til ca. det firedobbelte på Københavns Fondsbørs, det tredobbelte i Værdipapircentralen, det dobbelte i Cedel og det seksdobbelte i Euroclear. På Københavns Fondsbørs er der sket en stigning fra ca. 300 mia. kr. til ca. 1.200 mia. kr. pr. måned, i Euroclear er omsætningen vokset fra ca. 100 mia. kr. til ca. 600 mia. kr., i Cedel er omsætningen steget fra ca. 30 mia. kr. til ca. 60 mia. kr., og endelig er omsætningen i Værdipapircentralen steget fra ca. 500 mia. kr. til ca. 1.500 mia. kr. Det er værd at bemærke, at tallene indeholder såvel stats- som realkreditobligationer. Hvis der alene blev fokuseret på statsobligationer, ville billedet ændres en del, idet Euroclear og Cedel næsten udelukkende kan henføres til statsobligationer. For statsobligationer er Værdipapircentralens "førerposition" således væsentlig mindre. Det er således svært ud fra de aggregerede tal i figur 2 at sige noget konkret om konkurrencesituationen mellem Værdipapircentralen og de udenlandske afviklingscentraler, da der må antages at være meget stor forskel

mellem situationen for henholdsvis realkreditobligationer og statsobligationer.

2.4. Opdeling af omsætningen efter status som henholdsvis valutaindlænding og -udlænding

Det er ikke ud fra hverken handelssystemerne eller afviklings-systemerne direkte muligt at belyse om omsætningen med danske værdipapirer er flyttet til udlandet. Ved at kombinere de forskellige statistikker fra afviklingscentralerne og Københavns Fondsbørs med en femte kilde, nemlig valutastatistikken fra Nationalbanken, er det imidlertid muligt at konstruere tal, der belyser omsætningen ud fra, hvem der er part i handlen. Det bliver herved muligt, at få et billede af om handlen med danske værdipapirer i stigende grad sker mellem udlændinge.

Det er af flere grunde interessant i hvilket omfang indenlandske, henholdsvis udenlandske parter deltager i værdipapirhandlen. Herunder er markedsdeltagernes geografiske lokalisering interessant alene ud fra et ønske om at sikre arbejdspladserne i den indenlandske finansielle sektor.

Den samlede omsætning med danske værdipapirer kan inddeles i tre ikke-overlappende grupper:

- (1) Omsætningen mellem to valutaindlændinge,
- (2) omsætning mellem en valutaindlænding og en valutaudlænding, og
- (3) omsætning mellem to valutaudlændinge.

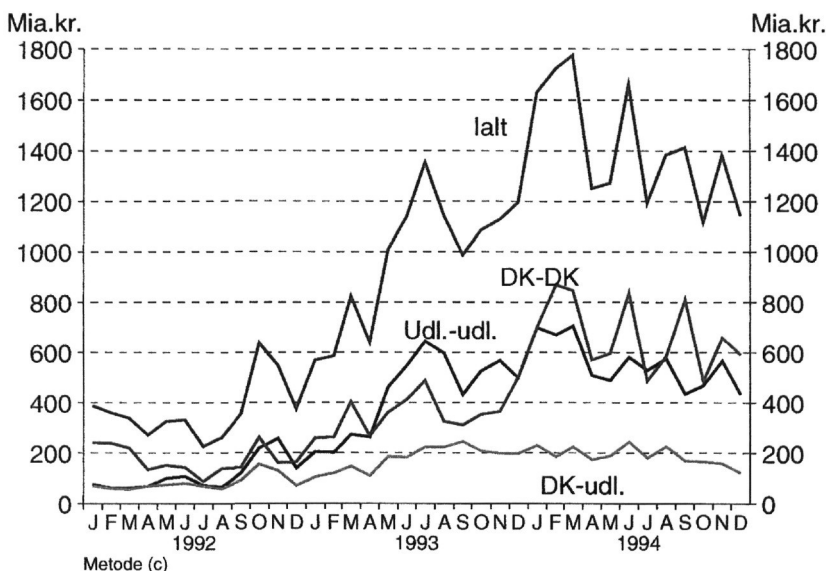
Opdelingen af omsætningen på denne måde tager således udgangspunkt i, **hvem der handler**, og ikke i hvilket handels- eller informationssystem der anvendes, eller hvor afviklingen af handlen sker.

Det er ikke helt uproblematisk at foretage denne opdeling. Det er i bilag 1 nærmere beskrevet, hvordan det er gjort for henholdsvis statsobligationer, realkreditobligationer og aktier, ligesom der er foretaget alternative beregninger for statsobligationernes vedkommende.

2.5. Statsobligationer

Figur 3 viser en opdeling af omsætningen med statsobligationer. Datagrundlaget, der er anvendt i figur 3 og 4, er korrigeret for Nationalbankens transaktioner i markedet, jf. bilag 1.

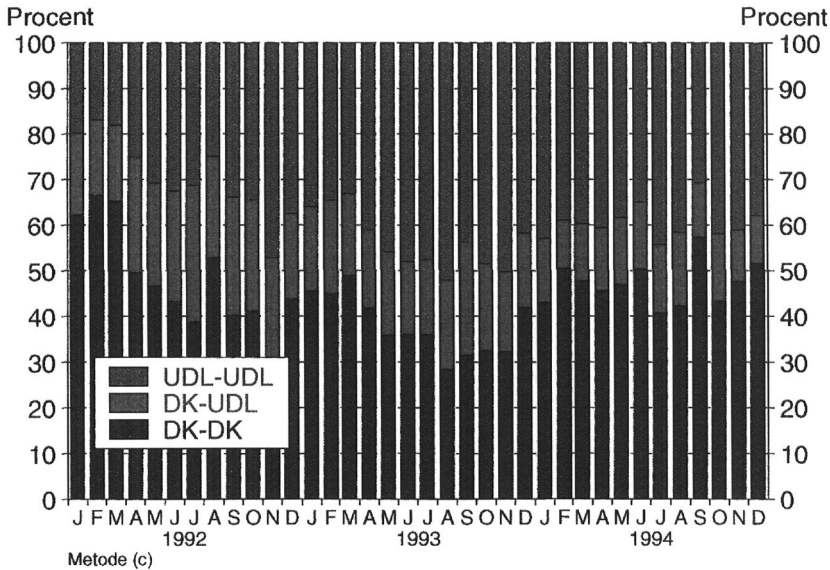
Figur 3: Omsætningen med danske statsobligationer ekskl. Nationalbankens transaktioner fordelt efter status som henholdsvis valutaindlænding og valutaudlænding.



Den samlede omsætning er i den betragtede periode steget fra ca. 400 mia. kr. pr. måned til ca. 1.200 mia. kr., jf. figur 3. Dette skyldes ikke mindst den stigende repo-omsætning. Den største del af omsætningen foregår mellem valutaindlændinge (DK-DK), mens omsætningen mellem valutaudlændinge (Udland-Udland) og mellem indlændinge og udlændinge (DK-Udland) i høj grad har fulgt hinanden indtil slutningen af 1992. Herefter er den rent udenlandske omsætning steget mest. Gennem den største del af 1993 var omsætningen mellem valutaudlændinge (udland - udland) faktisk større end omsætningen mellem indlændinge (DK - DK). For 1994 har det omvendte været tilfældet.

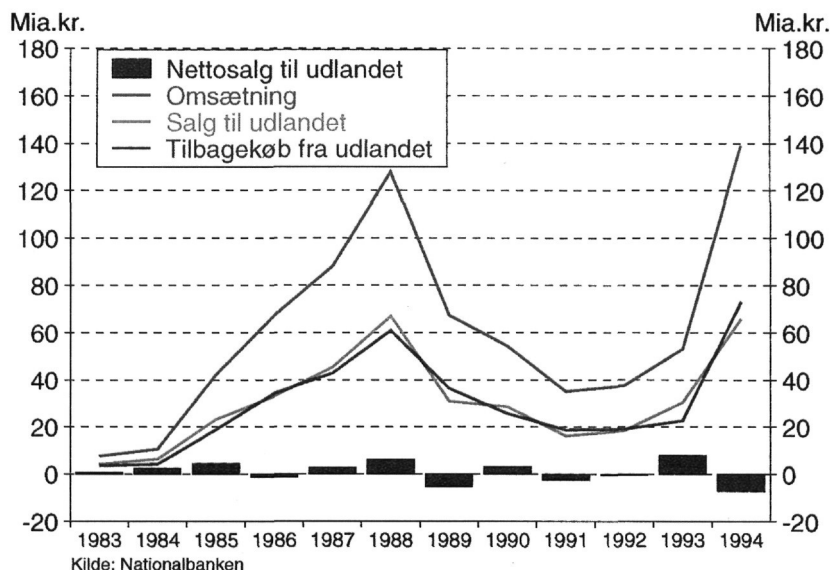
I figur 4 er tallene fra figur 3 gengivet som procent af den samlede omsætning.

Figur 4: Andel af omsætningen med danske statsobligationer ekskl. Nationalbankens transaktioner fordelt efter status som henholdsvis valutaindlænding og valutaudlænding.



Som det fremgår af figur 4, var der frem til midten af 1993 en klar tendens til en stærk stigning i den rent udenlandske andel af omsætningen. Den rent udenlandske andel af omsætningen udgjorde på dette tidspunkt knap 50 pct. mod 20 pct. i starten af 1992. Siden er andelen faldet til knap 40 pct. Hertil skal lægges, at yderligere ca. 10 pct. af omsætningen sker mellem en udlænding og en indlænding, således at ca. halvdelen af al omsætning med danske statsobligationer sker med medvirken af mindst én udlænding.

Figur 5: Salg til og tilbagekøb fra udlandet af danske realkreditobligationer.

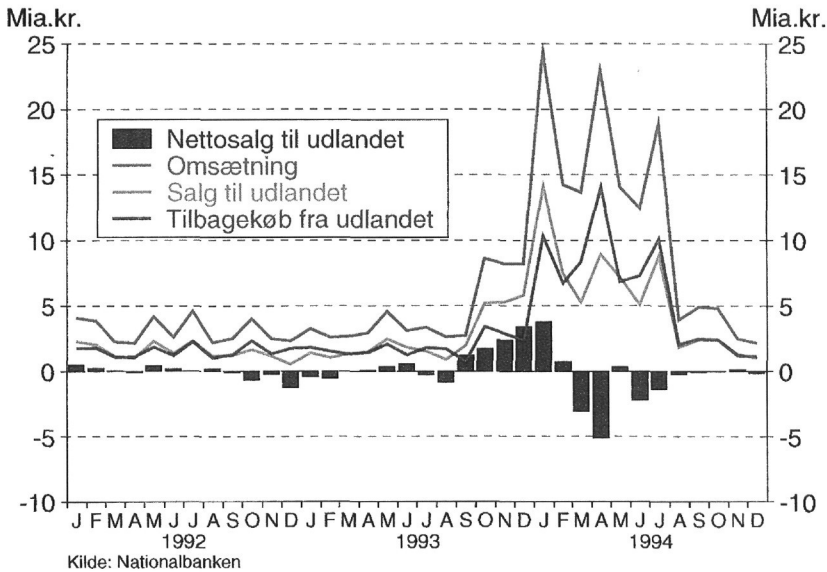


I figur 5 er vist 1) salget af realkreditobligationer til udlandet, 2) tilbagekøbet fra udlandet, 3) nettosalget (salg minus køb) og 4) den samlede omsætning (salg plus køb) opgjort alene ud fra valutastatistikken fra Nationalbanken.

Frem til 1988 steg såvel udlandets beholdning (nettosalget var positivt) som den samlede omsætning. Fra 1989 til 1992 skete der samlet en nedbringelse af udlandets beholdning, og omsætningen faldt kraftigt gennem perioden. Denne udvikling stoppede i 1993, og i 1. halvår 1994 steg omsætningen markant og oversteg det hidtidige toppunkt i 1988.

Til uddybning af den seneste udvikling er tallene for 1992, 1993 og 1994 vist på månedsbasis i figur 6.

Figur 6: Salg til og tilbagekøb fra udlandet af danske realkreditobligationer.

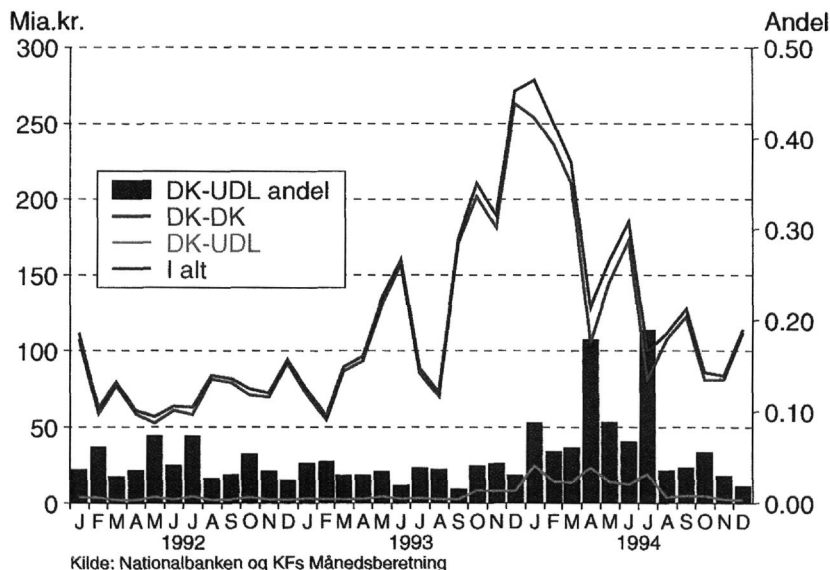


Frem til september 1993 lå såvel salget som tilbagekøbet omkring et niveau på ca. 1,5 mia. kr. pr. måned, hvorved nettosalget svingede omkring 0 og omsætningen omkring 3 mia. kr. Dette mønster må antages i nogen udstrækning at afspejle passive udtrækninger og genplaceringer i relation til de beholdninger, der var opbygget frem til midten af 1980'erne. I perioden fra oktober til december 1993 tog omsætningen fart og steg til ca. det tredobbelte. Dette kan stort set alene forklares ved udlandets interesse for de nye 6 pct. obligationer. I januar, hvor der for første gang var meget store udtrækninger p.g.a. konverteringsbølgen, voksede omsætningen kraftigt. Med 25 mia. kr. blev omsætningen endnu engang tredoblet. Der var imidlertid et stort nettosalg til udlandet i januar 1994, så udtrækningerne kan ikke forklare omsætningsstigningen alene. Som det fremgår af figur 6 er således både salget og tilbagekøbet vokset. I april og juli, som også var en stor indfrielsesmåned var omsætningstallene ligeledes meget store. Efter udtrækningerne i juli måned er omsætningen faldet tilbage på niveauet fra før introduktionen af de nye 6 pct.-obligationer. Det er således ikke lykkedes at

gøre udenlandske investorer interesseret i danske realkreditobligationer på mere varig basis.

En anden måde at illustrere, at omsætningen mellem valutaindlændinge og -udlændinge er begrænset, er at sammenholde tallene med den rent indenlandske omsætning af realkreditobligationer. Som et mål for den rent indenlandske omsætning er anvendt Københavns Fondsbørs' omsætningstal fratrasket omsætningen fra valutastatistikken. De to omsætningskategorier er vist i figur 7. Som det fremgår, er omsætningen mellem indlændinge helt dominerende, og den andel af omsætningen der sker med udlændinge er hastigt vigende (3 pct. i december 1994).

Figur 7: Omsætning med danske realkreditobligationer.



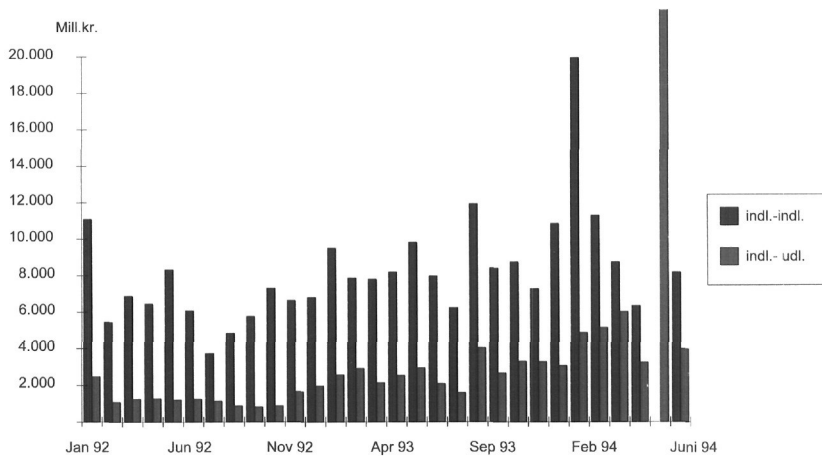
2.6. Aktier

På tilsvarende måde som for statsobligationer og realkreditobligationer er omsætningen med aktier i dette afsnit opdelt efter valutastatus. Herudover er vist udviklingen i brugen af SEAQ Int., der er et handelsunderstøttende system under London Stock Exchange.

Afsnittet viser, at der i perioden har været en stigende omsætning med udlandet, og at det danske aktiemarked ikke længere kan betegnes som et rent nationalt marked.

2.6.1. Opdeling af omsætningen efter status som henholdsvis valutaindlænding og -udlænding

Figur 8: Omsætning i danske aktier opdelt efter valutastatus.



Note: Valutastatistikken for maj 1994 viser en bruttoomsætning på 22,8 mia. kr., hvilket skyldes, at førstegangsomsætning i forbindelse med emissionen i Tele Danmark er indeholdt. Omsætningen på Københavns Fondsbørs var i samme måned på 11,8 mia. kr. Dette betyder, at den rent indenlandske omsætning i maj, der udregnes som omsætning på Københavns Fondsbørs fratrukket valutastatistikken, bliver nul.

Figur 8 viser, at der har været en stigende omsætning med udlandet siden januar 1992. Især fra august 1993 og frem til og med marts 1994. Den rent indenlandske omsætning har i samme periode svinget en del uden, at der tilsvarende har været en stigende trend. Den store omsætning med udlandet i maj 1994 skyldes, at førstegangsomsætning i forbindelse med emissionen i Tele Danmark er indeholdt i valutastatistikken. Bruttoomsætningen med udlandet for

maj 1994 blev på 22,8 mia. kr., og udlandet er registreret for et samlet køb på 19,5 mia. kr.

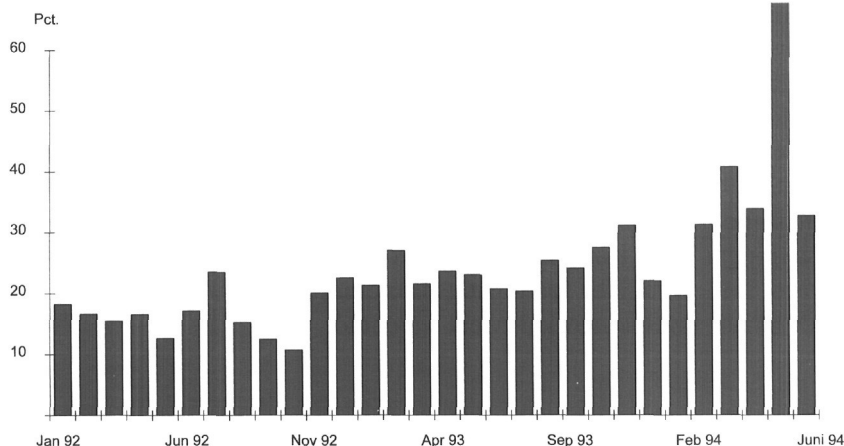
Figur 9 viser, at den andel af den samlede omsætning i danske aktier, der sker med udlandet, er øget i perioden. I 1993 udgjorde udlandsomsætningen i gennemsnit 24 pct. af den samlede omsætning i danske aktier, mens denne andel er øget til i gennemsnit 32 pct. i første halvår af 1994 (ekskl. maj måned).

P.g.a. at førstegangsomsætning kan være indeholdt i valutastatistikken er tallet 32 pct. nok en anelse overvurderet. Der har været stor emissionsaktivitet i første halvår af 1994, og den andel heraf, der er afsat til udlandet, vil være indeholdt i valutastatistikken (omsætningen med udlandet).

Til sammenligning udgør omsætning med udlandet for statsobligationer i første halvår af 1994 ca. 15 pct. af den samlede obligationsomsætning ekskl. den rent udenlandske omsætning. Selv når der korrigeres for førstegangsomsætningen, der er indeholdt i valutastatistikken, er omsætningsandelen mellem valutaindlænde og -udlænde større for aktier end for obligationer. Umiddelbart synes det således at kunne konkluderes, at aktieomsætningen også i et ganske pænt omfang er blevet internationaliseret, men at de udenlandske handlede i høj grad går gennem en danske værdipapirhandler.

For aktier er trenden dog stigende, mens der for obligationer har været et fald i omsætningen med udlandet siden august 1993.

Figur 9: Andel af omsætning i danske aktier der sker med udlandet.



Note: Udlandsomsætningen for maj 1994 udgør over 100 pct. af den samlede omsætning i danske aktier, idet førstegangsomsætning i forbindelse med Tele Danmark emissionen er indeholdt i valutastatistikken.

2.6.2. Omsætning i danske aktier i London

For at få et bedre billede af den udenlandske omsætning med danske aktier ses der i dette afsnit lidt nærmere på London-markedet.

En stor del af udlandsomsætningen i danske aktier sker i London - via London Stock Exchanges (LSE) SEAQ Int.

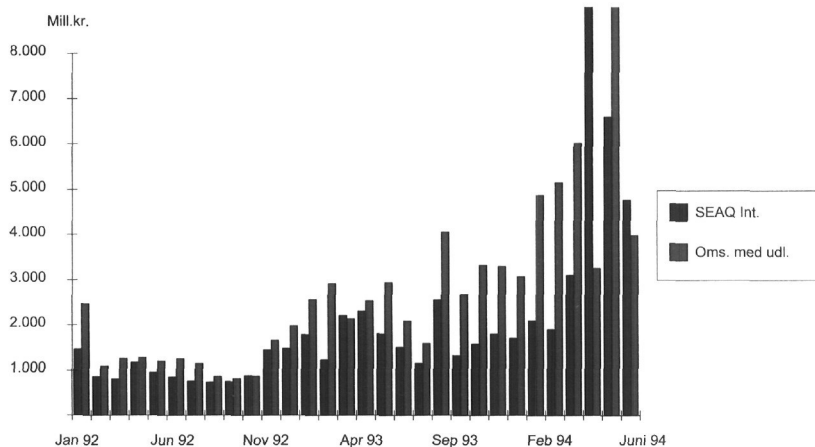
SEAQ Int. er et elektronisk handelsunderstøttende informations-system, hvor der kan stilles priser i ikke-engelske aktier. Kun medlemmer af LSE, der har market maker forpligtelser, har adgang til at stille priser i systemet. Bikuben, Den Danske Bank og Unibank er medlemmer af London Stock Exchange SEAQ International.

Indberetningsreglerne for SEAQ er nærmere beskrevet i bilag 1.

Metoden i dette afsnit afviger fra de tidligere afsnit i kapitlet. Formålet er her at undersøge i hvor stor grad den konstaterede omsætning mellem en valutaudlænding og en valutaindlænding kan henføres til den dominerende udenlandske markedsplads, SEAQ Int. Jo større denne andel er, jo dårligere er den konkurrencemæssige situation for Københavns Fondsbørs i relation til den grænseoverskridende andel.

Figur 10 viser omsætningen i danske aktier på SEAQ Int. sammenholdt med den samlede udlandsomsætning i danske aktier. Figuren viser, at der har været en stigning i begge omsætningstal siden januar 1992 - især i første halvår af 1994. SEAQ's omsætningstal er steget markant i andet kvartal af 1994, hvilket skyldes stor omsætning i Tele Danmark. Tallene for april og maj skal dog tages med forbehold idet førstegangsomsætning i forbindelse med Tele Danmark emissionen kan være indeholdt.

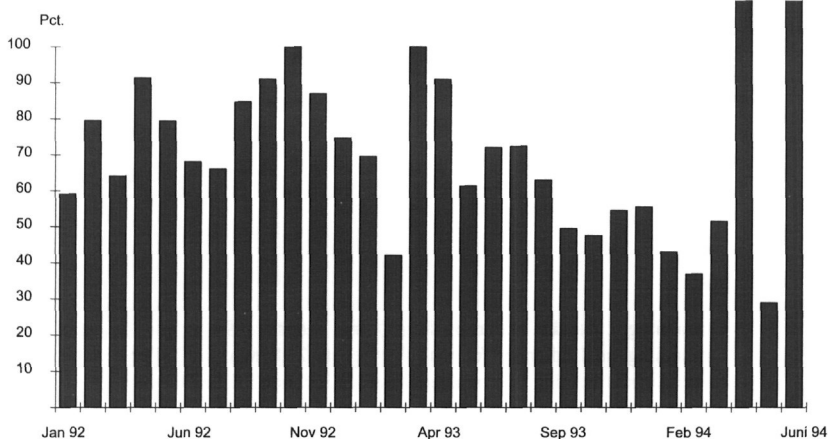
Figur 10: Omsætning i danske aktier med udlandet samt omsætning registreret på SEAQ Int.



ningen i juni 1994 overstiger den samlede udlandsomsætning. I 1993 udgjorde SEAQ-omsætningen 66 pct. af den samlede udlandsomsætning.

Når SEAQ Int. omsætningen overstiger den samlede udlandsomsætning i danske aktier kan dette være udtryk for en ren udenlandsk omsætning. Specielt med noteringen af Tele Danmark må det antages, at der vil ske en stigende ren udenlandsk omsætning.

Figur 11: SEAQ Int.'s andel af den samlede omsætning i danske aktier med udlandet.



Note: SEAQ Int.'s andel af den samlede omsætning med udlandet i danske aktier i april 1994 er langt over 100 pct., idet den registrerede SEAQ-omsætning blev på 15,1 mia. kr. p.g.a. Tele Danmark emissionen.

2.6.3. Hvilke danske aktier handles på SEAQ

Omsætningstallene fra SEAQ Int. er opgjort på aktieklasseniveau. Herved er det muligt at se, hvilke aktier der omsættes. Tabel 1 viser, hvor stor en andel omsætningen i udvalgte aktier udgør via SEAQ Int. i forhold til omsætningen på Københavns Fondsbørs. Tabellens

tal giver en indikation af størrelsen af udlandsomsætningen i disse aktier (1992 - 1. halvår 1994).

For gruppen i alt er der sket en stigning i den andel af omsætningen, der er sket via SEAQ Int. i 1. halvår af 1994. Stigningen skyldes udelukkende stor handel i Tele Danmark, hvor der bl.a. i maj og juni blev omsat for 7,6 mia. kr. mod 6,1 mia. kr. på Københavns Fondsbørs. Udover stor interesse for Tele Danmark kan en forklaring på den store omsætning i maj på SEAQ Int. være, at der fortsat indgår førstegangsomsætning. Medregnes Tele Danmark omsætningen hverken på Københavns Fondsbørs eller SEAQ Int., er brugen af SEAQ Int. i 1. halvår af 1994 uændret i forhold til 1993.

Betragtes de enkelte aktier, er især omsætningen af Unidanmark øget, og aktien er den næstmest omsatte aktie i halvåret efter Tele Danmark. Omsætningen i Novo Nordisk, der tidligere var den mest omsatte aktie på SEAQ Int., samt Den Danske Bank er faldet i 1. halvår af 1994 i forhold til 1993.

Tabel 1: Omsætning på SEAQ Int. i udvalgte danske aktier opgjort i pct. af omsætning på Københavns Fondsbørs.

	1992 pct.	1993 pct.	Jan. - Juni 1994 pct.
Sophus Berendsen B	22	26	31
Novo Nordisk B	41	25	25
Den Danske Bank	14	30	20
Unidanmark A	n.a.	20	33
ISS B	36	30	10
Danisco	12	15	18
Tele Danmark ¹⁾			110
Total	13	16	22

Omsætningen er omregnet til DKK ved brug af valutakursen ultimo perioden (1992, 1993 og juni 1994).

Omsætningen i Novo Nordisk indeholder omsætning i både Novo Nordisk B samt den aktieklasser, der er noteret i New York: Novo Nordisk B ADR.

- 1) Tele Danmarks omsætningstal på SEAQ' Int. er renset for april-omsætningen, der blev på 13,5 mia. kr. Omsætningen er taget ud, idet en stor del af omsætningen kan henføres til førstegangsomsætning. Dette understreges bl.a. af, at den omsætningsvægtede gennemsnitskurs på SEAQ var 311 kr. (udbudskurs = 310), mens gennemsnitskursen på Tele Danmark på NYSE og Københavns Fondsbørs var omkring 330 kr.

En af forklaringerne på stigningen i Unidanmark er dels øget udenlandsk interesse i aktien, og dels stor omsætning i forbindelse med emissionen i marts 1994. Generelt viser tallene, at der bliver registreret stor omsætning på SEAQ Int. i forbindelse med emissioner og introduktioner. Ved noteringen af Girobank i december 1993 udgjorde SEAQ-omsætningen 45 pct. af omsætningen på Københavns Fondsbørs. Igen gælder det, at en del af denne omsætning er førstegangsomsætning, hvorfor SEAQ's omsætning kan være overvurderet i forhold til omsætningen på Københavns Fondsbørs.

Et andet interessant forhold omkring SEAQ's tal er, at selskaber, der har søgt om notering på en børs, men hvor aktierne endnu ikke er optaget til notering, kan handles på SEAQ Int. I marts 1994 var der f.eks. en omsætning i Københavns Lufthavne på næsten 0,5 mia. kr., selvom aktien først kom til notering på Københavns Fondsbørs i april 1994.

2.7. Hovedresultater fra underudvalgets spørgeskemaundersøgelse

Underudvalg 4 har gennemført en spørgeskemaundersøgelse med det formål at belyse danske markedsdeltageres handel med udlandet i danske værdipapirer i perioden 1992 til og med 1. halvår 1994.

Formålet var dels at belyse omfanget af handelen med udlandet og udviklingen heri og dels at belyse sammensætning i denne handel, herunder fordelingen på udenlandske brokere, udenlandske banker og børsrådgivere og udenlandske investorer⁶⁾.

Besvareelserne bestod delvis af en række verbale beskrivelser som har kvalificeret udvalgets drøftelser og beskrivelser af markedets situation og udvikling. De talmæssige besvareelser er præsenteret på et overordnet niveau i det følgende.

Det skal bemærkes, at talmaterialet er fremskaffet under meget stort tidspres. Dette betyder, at opgørelserne må tolkes forholdsvist forsigtigt.

2.8. Fondshandlernes omsætning med udlandet

For fondshandlernes vedkommende indgår ca. 80-90 pct. af de handelsberettigede i besvarelsen. Endvidere er der oplysninger fra de store realkreditinstitutter.

Undersøgelsen viser, at de handelsberettigede er meget internationalt orienterede, idet en stor andel af deres omsætning i danske noterede værdipapirer finder sted med udlandet. Den andel af omsætningen, der foregår med udlandet, har været markant stigende de seneste år for repoer, aktier og derivater, jf. tabel 2. For repoer og aktier nærmer andelen sig halvdelen af omsætningen. Derimod har der været et mindre fald i den andel af omsætningen med udlandet der vedrører obligationer. De handelsberettigede udfører i gennemsnit 1/4 af deres omsætning i danske statsobligationer med udlandet. Dette stemmer overens med opgørelserne af KF-tallene og valutastatistikken.

⁶⁾ Spørgeskemaet fremsendtes til: Finansrådet, Børsrådgiverforeningen, Realkreditrådet, Assurandør-Societetet, Arbejdsmarkedspensionsrådet, AMP-S om arbejdet, LD og ATP.

Finansrådet og Børsrådgiverforeningen udarbejdede et fælles svar. Assurandør-Societetet, Arbejdsmarkedspensionsrådet og AMP-Samarbejdet fremsendte ligeledes et fælles svar. Sekretariatet har endvidere modtaget svar fra Realkreditrådet, ATP, LD, Pen-Sam og Lægernes Pensionskasse.

Tabel 2: Udlandsomsætningens andel af de handelsberettigedes omsætning i danske værdipapirer i pct.

	1992	1993	1. halvår 1994
Statsobligationer	26	29	26
Realkreditobligationer	4		5
Repo	19	31	45
Aktier	26	31	45
Derivater	15	28	33

Kilde: Børsudvalgets spørgeskemaundersøgelse.

De handelsberettigedes handel med udlandet fordeler sig med over halvdelen på udenlandske banker og børsrådgivere, mens handelen med udenlandske investorer udgør lidt over 1/4 og handelen med udenlandske brokere lidt under. Anvendelsen af udenlandske brokere er steget meget på få år, jf. tabel 3.

Tabel 3: Udlandsomsætningens fordeling på modparter, danske obligationer, i pct.

	1992	1993	1. halvår 1994
Brokere	1	11	17
Banker & Børsrådgivere	71	58	58
Investorer	28	31	25
I alt	100	100	100

Kilde: Børsudvalgets spørgeskemaundersøgelse.

Omkring 2/3 af de handelsberettigede oplyser, at de anvender en lille kreds af London-brokere til handel med statsobligationer. Brokerne anvendes overvejende passivt, dvs. at de modtager og accepterer tilbud fra London-broderen. Kun en mindre del lægger selv bud og udbud ind hos broderen. Brokernes andel af omsætningen har været voksende de senere år.

Tabel 4: Udlandsomsætningens fordeling på modparter, danske repo-handler, i pct.

	1992	1994	1. halvår 1994
Brokere	0	0	10
Banker & Børsmæglere	95	80	75
Investorer	5	20	15
I alt	100	100	100

Anm.: Opgørelsen over repohandler er behæftet med stor usikkerhed.

Kilde: Børsudvalgets spørgeskemaundersøgelse.

For repohandlen har der ligeledes været en markant stigning i anvendelsen af udenlandske brokere - fra 0 pct. i 1993 til 10 pct. i 1994, jf. tabel 4.

På aktiesiden udgør handel med udlandet en stigende andel af fondshandlernes samlede omsætning fra 25 pct. i 1992 stigende til 45 pct. i 1. halvår 1994. På aktieområdet anvendes London-brokerne ikke. Aktiehandelens fordeling på udenlandske investorer og udenlandske banker og børsmæglere har været nogenlunde konstant de senere år. Handelen med udenlandske investorer udgør omkring 1/3 af den udenlandske omsætning, mens handel med udenlandske banker og børsmæglere udgør 2/3, jf. tabel 5.

Tabel 5: Udlandsomsætningens fordeling på modparter, danske aktier, i pct.

	1992	1993	1. halvår 1994
Brokere	0	0	0
Banker & Børsmæglere	72	66	69
Investorer	28	34	31
I alt	100	100	100

Kilde: Børsudvalgets spørgeskemaundersøgelse.

På derivatomsætningen anvendes brokerne ikke. Investorhandelen med udlandet udgør for derivater en stor og stigende andel fra 45 pct. i 1992 til 65 pct. i 1. halvår 1994, jf. tabel 21.

Tabel 6: Udlandsomsætningens fordeling på modparter, danske derivater, i pct.

	1992	1993	1. halvår 1994
Brokere	0	0	0
Banker & Børsmæglere	55	44	35
Investorer	45	56	65
I alt	100	100	100

Kilde: Børsudvalgets spørgeskemaundersøgelse.

Danske realkreditinstitutter har hidtil anvendt udenlandske brokere i meget begrænset omfang, men fra 1. halvår 1994 udgør brokerhandel 26 pct. af den samlede handel med udlandet, som er steget fra nær 0 til 42 mia. kr. i 1. halvår 1994. Heraf udgøres ca. halvdelen af repobaserede handler. Den kraftige stigning i realkreditinstitutternes handel med udlandet hænger sammen med Nykredits status som handelsberettiget⁷⁾.

2.9. Danske institutionelle investorers handel med udlandet

Danske institutionelle investorer anvender i altovervejende grad danske handelsberettigede som formidlere ved handel med udlandet. Derved har investorerne kun i meget ringe grad handlet direkte med udlændinge. Visse investorer har dog oplyst, at der allerede i dag handles med London-huse. Investorerne oplyser, at de udenlandske værdipapirhandlere hurtigt vil kunne blive et attraktivt alternativ til danske værdipapirhandlere, hvis den nuværende tendens til begrænset konkurrence og gennemsigthed føres videre.

De fleste investorer har oplyst, at det ikke er muligt at foretage en talmæssig opgørelse over omfanget af handelen med udlandet.

2.10. Konklusion

Som det er fremgået af ovenstående, er det forbundet med store vanskeligheder at opgøre om omsætningen med danske værdipapirer er flyttet til udlandet.

⁷⁾ Nykredits handel indgår både i opgørelsen fra Realkreditrådet og Finansrådet/Børsmæglerforeningen.

Ved at kombinere opgørelsen af omsætning efter valutastatus med den foretagne spørgeskemaundersøgelse fremkommer der på trods af de talmæssige vanskeligheder et ret klart billede. Dette billede er imidlertid forskelligt for de forskellige delmarkeder, hvorfor de er gennemgået hver for sig.

Der er ingen tvivl om, at udlændinge er involveret i en større andel af omsætningen med statsobligationer i dag end ved indgangen til 1992. Det bedste skøn tyder således på, at knap 40 pct. af den samlede omsætning med danske statsobligationer foregår mellem to udlændinge; mens yderligere ca. 10 pct. involverer én valutaudlænding.

Med udgangspunkt i spørgeskemaundersøgelsen kan det endvidere konstateres, at de danske handelsberettigedes udenlandske modparter ved handel med statspapirer i stigende grad er broker. Denne udvikling må siges at være bekymrende, idet brokernes handelssystemer må siges at være reelle konkurrenter til Københavns Fondbørs' handelssystemer.

Mens statsobligationer er blevet en internationalt handlet vare, er realkreditobligationer på trods af en midlertidig fremgang i forbindelse med konverteringsbølgen endnu stort set alene et indenlandsk anliggende.

Siden 1992 har der været en stigende omsætning i danske aktier med udlandet. Omsætningen med udlandet udgjorde i første halvår 1994 (ekskl. maj) i gennemsnit 32 pct. af den samlede omsætning i danske aktier mod 17 pct. i hele 1992.

En af forklaringerne på den stigende omsætning med udlandet i første kvartal af 1994 er de relativt mange emissioner og introduktioner, der har været i danske aktier. Omsætningstallene fra SEAQ Int., der er opgjort på aktieklasseniveau, viser en relativ stor omsætning i de danske aktier, hvor der har været emission eller nyintroduktion (Girobank, Unidanmark, Københavns Lufthavne og Tele Danmark). Dvs. at udlandet aftager relativt mange aktier i forbindelse med emissioner og introduktioner.

Tendensen til at udlændinge i stigende grad handler danske aktier bekræftes af spørgeskemaundersøgelsen. Det fremgår heraf, at mens de danske handelsberettigedes omsætning i danske aktier i 1992 for

26 pct.'s vedkommende involverede udenlandske modparter, så er tallet i 1. halvår steget til 45 pct.

Samlet set kan situationen for aktier beskrives ved, at en stadig større andel af omsætningen sker med udlændinge, og at der er en reel risiko for handel med specielt de mest likvide aktier i stigende grad flytter til udlandet, herunder til SEAQ Int.

Som det fremgår af ovenstående har der kunnet registreres en stigende tendens til handel med attraktive danske værdipapirer i London. Det drejer sig særligt om statsobligationer, men også aktier er kommet godt med. Af statsfinansielle grunde har statsgældspolitikken været tilrettelagt med henblik på appellere til en så bred investorkreds som muligt, for herigennem at mindske finansieringsomkostningerne. Dette har betydet, at udstedelserne er sket i store likvide serier af stående lån, som også udenlandske investorer har været interesseret i. Salg af værdipapirer til udlandet har endvidere været en vigtig kilde til den kapitalimport, der finansierede betalingsbalanceunderskuddene frem til 1990. Generelt kan den fri adgang til og fra de internationale kapitalmarkeder udnyttes til at reducere danske låntageres finansieringsomkostninger og tiltrække udenlandske investeringer til landet. Øgede udenlandske ejerandele er endvidere en naturlig følge af et stigende ønske hos investorer i mange lande om at diversificere deres porteføljer.

For de meget likvide danske værdipapirer har der i de sidste 10-20 år kunnet registreres en stigende udenlandsk ejerandel. For statsobligationer er andelen således på knap 30 pct. efter midlertidigt at have været helt oppe på ca. 45 pct. For aktier ligger andelen på knap 10 pct. og for realkreditobligationer er andelen kun få pct., hvilket må anses for at være en utilfredsstillende lav andel i lyset af den generelle tendens til internationalisering. Specielt for aktierne er der dog tegn på at udviklingen kan være ved at vende.

Den generelle tendens til koncentration af den internationale værdipapirhandel i benchmarkpapirer trækker også i retning af øget udenlandsk omsætning. I Europa fører denne tendens til, at handelen med disse meget omsatte papirer i stigende grad føres til London-markedet. Denne udvikling udgør en trussel for alle andre markeder i Europa, herunder København.

I værste fald kan tabet af omsætning til udlandet medføre, at den tilbageværende handel i Danmark ikke kan medvirke til at finansiere

en infrastruktur, der kan understøtte omsætning og afvikling i alle - også de mindre - aktie- og obligationsserier. En sådan udvikling vil kunne forringe finansieringsmulighederne for de mange mindre og mellemstore danske virksomheder, der ikke har praktisk mulighed for at hente kapital i udlandet.

For det danske værdipapirmarked er truslen således, at omsætningen i attraktive danske værdipapirer i stigende omfang finder sted via udenlandske broker sy sterner og handels- og informationssystemer. London-brokers stigende handel med danske børsnoterede statsobligationer og den øgede handel med danske aktier på SEAQ Int. er et udtryk for en skærpelse af konkurrencesituationen.

Kapitel 3

Gennemsigtighed i værdipapirhandelen på Københavns Fondsbørs og andre europæiske børser

Dette kapitel falder i 4 dele. Første del (3.1) er en gennemgang af anvendte begreber og definitioner. Anden del (3.2 - 3.4) udgør en beskrivelse af gennemsigtighed, indberetningspligt og markeds- overvågning på det danske værdipapirmarked og udviklingen heri siden gennemførelsen af børsreform I i 1986. Tredje del (3.5. og 3.6.) søger at sammenholde niveauet for gennemsigtighed på det danske værdipapirmarked med andre europæiske børser. Fjerde del indeholder en kort beskrivelse af udsteders oplysningsforpligtelser på Københavns Fondsbørs i sammenligning med de tilsvarende forpligtelser på udenlandske børser.

Gennemsigtighed kan ikke meningsfyldt ses som et isoleret fænomen. Investorernes og øvrige markedsdeltageres betryggelse som følge af gennemsigtigheden i markedet bør ses i snæver sammenhæng med handelens organisering, kutyper og likviditet i markedet. Derfor kan en sammenligning af reguleringen af gennemsigtighed på de europæiske børser kun give et udgangspunkt for drøftelse af markedets reelle gennemsigtighed og ikke nødvendigvis et fuldgyldigt billede af investorbeskyttelsen i markedet. Dette kapitel bør ses i snæver sammenhæng med kapitel 6 og 11.2.

3.1. Anvendte begreber og definitioner

Gennemsigtighed omfatter i vid forstand adgang til alle de oplysninger, der er i markedet, og som påvirker prisdannelsen på værdipapirer. Gennemsigtighed omfatter derfor information om udstedere og værdipapirer, om markedets udbud og efterspørgsel og eksterne forhold af betydning for værdipapirers prisdannelse.

I det følgende betragtes gennemsigthed dog i en noget snævrere forstand, jf. nedenstående definition.

For at sikre at værdipapirhandlen foregår på en gennemsigtig måde, er det nødvendigt med krav til offentliggørelsen af de relevante markedsoplysninger vedrørende børshandlen. Tilsvarende er en effektiv markedsovervågning en forudsætning for, at der er tiltro **til**, at handlen sker redeligt, herunder at der ikke anvendes intern viden eller anden markedsmanipulation.

Gennemsigthed omfatter adgangen til at få oplysninger om de kurser, hvortil der handles. Herved får man mulighed for at kontrollere, hvorvidt en udført transaktion på det regulerede marked er sket på markedsvilkår. Der skelnes i sammenhæng hermed ofte mellem førhandels- og efterhandelsoplysninger. Førhandelsoplysninger giver et indblik i, til hvilke priser, der kan handles for den relevante handelsvolumen. Efterhandelsoplysninger viser tilsvarende, til hvilke priser der de facto er blevet handlet.

Selvom gennemsigthedsregler må siges først og fremmest at være udformet af hensyn til investorerne, er det også afgørende for de øvrige markedsaktører, dvs. såvel udstedere som de handelsberettigede, at markedet er gennemsigtigt.

Markedsovervågningen har til formål at sikre redelige markedsforhold, herunder afsløring og efterforskning af eventuel insiderhandel eller anden form for overtrædelse af de fastlagte regler for værdipapirhandlen. Der er derfor behov for at indhente oplysninger, der muliggør markedsovervågning og kontrol samt i visse tilfælde efterfølgende udredning vedrørende et specifikt hændelsesforløb i forbindelse med en værdipapirhandel. Markedsovervågningsfunktionen medvirker på denne måde til at give investorer m.fl. en tryghed ved det pågældende børsmarkeds funktionsmåde i form af, at overholdelse af hæderlighed, fairness, lige vilkår og lignende vil blive påset.

Markedsovervågningsfunktionerne på børsen påvirker ikke direkte prisdannelsen på markedet, da der ikke videreformidles oplysninger til de øvrige markedsdeltagere. Derimod er formålet med gennemsigthed pr. definition videreformidling af information til andre aktører på det pågældende marked.

Et vigtigt kendetegn ved et velfungerende marked er høj likviditet, og at forskellen mellem købs- og salgsprisen ("*spreadet*") er lille, samt at der kan foretages transaktioner for store beløb, uden at markedskursen påvirkes nævneværdigt. Høj likviditet vil bl.a. kræve, at der i værdipapirhandelen deltager værdipapirhandlere, der er villige til at påtage sig en risiko som mellemlid mellem køberne og sælgerne af værdipapirerne, hvis ikke antallet af købere og sælgere for de relevante transaktionsomfang er meget stort.

Diskussionen af kravene til gennemsigtighed kædes til tider sammen med opdelingen i ordre- og prisdrevne systemer, herunder *market making*. I ordredrevne systemer er værdipapirhandlernes funktion i princippet at udføre ordrer på vegne af kunder. I sin yderste konsekvens har "ren" ordredreven handel form af kommissionshandel. I prisdrevne systemer stiller værdipapirhandlerne derimod forpligtende priser, hvortil man er villig til at købe og sælge for nærmere fastsatte mængder. Prisdreven handel vil typisk rubriceres som *market making*.

De forskellige handelsformer stiller forskellige krav til gennemsigtighed.

Ved handel i likvide papirer gælder følgende principper:

En investor kan aftale med en børsrådgiver, at en ordre skal udføres over Københavns Fondsbørs' handelssystemer. Derved opnår investor adgang til at se førhandelsprisen på ordren indlagt som et handelstilbud i de elektroniske systemer. Efterfølgende kan fondsnotaen sammenholdes med efterhandeisinformationen fra fondsbørsen.

En strakshandelspris skal investor kunne vurdere ved at sammenligne med efterhandeisinformationen, hvorved han får et billede af hvilke priser, der p.t. handles til.

Handelsformerne på værdipapirmarkedet er behandlet nærmere i afsnit 5.1.

For at skabe rammerne for et likvidt værdipapirmarked eksisterer der på visse børser aftaler om *market making* mellem en kreds af handelsberettigede, som ønsker at påtage sig de gensidige forpligtelser på det pågældende markedssegment, og som har den

nødvendige styrke til at opfylde de opstillede betingelser for deltagelsen.

Denne form for *market making* indebærer, at der dannes et kerne-marked mellem de involverede handelsberettigede, som gør det muligt for den enkelte deltager at videretransferere risikoen ved en handel til de øvrige deltagere. Hensigten er, at de handelsberettigede herved får mulighed for at stille op for større beløb over for investorer og andre markedsaktører. *Market making* i kernemarkedet skal således skabe et mere likvidt marked og en skarpere prisstillelse (et mindre *spread*) over for bl.a. investorerne i detailmarkedet.

Prisstillelse i forhold til investorerne indebærer, at et antal handelsberettigede erklærer sig rede til at stille op med forpligtende købs- og salgspriser. På en del børser betragtes denne form for prisstillelse over for investorer som *market making*.

Incitamentet for *market makerne* vil ofte være de gensidige rettigheder og forpligtelser mellem *market makerne* i forhold til andre markedsaktører samt vished for, at oplysningerne om indgåelse af særligt store handler ("*blokhandler*") først kommer til andres kendskab med en vis tidsforskydning.

Der findes på en række børser særlige regler om *blokhandler*, f.eks. i London, Paris og Amsterdam. Sådanne regler kan tjene til at beskytte *market-makerne* over for andre *market-makerne* for derved at øge risikovilligheden og hermed *market-makeres* mulighed for at stille op for store beløb over for investorerne.

På andre børser, f.eks. i Norge, Sverige og Finland, har man dog ikke særlige *blokhandelsregler*. I Sverige er der dog særlige regler for henholdsvis små, mellemstore og store mængder. De øvrige nordiske obligationsmarkeder er ikke børsmarkeder, og der er derfor ikke særlige *blokhandelsregler* for obligationshandler på de øvrige markeder.

Reglerne betyder, at investorer og udstedere og andre handelsberettigede forholdes information. Det er derfor vigtigt, at særlige regler for *blokhandler* ikke benyttes til en generel sænkning af niveauet for gennemsigtighed, men derimod til at styrke markedets effektivitet og likviditet.

I et prisdrevet marked for meget omsatte papirer, hvor markedet makere indbyrdes stiller tovejs-priser, er der behov for en pålidelig efterhandeisinformation, der viser investorerne, hvor markedet ligger. I et ordredrevet marked for mindre handlede papirer er der behov for såvel før- som efterhandeisinformation, for at kunne vurdere den aktuelle situation på markedet. I praksis er det imidlertid vanskeligt at få en god kvalitet i såvel før- som efterhandeisinformation for illikvide papirer.

Hvis effektiviteten i omsætningen af disse papirer skal øges, er det nødvendigt at styrke gennemsigtigheden f.eks. gennem en øget efterhandeisinformation til alle markedsdeltagere snarere end at begrænse den nuværende informationsmængde.

3.2. Baggrunden for de nuværende regler for gennemsigtighed m.v. på Københavns Fondsbørs

Ved børsreformen i 1986 var holdningen den, at en effektiv børs indebærer, "at alle har mulighed for samme informationsniveau og samme viden om priserne og bevægelserne i markedet på samme tidspunkt", jf. Fondsbørsreform (1985), side 37 ff. Samtidig blev det i rapporten understreget, at indberetningen måtte ske så hurtigt som muligt for at sikre en tidstro information.

Baggrunden for denne målsætning var, at det danske værdipapirmarked de foregående år havde været præget af en beskeden gennemsigtighed, ikke mindst hvad angik efterhandelsoplysninger.

For at bedre gennemsigtigheden foresloges det i betænkningen, at der blev indført en indberetningspligt for handler indgået såvel i det elektroniske system som handler indgået uden for systemet. Indberetningspligten omfattede som udgangspunkt børsrådgivningselskaber og de institutter, som er tilsluttet Værdipapircentralen som kontoførende institutter. Samtidig tilsluttede man sig et forslag om en indberetningsfrist på 90 sekunder efter en handels indgåelse for handler indgået uden for det elektroniske system, hvor der ikke skete automatisk indberetning.

Mens det overordnede mål i betænkningen var at nå et højt informationsniveau, var der på den anden side ikke en nærmere diskussion af forskellige former for information på de enkelte markedssegmenter, ligesom der ikke blev påpeget en eksplicit skillelinje mellem kravene til markedsovervågning og gennem-

sigtighed. Det forventedes, at en meget stor del af handlen ville foregå via de elektroniske handelssystemer. Dette er i dag kun tilfældet på aktiesiden og til dels derivatsiden.

Diskussionen om gennemsigtighed og markedsovervågning har taget en betydelig drejning i forhold til børsreformen i 1986. I takt med internationaliseringen af værdipapirhandlen, udviklingen af nye måder at tilrettelægge handlen på samt væksten i værdipapir-omsætningen, har det internationalt, men også her landet, været debatteret, hvorledes et effektivt marked mest hensigtsmæssigt kan skabes, samtidig med at der sikres et højt informationsniveau om markedsforholdene. En generel konklusion har været, at der ved opbygningen af et effektivt marked må tages højde for delmarkeder-nes særlige kendetegn. Der kan således ikke generelt peges på, at en form for markedsindretning er bedre end en anden. Som følge heraf er det også uhensigtsmæssigt i lovgivningen at beskrive konkrete regler for markedets indretning.

Målet ved den forrige børsreform om at nå en høj grad af gennemsigtighed på det danske børsmarked må efter Børsudvalgets opfattelse siges i princippet at være nået. På den anden side må det vurderes, at markedsudviklingen har medført, at reglerne for gennemsigtighed, herunder den såkaldte 90 sekunders regel, på visse områder har været oplevet som uhensigtsmæssige i forhold til at sikre en effektiv værdipapirhandel. Der har i de senere år været visse tendenser til, at indberetningsreglerne ikke overholdes f.eks. på markedssegmenter, hvor reglerne kan have været opfattet som uhensigtsmæssige, bl.a. i forhold til handlen med de samme værdipapirer i udenlandske systemer.

Samtidig har der vedrørende markedsovervågningen de senere år været en øget fokusering på at undgå overtrædelser i reglerne for redelig handelsadfærd. Dette har bl.a. givet sig udslag i nye lovregler om brug af intern viden.

3.3. Udviklingen siden fondsbørsreformen

Siden fondsbørsbetæknungen i 1985 har det danske børsmarked i høj grad ændret afgørende karakter på flere områder.

Den hurtige markedsmæssige udvikling har samtidig illustreret, at det kan være vanskeligt at opstille præmisserne for en ny regulering på basis af eksisterende markedsforhold, hvis der ikke efterlades

plads til at foretage foranstaltninger, der tager hensyn til nye markedsforhold.

Som beskrevet i kapitel 1 og 5 er det danske værdipapirmarked blevet internationaliseret. Resultatet er blevet, at især de danske benchmarkobligationer i højere grad handles i udenlandske systemer og ofte gennem udenlandske investeringsselskaber.

En del af handlen med danske værdipapirer foregår hermed uden for de danske børssystemer og uden indberetning til Københavns Fondsbørs.

I disse udenlandske systemer - f.eks. i form af værdipapirbrokere - stilles der ofte ingen krav til gennemsigtighed for obligationshandlen. Der kan herved opstå en fare for, at prisoplysninger i fondsbørsens systemer anvendes som basis for handler i udenlandske systemer, hvor der ikke stilles samme krav i forbindelse med gennemsigtigheden, og hvor man hermed får bedre muligheder for at foretage store handler, uden at dette påvirker kursen. Vanskelighederne ved at gennemføre store handler i det danske børsmarked forklares fra handlerside bl.a. med de gældende indberetningsregler.

Herudover er tilrettelæggelsen af handelen undergået betydelige forandringer for især de likvide værdipapirer. Fra at være en ordredreven handel er der de senere år opstået en tendens til øget brug af prisdrevne systemer, herunder market making. Ved den ændrede handelsform bliver en langt større del af handlen end førhen udtryk for udveksling af positioner mellem de professionelle markedsdeltagere. Der bliver derfor en mere udtalt opdeling i et decideret kernemarked og et detailmarked.

Behovene for ændrede handelsformer medførte, at Københavns Fondsbørs i maj 1992 besluttede at oprette et handelsunderstøttende system til brug for de handelsberettigedes indbyrdes handel. Systemet, der benævnes interessesystemet, skulle tage konkurrencen op med handelsunderstøttende tiltag, der var opstået ved siden af Københavns Fondsbørs systemer.

Det er med interessesystemet lykkedes at bringe en del af handlen tilbage til Københavns Fondsbørs' systemer. Et kendetegn ved interessesystemet er, at kun de handelsberettigede har adgang til at se oplysningerne om købs- og salgstilbud. Derimod skal alle afsluttede

handler følge den almindelige indberetningspligt, dvs. 90 sekunders reglen.

Fra efteråret 1992 har der i interessesystemet været *market making* for en række udvalgte papirer mellem handelsberettigede, der har været interesseret i at deltage, og som har opfyldt de opstillede krav. Ved *market making* stilles der forpligtende priser for nærmere angivne beløb mellem de handelsberettigede. Afsluttede handler skal også i forbindelse med *market making* opfylde den almindelig indberetningspligt, mens der ikke er generel adgang til at følge førhandelsinformationen for investorer m.fl. Et resultat af *market making* i de toneangivne papirer har naturligt været, at en større andel af de afsluttede handler nu sker mellem de handelsberettigede indbyrdes, ligesom omsætningen er steget.

I september 1994 introducerede Københavns Fondsbørs elektrobrokersystemet til brug for handel i toneangivne obligationer. Formålet med det nye system er at give handelsberettigede på Københavns Fondsbørs et bedre værktøj, som de yderligere kan bruge til at effektivisere obligationsmarkedet og til at få en del af obligationsomsætningen tilbage fra London, nemlig den del, der foregår via de London-baserede brokere.

Elektrobrokersystemet omfatter de mest omsatte obligationer og rentefutures. 18 af de 26 handelsberettigede virksomheder er tilmeldt systemet, heriblandt 5 udenlandsk ejede. Kun de tilmeldte deltagere kan se de indlagte bud/udbud, mens informationen om indgåede handler (efterhandeisinformation) udsendes til alle informationsmodtagere på Københavns Fondsbørs, herunder også investorerne.

Det nye system har allerede fået en positiv effekt, idet 46 pct. af handlen nu foregår over Københavns Fondsbørs handelssystemer imod tidligere 30 pct. Samtidigt indikerer tilbagemeldingerne fra markedsdeltagerne, at elektrobrokersystemet har medvirket til at styrke markedet omkring Københavns Fondsbørs og dermed trukket en del af omsætningen tilbage fra London-markedet.

Af betydning har det også været, at det er blevet klarere, at kravene, der kan stilles for forskellige værdipapirtyper, kan være forskellige. Dette har bl.a. afspejlet sig i, at Københavns Fondsbørs på det seneste er begyndt på visse markedssegmenter at fastsætte regler, der afviger fra 90 sekunders reglen. Dette gælder indtil videre handlen indgået i CIBOR-relaterede instrumenter samt repo-baserede handler.

Endelig må det nævnes, at der internationalt - ikke mindst i EU - har været lagt vægt på at skabe rammerne for mere redelige markedsforhold i tilknytning til markedsovervågningen. Dette har medført nye krav i relation til insiderhandel. De nye opgaver for Københavns Fondsbørs har haft en mere myndighedspræget karakter end de traditionelle opgaver.

3.4. En vurdering af erfaringerne med gennem-sigtigheden

Som nævnt var et af hovedformålene med børsreform 1 at skabe en bedre gennemsigtighed på det danske børsmarked. Dette mål må i princippet vurderes at være opfyldt, bl.a. som et resultat af indberetningspligten.

Der er dog ved konkrete undersøgelser af overholdelsen af indberetningspligten afsløret manglende overholdelse af den gældende indberetningspligt⁸⁾.

For aktiehandlens vedkommende foregår 85 pct. af handlen mellem handelsberettigede i de elektroniske handelssystemer. Der opnås herved en forholdsvis god gennemsigtighed, idet førhandelsinformation i høj grad kommer til markedets kendskab. Suppleret med 90 sekunders indberetningsfrist gives her også en internationalt høj standard for efterhandeisinformation.

Gennemsigtighedskravene må ses uafhængig af om handler foregår over Københavns Fondsbørs' handelssystemer eller uden for systemer, da indberetningspligten gælder i begge tilfælde.

Det har siden iværksættelsen af børsreform 1 vist sig, at der i visse tilfælde kan være behov for en "oplysningsdiskrimination". Dette illustreres bl.a. ved iværksættelsen af interessesystemet og elektrobrokersystemet.

Mens man i fondsbørsbetænkningen i 1985 koncentrerede sig om at indføre en generel indberetningspligt, så har den senere markedsudvikling således vist behov for mere nuancerede regler for gennemsigtighed, jf. f.eks. den allerede indførte "oplysningsdiskrimination". Børsudvalgets nærmere overvejelser herom fremgår af afsnit 11.2.

⁸⁾ Finanstilsynets undersøgelser er beskrevet i afsnit 6.2.6.

3.5. Sammenligning af gennemsigtighed på europæiske børser

Gennemsigtighed kan ikke betragtes isoleret fra andre forhold omkring værdipapirmarkeder. Gennemsigtighed indebærer, at markedsdeltagerne kan se de priser, der kan handles til, eller som der er blevet handlet til. Gennemsigtighed belyses derfor ved før- og efterhandeisinformation på markedet/børsen. Gennemsigtigheden i et givet marked afhænger i høj grad af handelsformer og -kutymer, og på hvilke papirer der handles, ligesom der er stor forskel på reglerne for handel med forskellige typer af værdipapirer (obligationer, aktier og derivater) i de forskellige lande. Dette vanskeliggør sammenligninger imellem landene.

I bilag 2 beskrives gennemsigtigheden på udvalgte børser i Europa belyst ved den før- og efterhandeisinformation, som børserne offentliggør. Kortlægningen viser, at de forskellige lande har organiseret deres markeder forskelligt. Hovedvægten er lagt på de officielle markeder, og det er i den sammenhæng væsentligt at gøre sig klart, at en meget stor del af obligationsomsætningen i udlandet foregår på uregulerede interbank-markeder/systemer.

Udviklingen igennem de seneste år er gået i retning af hurtigere og mere omfattende handelsinformation til både børsmedlemmer og offentligheden. Dette er sket i takt med, at flere og flere børsmarkeder er blevet moderniseret ved at overgå fra fysiske markedspladser med opråb til fuldt elektroniske handelspladser.

De fleste børser giver førhandelsinformation til såvel børsmedlemmerne som offentligheden for aktiemarkedet. Det er ikke helt så udbredt for obligationsmarkedet. Kun de tyske børser udsender ikke førhandelsinformation af nogen art til offentligheden, hvilket skal ses i lyset af, at der på disse børser er tale om fysiske markedspladser med gulvhandel og lukkede ordrebøger. Hertil kommer, at det svenske pengemarkedsinformationssystem, hvor hovedparten af de svenske obligationer handles, ikke leverer førhandelsinformation til offentligheden. Der er her tale om et "lukket" informationssystem til brug for handel med obligations- og pengemarkedsinstrumenter, der primært servicerer interbankmarkedet.

Alle børser giver en forholdsvis omfattende information om indgåede handler. I de fleste tilfælde gives information i tilknytning til handlernes gennemførelse eller som løbende information om

enkelthandler, når det gælder aktier. Informationen vedr obligationshandel er dog typisk mere summarisk, hvilket skal ses i lyset af, at obligationer i de fleste lande primært omsættes på interbankmarkedet. Det bør også nævnes, at det i udlandet især er statsobligationer, der omsættes og i mindre udstrækning erhvervsobligationer. Der er ikke som i Danmark tradition for realkreditfinansiering af byggeri.

Den før- og efterhandeisinformation, som offentliggøres fra Københavns Fondsbørs, er mere omfattende end på de fleste øvrige obligationsmarkeder, hvorfor gennemsigtigheden i det danske obligationsmarked internationalt set er stor.

Den udbredte metode til løbende udstedelser i samme serier som anvendes inden for realkreditfinansiering stiller krav om fortsat at opretholde et højt niveau for efterhandeisinformation.

Med de nye systemer i Holland - ATM og ASSET - gives offentligheden summarisk før- og efterhandeisinformation for handler på engrosmarkedet. Førhandelsinformationen fra ASSET indeholder dog alene indikative priser fra brokere og andre børsmedlemmer. I Sverige får markedet alene realtidsinformation fra SOX, hvor kun en meget lille del af obligationsomsætningen foregår.

I de fleste lande handles derivater på specielle børser, der samtidig forestår afviklingen og registreringen af kontrakterne. Af de omhandlede børser er det kun på Københavns og Oslo børser, at man kan handle såvel derivater som de primære instrumenter aktier og obligationer på samme børs. Alle de omtalte specielle derivatbørser har, efter amerikansk forbillede, indført børspligt, hvilket indebærer, at alle ordrer ekspederes via børsen. Derivatmarkedet i Danmark og til en vis grad Norge har ikke en sådan regel. Til gengæld vurderes handlen med OTC-optioner og futures⁹⁾ at være begrænset i forhold til mange udenlandske markeder, hvor OTC-omsætningen kan være særdeles omfattende. De elektroniske derivatbørser (OM, OMLX, FOM og DTB) viser typisk hele ordrebogen realtids til såvel medlemmer som offentligheden og har således et meget højt niveau for før-handelsinformation.

⁹⁾ Dvs. optioner og futures, der ikke er børsnoterede.

London børsen adskiller sig informationsmæssigt noget fra de øvrige børser - herunder også henregnet de omtalte derivatbørser - idet der oplyses "konkurrerende" tovejs-priser fra de pågældende market makere i hvert papir. På de øvrige børser oplyses bedste (nogle steder alle) bud/udbudspriser for hvert papir og eventuelt også mængderne uafhængigt af, hvem mægleren er - ofte offentliggøres mægleridenterne slet ikke. Der er generelt et meget højt førhandelsinformationsniveau for aktier i London som følge af, at alle market makernes tovejs-priser offentliggøres via børsens informations-system, og for de mest omsatte aktier er der tale om "faste priser", som investorerne kan handle til, mens det for mindre omsatte aktier alene er indikative priser, som investorerne dermed ikke kan være helt sikre på at kunne handle til.

En anden forskel mellem London og det øvrige Europa er, at London børsen baserer sin handel på et handelsunderstøttende system, hvor *market makerne* stiller priser i systemet, og hvor handlerne efterfølgende aftales i telefonmarkedet, mens de øvrige børser i stor udstrækning gør brug af hel- og halvautomatiske handelssystemer med direkte sammenføring af bud og udbud. *Market-maker* ordningen i London er kendetegnet ved at være rettet mod kunder, dvs. investorer m.v. Der skelnes derfor mellem virksomhed som *market-maker* og mægler. De tyske børser, Amsterdam børsen og flere af derivatbørserne (LIFFE, MATIF, MONEP og EOE) har, som tidligere nævnt, stadig "gulvhandel", hvor specialister forestår sammenføringen/fastsætter handelspriserne på basis af indlagte bud/udbud. Paris børsen adskiller sig fra de øvrige børser ved, at alle handler, som medlemmerne deltager i inden for børsens åbningstid, skal udføres via børsens handelssystemer. Dette gælder dog ikke blokhandler.

3.6. Gennemsigtighedsniveauet på det danske værdipapirmarked

Gennemgangen af de europæiske børser og markeder viser, at handlens organisering, herunder kutymen og systemer, er meget forskellige, hvorfor der ikke kan drages entydige konklusioner om hvilken markeds- eller handelsform, der er bedst egnet for henholdsvis obligationer, aktier og derivater. Gennemsigtigheden på de enkelte børser og markeder er meget forskellig, hvilket gør, at der ikke entydigt kan fastsættes en international standard for gennemsigtighed. Dette forhold afspejles ligeledes i forarbejderne til ISD.

Samlet skønnes det, at den reelle gennemsigthed på det danske obligationsmarked er højere end i de fleste andre europæiske lande. Førhandelsinformationen er typisk knap på udenlandske obligationsmarkeder. For de mest likvide obligationer i Danmark er førhandelsinformationen fra fondsbørsen ganske vist også beskeden, idet handelen i vidt omfang finder sted uden for handelssystemerne. På dette område har en hurtig og præcis information om indgåede handler imidlertid størst betydning for en god gennemsigthed. 90 sekunders-regler betyder her, at indgåede handler meget hurtigt - også i international målestok - kommer til markedets kendskab. For øvrige obligationsserier skønnes førhandelsinformationer i Danmark at være mere omfattende end i andre lande.

På aktiesiden skønnes gennemsigtheden, at være på gennemsnittet af europæiske børser eller måske lidt over i kraft af de seneste års tendens til en mere udbredt anvendelse af handelssystemerne.

På derivatsiden sammenlignes gennemsigtheden på Københavns Fondsbørs med de officielle udenlandske derivatmarkeder med børspligt. Da anvendelsen af Københavns Fondsbørs' handelssystemer skifter med markedsudviklingen skønnes gennemsigtheden her at være lidt under det generelle europæiske niveau.

3.7. Udsteders oplysningsforpligtelser

Gennemsigthed er i de foregående afsnit betragtet som omfanget af og distributionen af prisoplysninger i markedet. Gennemsigthed kan dog - i et bredere perspektiv - betragtes som omfanget af og distribution af alle oplysninger om værdipapirer og tilhørende udstedere, der har betydning for den løbende prisfastsættelse i markedet. Derfor kan det være relevant også i en gennemsigtheds-sammenhæng at se på udsteders oplysningsforpligtelser.

I betænkning nr. 1230 fra 1992 om børsnoterede selskaber er udsteders oplysningsforpligtelser i en række lande beskrevet¹⁰⁾.

Det fremgår af et bilag til betænkningen, at Københavns Fondsbørs' oplysningsforpligtelser i 1991 lå på niveau med Sverige og Norge. Børserne i UK og USA havde væsentligt højere krav til oplysningsforpligtelser. Det gælder specielt på regnskabssiden. Tyskland lå på

¹⁰⁾ Jf. resuméet i bilag 3.

et niveau med Danmark, hvor dog en del oplysninger afgives i henhold til aktieselskabsloven og ikke i henhold til børsreguleringen.

Det bemærkes, at oplysningsforpligtelserne kan være ændrede siden 1991.

Kapitel 4

Afviklings- og registreringsforhold

4.1. Generelle tendenser

Med ophævelsen af kapitalrestriktionerne og den øgede økonomiske integration mellem de europæiske lande skete der, som beskrevet i kapitel 1, gennem 1980'erne en internationalisering af de nationale værdipapirmarkeder. Mens de internationale kapitalmarkeder tidligere havde fokuseret på udstedelser, der var specielt rettet mod dette marked, som f.eks. *Eurobonds*, rettedes opmærksomheden i stigende grad mod de store likvide aktie- og obligationsudstedelser på de nationale markeder.

Den øgede omsætning og den øgede afstand mellem markedsdeltagerne, der fulgte med internationaliseringen, betød, at det i forbindelse med afviklingen i stigende omfang var et problem at anvende fysiske værdipapirer. Da den teknologiske udvikling samtidig muliggjorde en meget sikker håndtering af store datamængder, blev de fysiske værdipapirer gennem 1980'erne i en række lande, herunder Danmark, afløst af "elektroniske værdipapirer", hvilket både med hensyn til effektiviteten og sikkerheden i afviklingen var et stort fremskridt.

Skabelsen af elektroniske værdipapirer er sket enten gennem **immobilisering** eller **dematerialisering**.

Immobilisering indebærer, at skabelsen af de elektroniske værdipapirer sker ved, at den centrale institution, der fører det elektroniske register, inddrager fysiske værdipapirer fra cirkulation og i stedet registrerer rettighederne til de pågældende værdipapirer på interne værdipapirkonti. Der sker ikke nogen annullering af de inddragede værdipapirer ved immobilisering, og typisk vil der fortsat cirkulere tilsvarende fysiske værdipapirer.

I en række lande opstod der værdipapircentraler, som fik ansvaret for samlet opbevaring og kontoføring af de professionelle markedsdeltageres beholdninger af værdipapirer. Eksempler herpå er Deutscher Kassenverein AG i Tyskland og Sicovam i Frankrig.

Dematerialisering indebærer, at der ikke eksisterer fysiske værdipapirer, hvilket enten kan ske ved, at de fysiske værdipapirer inddrages fra cirkulation og annulleres samtidig med registreringen på værdipapirkontoen, eller ved at udstedelsen sker direkte i registreringssystemet, uden at der på noget tidspunkt har eksisteret fysiske værdipapirer. I Danmark blev de elektroniske værdipapirer skabt gennem dematerialisering i Værdipapircentralen. Danmark var det første land i verden, der skabte elektroniske værdipapirer gennem dematerialisering. Det juridiske grundlag blev givet i lov om en værdipapircentral.

Garantifonden for Danske Optioner og Futures udsteder i dematerialiseret form en række afledte produkter, der noteres på Københavns Fondsbørs. Garantifonden for Danske Optioner og Futures har i forbindelse med registreringen af afledte produkter en speciel funktion som garant for, at kontrakten vil blive opfyldt, hvilket ikke findes tilsvarende i værdipapircentralsystemet. Garantifondens virksomhed er ikke reguleret i den nugældende lovgivning, men er baseret på et regelsæt, som godkendes af myndighederne.

For de udstedelser, der var specielt rettet mod de internationale kapitalmarkeder, herunder først og fremmest de såkaldte *Eurobonds*, eksisterer der to vigtige specialiserede institutioner, Euroclear og Cedel, der står for afvikling af disse værdipapirer.

Cedel er beliggende i Luxembourg og underlagt Luxembourgs ret. Selskabsformen er aktieselskab. Cedel har for nylig fået tilladelse som kreditinstitut. Ejerkredsen er clearingdeltagerne. Der eksisterer en 5 pct. ejerandelsbegrænsning.

Den selskabsmæssige og juridiske struktur i Euroclear er mere kompliceret. Euroclearsystemet ejes af et belgisk aktieselskab med de 120 oprindelige stiftere som ejere. Aktieselskabet har lejet systemet ud til et kooperativ, der ud over de oprindelige ejere omfatter brugerne. Det er kooperativet, der udstikker den overordnede politik i Euroclear. Kooperativet har indgået en kontrakt med Bruxelles-filialen af Morgan Guaranty Trust Company of New York. Moderselskabet i New York er en af de banker i verden, som

tillægges størst kreditværdighed af de anerkendte rating-bureauer. I praksis er det den belgiske bankfilial, der er kernen i Euroclearsystemet, da alle pengekonti føres i Morgan Guaranty Trust Companys bøger.

I en række år eksisterede de nationale og internationale afviklingscentraler side om side med en i praksis monopolagtig stilling på deres respektive markedssegmenter. Med internationaliseringen af handlen med de store likvide udstedelser på de nationale markeder er denne situation markant ændret. Det er specielt konkurrencen vedrørende indenlandske statsobligationer mellem de enkelte nationale afviklingscentraler (som f.eks. Værdipapircentralen, Deutscher Kassen verein og Sicovam) over for de internationale afviklingscentraler (som Euroclear og Cedel), der har været i fokus, mens de nationale afviklingscentraler indtil nu ikke har været i indbyrdes konkurrence i noget væsentligt omfang.

Mens Euroclear og Cedel i starten af 1980'erne stort set udelukken de afviklede *Eurobond*-transaktioner, er situationen i dag den, at afviklingen af nationalt udstedte obligationer i disse institutioner er 5-10 gange så stor som for *Eurobonds*.

Samtidig med internationaliseringen og den øgede kommercielle konkurrence mellem afviklingscentralerne er der i stigende grad kommet fokus på de risici, afviklingen af værdipapirtransaktioner kan indebære. Der har således i flere internationale fora været udført et stort arbejde med at beskrive de forskellige typer af risici og fremsætte anbefalinger om, hvordan de kan mindskes.

4.2. Internationaliseringen og den øgede konkurrence

Konkurrencen på afviklingsområdet er, som beskrevet i 4.1., hovedsagelig grænseoverskridende, forstået på den måde, at de nationale afviklingscentraler konkurrerer med Euroclear og Cedel om afviklingen af transaktionerne i de nationale udstedelser. Der findes nogle enkelte tilfælde, hvor en udenlandsk afviklingscentral etablerer sig i det land, hvor de ønsker at konkurrere. Samtidig med den indbyrdes konkurrence, samarbejder de nationale afviklingscentraler med Euroclear og Cedel, idet et godt samlet afviklingssystem er en vigtig konkurrenceparameter, der gør det pågældende værdipapirmarked mere interessant for internationale investorer. Et eksempel på et sådant samarbejde er den indgåede aftale mellem Værdipapircentralen og Euroclear.

Der har tidligere været en tendens til, at stort set al omsætning med danske statsobligationer, der involverede udlændinge, blev afviklet i Euroclear og i mindre grad i Cedel. Dette må naturligvis til dels tilskrives, at mange udlændinge er bekendt med dette system i forvejen og allerede har afholdt omkostninger til tilslutning, herunder også omkostninger til systemtilpasning og afviklingskreditter. Men også forhold i de danske regelsæt - manglende mulighed for at få alle større deltagere med i betalingsformidlingen i værdipapircentralssystemet, manglen på en afviklingsunderstøttende udlånsordning - må antages at have forringet Værdipapircentralens konkurrenceevne.

Den øgede udenlandske interesse for danske værdipapirer har således gennem de seneste år medført, at en stigende andel af transaktionerne med danske værdipapirer afvikles i udenlandske afviklingscentraler. I kapitel 2 er udviklingen i omsætningen med danske obligationer i Værdipapircentralen, Euroclear og Cedel nærmere beskrevet.

Af hensyn til effektiviteten i det danske værdipapirmarked er det vigtigt at sikre, at udlændinge finder det attraktivt at anvende de danske afviklingssystemer. Dette må sikres gennem en videreudvikling af de nuværende systemer og en tilpasning til internationale forhold, således at et betydningsfuldt og konkurrencedygtigt dansk afviklingssystem bevares.

4.3. Udviklingen i kravene til afviklingssystemerne

I takt med den øgede omsætning med værdipapirer, den bredere deltagerkreds på de enkelte markeder og den øgede opmærksomhed

på risici i den finansielle sektor generelt, bliver der stillet stadig større krav til håndteringen af risici¹¹⁾ i forbindelse med afviklingen.

Der er de senere år kommet en række internationale rapporter, der har behandlet afviklingssystemerne ud fra denne indgangsvinkel. Pionerarbejdet på området må siges at være rapporten "*Clearance and Settlement Systems in the Worlds Securities Markets*" fra den uafhængige organisation "Group of Thirty" samt "*Delivery versus Payment in Securities Settlement System*" fra en centralbankanalyse-gruppe under G-1 O-landene.

- ¹¹⁾ Der sondres normalt mellem følgende typer risici i forbindelse med afvikling.

Hovedstolsrisiko er risikoen for, at en part i en transaktion afgiver sin ydelse uden at modtage modydelsen, det vil sige, at en sælger leverer en post værdipapirer uden at modtage betaling herfor, eller en køber betaler købesummen uden at modtage værdipapirerne.

Genplaceringsrisiko er risikoen for, at modparten i en endnu ikke afviklet transaktion misligholder sin forpligtelser på afviklingsdagen. Denne risiko måles som det potentielle tab, en part kan lide ved at foretage den samme transaktion til de aktuelle markedspriser, når det bliver klart, at modparten misligholder sin del af aftalen. En genplaceringsrisiko kan afdækkes ved indbetaling af margin til dækning af mulige udsving i kursen på de pågældende værdipapirer.

Systemisk risiko er risikoen for, at en deltager i afviklingen misligholder sine forpligtelser og derved forårsager, at andre deltagere heller ikke kan overholde deres forpligtelser og dermed starter en kædereaktion, der truer det samlede finansielle system.

Håndteringsrisiko er clearingcentralens risiko for at begå fejl i forbindelse med systemernes drift og dermed pådrage sig et økonomisk ansvar. Denne type risiko kan begrænses ved fastlæggelse af interne forretningsgange samt kontrolforanstaltninger og ikke ved at fastsætte kapitalkrav.

Legal risiko er risikoen for, at lovgivningen og reguleringen vedrørende clearing og afvikling er mangelfuld. Dette kan bl.a. medføre, at en part i en transaktion risikerer et uventet tab ved modpartens konkurs, fordi konkursreglerne tolkes anderledes end parterne havde forestillet sig.

Group of Thirty kom i ovennævnte rapport med ni anbefalinger til clearing- og afviklingssystemer, som hurtigt er blevet alment accepteret som målsætning for udviklingen af de enkelte landes centrale værdipapirsystemer.

En af de centrale anbefalinger er, at alle værdipapirtransaktioner skal afvikles med samtidig udveksling af værdipapirer og kontanter, kaldet "*Delivery versus Payment*" eller DVP. Denne anbefaling sigter således mod at fjerne hovedstolsrisikoen i afviklingen. De fleste afviklingssystemer lever efterhånden i større eller mindre omfang op til denne anbefaling. I det danske værdipapircentral system er DVP-afvikling mulig for transaktioner mellem de kontoførende institutter. Der arbejdes i øjeblikket på at gøre det muligt at udbrede DVP-afvikling til en bredere kreds mellem de kontoførende institutter indbyrdes og mellem kontoførende institutter og stor-kunder. Dette hæmmes i dag af de i kapitel 20 beskrevne juridiske forhold.

Herudover vedrører anbefalingerne bl.a. længden af afviklingsperioden, skabelsen i hvert land af én central institution, der står for registreringen af værdipapirer og afviklingen af værdipapirhandler, samt en tilskyndelse til anvendelse af værdipapirudlån i forbindelse med afvikling for derigennem at reducere afviklingsrisikoen. Med undtagelse af de lovgivningsskabte hindringer, der eksisterer for anvendelsen af værdipapirudlån, må de danske værdipapirsystemer siges at leve op til Group of Thirty-anbefalingerne.

Afviklingssystemerne i de øvrige lande samt de internationale systemer med udviklede kapitalmarkeder har i de senere år på tilsvarende vis tilpasset sig Group of Thirty-anbefalingerne.

Arbejdet med at opstille anbefalinger til effektiviteten og risikohåndteringen i afviklingssystemer er efter Group of Thirty-rapporten bl.a. fortsat i centralbankregi i G-10 landene, jf. ovenfor som en videreudbygning af det arbejde, der tidligere er udført på betalingsformidlingsområdet og i tæt sammenhæng hermed. Formålet er ikke mindst at sikre, at afviklingssystemer lever op til standarder, der sikrer det samlede finansielle systems stabilitet. Her tænkes ikke mindst på, at systemet må være således indrettet, at en deltagers manglende opfyldelse af sine forpligtelser i afviklingen (konkurs eller lignende) ikke må skabe en "sneboldeffekt" eller kædereaktion, således at problemerne breder sig til andre finansielle institutioner og dermed truer hele det finansielle system. Vægten i dette arbejde ligger således på

at mindske den systemiske risiko. Der lægges i G-10 rapporten vægt på, at en fjernelse af hovedstolsrisikoen gennem DVP er et vigtigt skridt til reduktion af den systemiske risiko.

Selv i systemer med DVP vil det tab, som genplaceringsrisikoen kan give anledning til, og/eller den mangel på likviditet eller værdipapirer, som manglende gennemførelse af en konkursramt markedsdeltagers handler kan lede til, imidlertid kunne give alvorlige systemiske risici. DVP er derfor ikke tilstrækkeligt.

Rapporten fra G-10 anbefaler, at ethvert afviklings system sikres et velfunderet juridisk grundlag. Det fremhæves, at specielt et manglende juridisk grundlag for systemer, hvor afviklingen sker på basis af beregnede nettopositioner (netting-systemer) for kontantdelen eller værdipapirdelen, er kritisk, idet det kan betyde, at markedsdeltagernes risici i virkeligheden er langt større end de forestiller sig. Der anvendes i en række lande, herunder Danmark, netting i forbindelse med værdipapirafviklingen, uden at det af lovgivningen klart fremgår, at netting er juridisk holdbart i en konkurssituation. Flere af de lande, der ikke lever op til denne anbefaling, har allerede påbegyndt et arbejde på området. Udvalget har behandlet netting-problemer i kapitel 20.

Af andre væsentlige anbefalinger i G-10 rapporten kan nævnes behovet for veldefinerede regler for tabsdeling i tilfælde af en deltagers konkurs og behovet for veldefinerede regler for, hvordan en deltagers transaktioner kan trækkes ud af afviklingen, uden at den øvrige afvikling bremses (*un-wind* procedurer). Det anbefales bl.a., at systemet skal være i stand til at gennemføre afviklingen, selv om markedsdeltageren med det største netto-likviditetstræk ikke er i stand til at opfylde sine forpligtigelser.

Herudover findes der en række anbefalinger, som vedrører behovet for, at deltagerne har tilstrækkelige incitament og evne til at håndtere risiko, og anbefalinger, som har til formål at sikre, at afviklingen gennemføres uden forsinkelser.

Mens de danske afviklingssystemer stort set lever op til Group of Thirty-anbefalingerne, ligger der en væsentlig opgave forude, hvis også G-1 O-anbefalingerne skal efterleves. Nogle af disse anbefalinger kan ikke løftes af afviklingscentralerne alene, men kræver ændringer af lovgivningen.

4.4. Registreringssystemet

Lovgrundlaget for det eksisterende registreringssystem fastsætter, at registreringen af udstedelsen af og omsætningen med danske fondsaktiver (obligationer, aktier m.v.) noteret på Københavns Fondsbørs skal ske i Værdipapircentralen. Registreringen af udstedelsen og omsætningen er en konsekvens af dematerialiseringen af værdipapirer. Værdipapircentralen har altså en dobbeltfunktion: registrering og afvikling. Værdipapircentralen registrerer, ud over selve udstedelsen af værdipapirerne også rettigheder og ændringer i rettigheder til værdipapirer med det formål at sikre en retsbeskyttelse (omsætningsbeskyttelse) for rettighedshavere til de registrerede værdipapirer.

For udenlandske selskaber og obligationsudstedere, der lader deres værdipapirer børsnotere på Københavns Fondsbørs, gælder det, at de kan vælge at lade disse registrere i Værdipapircentralen på linje med danske papirer, eller alternativt lade værdipapirerne registrere i et af udstederen valgt registreringssystem i udlandet.

Erhvervsministeren kan herudover tillade, at andre lignende værdipapirer, herunder unoterede danske og udenlandske værdipapirer, registreres i Værdipapircentralen.

Den obligatoriske registrering af danske børsnoterede fondsaktiver i Værdipapircentralen betyder, at der i dag er en tæt kobling mellem børsnotering af danske værdipapirer på Københavns Fondsbørs og registrering i Værdipapircentralen. Der kan således ikke børsnoteres danske fondsaktiver i fysisk form i Danmark, ud over statens præmieobligationer. Det er heller ikke muligt, at få børsnoterede dematerialiserede værdipapirer, som er opstået uden om værdipapircentralsystemet, på Københavns Fondsbørs.

Registreringen i dematerialiseret form i Værdipapircentralen må anses for at være uhyre sikker, effektiv og omkostningsbesparende for alle deltagere i værdipapirmarkedet. Alligevel foretrækker danske udstedere, herunder også staten, i enkelte tilfælde at udstede uden om værdipapircentralsystemet med registrering af udstedelsen og børsnotering i udlandet. Baggrunden for dette vil oftest være, at de henvender sig til udenlandske investorer og derfor ønsker at undgå omkostningerne ved og retsvirkningerne af notering på Københavns Fondsbørs og registrering i Værdipapircentralen. Registrering af udstedelsen og børsnotering i udlandet har den konsekvens, at disse papirer ikke kan optages til notering på Københavns Fondsbørs med

den nugældende regulering, selv om udstederen eller de handelsberettigede måtte ønske dette. Såfremt der i Danmark opstår interesse for at handle danske værdipapirer udstedt gennem et udenlandsk registreringssystem og børsnoteret i udlandet, som det f.eks. er tilfældet med den danske stats udlandslån, kan dette ikke ske på Københavns Fondsbørs. Det kan ikke udelukkes, at en obligatorisk registrering i Værdipapircentralen i den nuværende form betyder, at en begrænset del af danske udsteders værdipapirer ikke optages til notering på Københavns Fondsbørs.

Registreringssystemet i Værdipapircentralen adskiller sig fra de fleste andre systemer ved i høj grad at være konstrueret med henblik på at beskytte den enkelte investors formueretlige rettigheder. Dette betyder, at alle har mulighed for at oprette en individuel værdipapirkonto (et depot) i Værdipapircentralen via de kontoførende institutter. Mange steder i udlandet er det centrale registreringssystem forbeholdt de professionelle værdipapirhandlere, og den individuelle registrering af kundernes rettigheder foregår i værdipapirhandlerens depotsystem, mens de samlede kundebeholdninger er registreret på samlekonti i det centrale registreringssystem. En række store udenlandske banker har specialiseret sig som depotbanker.

Internationaliseringen af værdipapirmarkederne betyder, at det er blevet vanskeligere at opretholde nationale systemer, der afviger væsentligt fra international standard, hvis der samtidig eksisterer et ønske om at tiltrække internationale investorer. Det vil derfor være nødvendigt at fjerne dele af detailreguleringen i lov om en værdipapircentral, hvis Værdipapircentralens systemer skal fremstå som attraktive for udenlandske kreditinstitutter, investeringsselskaber og investorer.

4.5. Konklusion

Danmark har været foregangsland, når det gælder indførelsen af registrering og afvikling på dematerialiseret form.

Af hensyn til hele den danske finansielle sektors konkurrenceevne på de internationale kapitalmarkeder er det vigtigt at fastholde og videreudbygge effektiviteten i de danske afviklingssystemer.

Internationaliseringen og den øgede fokusering på risici stiller en række krav til såvel lovgivere som afviklingssystemernes ansvarlige ledelse med hensyn til, hvordan målsætningen om fastholdelse af et

betydningsfuldt og konkurrencedygtigt dansk afviklingssystem kan opnås.

Nogle af de væsentligste krav i denne forbindelse:

reduktion af hovedstolsrisiko ved at tillade en bredere deltagerkreds i betalingsformidlingen (DVP), herunder ved at forbedre lovgivningsmæssige muligheder for indirekte clearing, jf. tillige kapitel 13 og 20.

effektivisering af afviklingen og reduktion af faldne handler for at mindske de systemiske risici. Dette kan bl.a. ske ved at tillade, at en større del af afviklingen gennemføres med levering mod betaling og ved, at clearingcentraler tillades at foranstalte afviklingsunderstøttende låneordninger, tilnærmelse til internationale forhold på registreringsområdet,

løsning af en række juridiske og skattemæssige spørgsmål af stor betydning for afviklingseffektiviteten.

Hvis ikke disse opgaver løses på tilfredsstillende måde, er der risiko for, at afviklingen med danske værdipapirer flytter til udenlandske centraler - til stor skade for det danske finansielle system.

De enkelte punkter ovenfor samt løsningsforslag er uddybet i kapitel 13, 18 og 20.

Kapitel 5

Organisering af værdipapirhandlen i Danmark

Dette kapitel beskriver værdipapirmarkedet og brugen af handelspladsen Københavns Fondsbørs, herunder de enkelte handels- og handelsunderstøttende systemer samt indberetningssystemet. Det præciseres hvilken omsætning, der kan finde sted mellem de handelsberettigede via handelssystemerne, og hvilken omsætning, der kun kan finde sted uden for handelssystemerne.

Endvidere belyses størrelsen af det rent professionelle marked mellem de handelsberettigede i forhold til det samlede marked.

5.1. Værdipapirmarkedet og Københavns Fondsbørs

Værdipapirmarkedet kan overordnet betragtes ud fra likviditeten i de enkelte produkter. Handlen i de mest likvide papirer - benchmark papirerne - foregår i et prisdrevet marked, hvor en gruppe af handelsberettigede påtager sig market maker forpligtelser og stiller priser for egen regning og risiko over for andre markedsdeltagere. En market maker er en prisstiller, der forpligter sig til kontinuert at stille priser i de papirer, han er market maker i inden for et givet spread og en given mængde over dagen. Markedet på Københavns Fondsbørs har i dag kun få produkter, der volumemæssigt har en størrelse, så de kan handles i et prisdrevet marked. Udover denne form for market-making kan der også stilles priser over for investorer.

Det er afgørende for et prisdrevet marked, at der er den nødvendige likviditet til stede og et tilstrækkeligt antal market makere, så det er muligt for market makerne at videretransferere risikoen til de øvrige deltagere. Market makeren deler dermed sin risiko med andre market makere og opnår samtidig at få information (førhandelsinfor-

mation) om andre market makes vurdering af de priser, som der kan handles til.

I prisdrevne markeder vil gennemsigtigheden til de øvrige markedsdeltagere opnås gennem offentliggørelse af indgåede handler, den såkaldte *ticker-tape* (efterhandeisinformation). *Ticker-tapen* er afgørende for de øvrige markedsdeltageres vurdering af den øjeblikkelige situation og market makers priser over for kunderne, idet al information af betydning findes i de priser, der er handlet til.

Den udenlandske konkurrence over for det danske værdipapirmarked går netop på de få produkter, som er egnet til et prisdrevet marked. I øjeblikket er det de toneangivende statsobligationer samt eventuelt de største danske aktieselskaber. Gennem fastholdelse af et effektivt marked på Københavns Fondsbørs for disse papirer har København muligheden for at tiltrække udenlandske værdipapirhandlere til at deltage direkte og aktivt i handlen på Fondsbørsen.

Hovedparten af de papirer, der er noteret på Københavns Fondsbørs, handles i et ordredrevet marked med en ringe omsætning. Disse udgør ca. 2.400 obligationsserier og ca. 400 aktiefondskoder og udgør mindre end 20 pct. af den samlede obligationsomsætning og 40 pct. af den samlede aktieomsætning. Der er således tale om et illikvidt marked for størstedelen af de noterede papirer, hvorfor prissætningen og gennemsigtigheden i disse papirer er langt dårligere end for de likvide papirer. På et sådant marked handles der enten med en værdipapirhandler som modpart eller i form af kommissionshandel, hvor den handelsberettigede søger at udføre kundernes ordrer bedst muligt. Ved kommissionshandel søger handlerne via handelssystemer og telefonmarkedet at finde en eller flere modpart til at kunne effektuere ordren. Nogle af de noterede papirer omsættes så sjældent, at det største problem for at kunne udføre en ordre via børsen faktisk er at finde en modpart og dermed en markedspris på en given børsdag.

I et ordredrevet marked med ringe omsætning er det af afgørende betydning, at både handelsberettigede og øvrige markedsdeltagere har adgang til eventuelle købs- og salgsinteresser i form af førhandelsinformation og markedsprisen i form af efterhandeisinformation. For papirer, der kun handles sjældent, benyttes børssystemet i kombination med telefonmarkedet til at indlægge en købs- eller salgsinteresse i et givet papir for herigennem at afdække, om der kan findes en modpart, som har interesse i at handle. I sådanne

tilfælde er der snarere tale om at indikere priser end egentlige markedspriser.

5.1.1. Handelsformer

Grundlæggende er det danske værdipapirmarked karakteriseret ved at være et meget frit marked.

Der er ingen restriktioner på, hvem der kan handle med værdipapirer. Der er ingen pligt til at handle værdipapirer gennem bestemte kanaler. Både handelsberettigede og institutionelle investorer kan således frit handle med hinanden, med de handelsberettigede i ind- og udland og med udstederne.

Det danske værdipapirmarked er mere end den handel, der finder sted på Københavns Fondsbørs.

Handel på Københavns Fondsbørs kan kun finde sted mellem de handelsberettigede, hvorfor handelssystemerne er indrettet og benyttes til professionel handel. Uanset om de handler i kommission, udfører kundeordrer eller handler fra egen bog, vil handlen i de elektroniske handelssystemer teknisk set altid være BSH-BSH handel, dvs. handler mellem to handelsberettigede.

Handel med kunder, herunder også handel med udenlandske professionelle værdipapirhandlere, vil altid i forholdet til Fondsbørsens systemer være indberetningshandel.

Hertil kommer, at en række handler mellem handelsberettigede må udføres på telefonmarkedet, fordi Fondsbørsens elektroniske handelssystemer ikke kan bruges til at udføre handler, der kræver en dialog mellem parterne.

Det er siden starten på det elektroniske børssystem forsøgt at trække så meget af handlen som muligt over i handelssystemerne accept og match. Det har vist sig muligt at flytte handlen fra det ene system til det andet, men det har vist sig meget vanskeligt, specielt for obligationsmarkedet, at tiltrække handel fra telefonmarkedet til de egentlige handelssystemer på Københavns Fondsbørs.

Alle værdipapirtyper handles i de samme handelssystemer. Men traditioner og kutyper for handelsmåde er forskellig på henholdsvis obligations-, aktie- og derivatmarkedet. Inden for hvert markedssegment er der stor forskel på handlen med meget likvide papirer og

illikvide papirer. Hertil kommer, at skatteforhold som realrenteafgift, mindsterente m.v. og regulering af de institutionelle investorer også påvirker investorenes adfærd, når de skal handle værdipapirer på Fondsbørsen, hvilket i nogle tilfælde virker hæmmende på omsætningen, selv i situationer, hvor markedet bevæger sig relativt meget. Disse faktorer er medvirkende til, at der er meget betydelige forskelle på, hvorledes de enkelte papirer prisfastsættes. Forskellene afspejler sig i handelsformerne, hvor der principielt kan nævnes tre:

1. Strakshandler, hvor handleren bærer kursrisikoen.
2. Kommissionshandel, hvor kunden bærer kursrisikoen, men hvor kunden kan limitere ordren.
3. Referencekurshandel, hvor kunden bærer risiko for kursniveau og handleren bærer risiko for at gennemføre handlen til referencekursen.

De to første former er snævert forbundet med diskussionen om pris- og ordredrevne markeder. Den tredje handelsform anvendes, hvor private kunders handel, f.eks i forbindelse med optagelse og omlægning af huslån, ofte tager udgangspunkt i "alle handler kursen" - en vejet gennemsnitskurs - beregnet og offentliggjort af Københavns Fondsbørs. Referencekurshandel sker ofte i de papirer, hvor der som hovedregel er en daglig eller næsten daglig prisfastsættelse på Københavns Fondsbørs.

For at investor kan vurdere strakshandelspriser, skal der være en hurtig og pålidelig information om indgåede handler. For at kunne vurdere papirer med kommissionshandel er der behov for såvel før- og efterhandeisinformation. Referencekurshandel er afhængig af, at informationen fra markedet er tilstrækkelig og pålidelig, således at der kan beregnes en gennemsnitskurs af dagens handler.

5.1.2. Handel med store kunder (professionelle kunder)

Handler med store kunder, det vil sige danske og udenlandske institutionelle investorer, en række industri- og handelsvirksomheder og investeringsselskaber, er præget af, at kunderne som følge af deres viden om markedet stiller meget specifikke krav til de handelsberettigede. Endvidere kan udenlandske børsrådgivere og investeringsbanker henføres til denne kategori.

De professionelle kunder følger typisk prisinformationerne fra Københavns Fondsbørs gennem et eller flere informationssystemer.

Store kunder ønsker i stigende omfang at få en pris - eventuelt fra flere handelsberettigede på samme tid - der kan handles på med det samme. Likvide obligationer handles typisk på et meget skarpt nettospread med store kunder, der til enhver tid er klar over prisniveauet blandt de handelsberettigede.

Forudsætningen for, at kunder accepterer en tilbudt pris er, at den enten svarer til markedsprisen eller er mere fordelagtig for kunden. Risikoen for markedet ved denne type adfærd opstår, fordi risikoen flyttes fra den, der vil foretage en investering (kunden), til formidleren (den handelsberettigede). Den handelsberettigede får derfor et forøget behov for at skabe muligheder for at transferere sin risiko. Det er dette formål, der tilgodeses ved de gensidige marked maker ordninger.

På aktiesiden er det typisk, at den store kunde indikerer sin interesse i et eller flere papirer, hvorefter den handelsberettigede kan ringe tilbage, hvis han kan finde noget, der svarer til interessen.

På aktiesiden opleves det mere og mere for de mest likvide KFX aktier, at investorerne ønsker skarpe priser for store beløb her og nu, ligesom der er en stigende udenlandsk interesse for at handle disse aktier. Samtidig bibringer de udenlandske investorer andre handelsskutymer end de danske investorer.

Ofte benyttes Fondsbørsens handelssystemer til at indlægge en ordre for at fremme købs- og salgsinteresser i den pågældende aktie. Herefter kan der enten handles via handelssystemet eller gennem en forhandling via telefonmarkedet.

For mindre omsatte aktier foregår handlen mellem investorerne og de handelsberettigede ofte som rene kommissionshandler.

5.1.3. Handel med private kunder (ikke-professionelle)

Små handler med private kunder finder i meget høj grad sted gennem pengeinstitutternes filialer.

For de mest likvide papirer tilbydes kunden på aftaletidspunktet en kurs på grundlag af oplysninger fra det enkelte pengeinstituts interne

informationssystem - de såkaldte strakshandelssystemer. Kunder kan acceptere denne kurs eller afvise den. For kunden er fordelene ved denne form for handel, at han kender prisen straks og undgår en usikkerhed om markedets udvikling.

Men langt de fleste af papirerne på Københavns Fondsbørs må nødvendigvis hentes på markedet ved handler, der typisk udføres dagen efter, at kunden har afgivet sin ordre, hvis der ellers er et marked for den pågældende aktie eller obligation.

Et alternativ til strakshandel er, at det aftales, at handlen skal afregnes til en referencekurs, f.eks. afregning af realkreditlån, eller udføres som en ren kommissionshandel.

I begge situationer gælder, at kunderne afregnes til kursen plus/minus kurtage. Informationskravene er fastlagt i henhold til Forbrugerombudsmandens henstilling om afregning af handler.

Hvis det aftales med kunden, skal en ordre udføres over Københavns Fondsbørs, det vil sige over match- eller acceptsystemerne. Det er en forudsætning, at hvis ordren skal udføres selvstændigt, skal den være større end mindsteomsætningsenheden i acceptsystemet eller er et multiplum af slagstørrelsen i match. Mindsteomsætningsenheden for obligationer er 10.000 kr. og varierer for aktier beløbsmæssigt mellem 5.000 kr. for de mindst handlede og 500.000 kr. for de største aktier, f.eks. handles TeleDanmark i slag af ca. 175.000 kr. i kursværdi.

5.1.4. Strakshandelssystemer

Udtrykket strakshandelssystemer hos pengeinstitutter betegner den praksis, hvor den handelsberettigede handler med parter i sin egen kredsløb - typisk mindre kunder - uden at ordren/ordrene kommer til markedets kendskab, før handelen er gjort, og indberetningen efterfølgende kommer.

Danske handelsberettigede tilbyder deres kunder løbende informationer om udviklingen på fondsmarkedet enten gennem de kommercielle informationssystemer, Reuters med flere, eller gennem egne informationssystemer.

Informationerne om handlen i ovennævnte systemer er dels de informationer, som udsendes fra Københavns Fondsbørs' informationssystem, dels prisinformationer fra den pågældende handelsbe-

rettigede, som kunden kan handle til ved en såkaldt strakshandel. Priserne i disse systemer er baseret på priserne fra Københavns Fondsbørs og ofte med et større spread.

Strakshandelssystemerne er typisk interne systemer, der sætter pengeinstitutternes medarbejdere i filialnettet i stand til at give kunden en pris. Jo større en kundekreds en handelsberettiget har, jo mindre bliver, alt andet lige, behovet for at købe eller sælge spidser i markedet over Fondsbørsen, idet sandsynligheden for at finde kunder med modsat rettede interesser vil være større.

Kunden handler mod pengeinstituttets egenbeholdning. Om pengeinstituttet straks eller i løbet af dagen aftaler en modgående handel med en anden kunde eller udfører ordren over handelssystemerne, ved hverken kunden eller pengeinstituttet på aftaletidspunktet.

5.1.5. Handel via London-baserede brokere

For benchmark obligationerne er en del af omsætningen på Københavns Fondsbørs handelssystemer og mellem de handelsberettigede i telefonmarkedet flyttet til London og fungerer via London-baserede brokere/brokersystemer. Danske fondshandlere deltager aktivt i denne handel. For aktier foretages en del af handlen med de 6 - 8 mest likvide danske aktier via London-børsens SEAQ Int. og Londonmarkedet i øvrigt.

I handelen med danske obligationer anvender 2/3 af de handelsberettigede en eller flere brokere i London. Der er tale om en lille kreds af London-baserede brokere. Brokerne formidler næsten udelukkende handler med statsobligationer.

Kundekredsen hos en Obligationsbroker er principielt formidlere (pengeinstitutter og børsrådgivningselskaber). Obligationsbroderen modtager købs- og salgsinteresser fra sine kunder og viser de enkelte bud og udbud anonymt i et informationssystem. Samtidig søger han telefonisk at finde modparter til de enkelte bud og udbud.

Handlerne afvikles typisk med broderen som modpart. Derfor kan der ikke med sikkerhed siges noget om de egentlige modparter.

Den del af udenlandsomsætningen i obligationer, der foretages via London-baserede brokere, er stærkt stigende. I 1992 udgjorde den 1 pct. af den samlede omsætning med udlændinge, i 1993 11 pct. og

i 1. halvår 1994 17 pct. Jf. den gennemførte spørgeskemaundersøgelser, hvor tallene er gengivet i kapitel 5.

5.2. Deltagere og handelssystemer på Københavns Fondsbørs

5.2.1. Deltagere på Københavns Fondsbørs

Markedet på Københavns Fondsbørs kan også betragtes ud fra en opdeling efter hvem, der har adgang til at handle direkte i handelssystemerne og de øvrige markedsdeltagere udenom.

Den del af værdipapirmarkedet, der vedrører handel mellem de handelsberettigede på Københavns Fondsbørs registreres via handelssystemerne på Fondsbørsen samt som indberetninger mellem to handelsberettigede. Helt centralt i markedet er et marked maker system til brug for handel i de meget likvide papirer (prisdrevet marked). Næste lag består af systemer til brug for handel på ordredrevet basis mellem de handelsberettigede. Markedet er endvidere suppleret med systemer til mindre ordrer og skæve beløb. For de handelsberettigede på Fondsbørsen gælder, at de straks skal indberette alle handler, som de foretager uden for handelssystemerne.

Markedet udenom de handelsberettigede på Københavns Fondsbørs består også af flere lag. Det første lag består af øvrige fondshandlere, som er indberetningspligtige til Fondsbørsen, store kreditinstitutter/investment banks samt store institutionelle investorer fra ind- og udland. I det andet lag optræder mindre institutionelle og private investorer fra ind- og udland.

På Københavns Fondsbørs¹²⁾ deltager 26 handelsberettigede, heraf er de 8 børsmedlemselskaber, 1 er kreditinstitut med særlig tilladelse, Danmarks Nationalbank og øvrige er pengeinstitutter. 6 af de handelsberettigede virksomheder er udenlandsk ejet¹³⁾. To af de udenlandske er kommet til efter "minibørsreformen" i september 1993, hvor pengeinstitutterne og realkreditinstitutterne fik direkte adgang til at handle.

¹²⁾ Marts 1995.

¹³⁾ I visse tilfælde er det et definitionsspørgsmål om en handelsberettiget er udenlandsk ejet.

18 af de handelsberettigede er tilmeldt Fondsbørsens market makerordning i benchmark statsobligationen og stiller op for et samlet beløb på 390 mill. kr. i interessesystemet.

Garantifonden har etableret specialiseret market making i de mest omsatte FUTOP-instrumenter, der er tilsluttet mellem 3 og 7 market makere til de enkelte produktgrupper. Ordningen er tilknyttet Fondsbørsens acceptsystem.

Børsmæglerforeningen har blandt sine medlemmer etableret en prisstillerordning på forespørgsel for obligationsmarkedet, som fungerer i telefonmarkedet ("*quote on request*"). Der er tilmeldt 18 handelsberettigede til ordningen, der omfatter 15 fondskoder, fordelt på 12 toneangivende statsobligationer og 2 realkreditobligationer og en future. Ordningen betyder, at en tilmeldt market maker på forlangende skal stille priser for en given mængde i det papir, han er prisstiller i. Man kan tilmelde sig for beløb mellem 10 og 50 mio. kr. Der stilles op for et samlet beløb på 4,1 mia. kr.

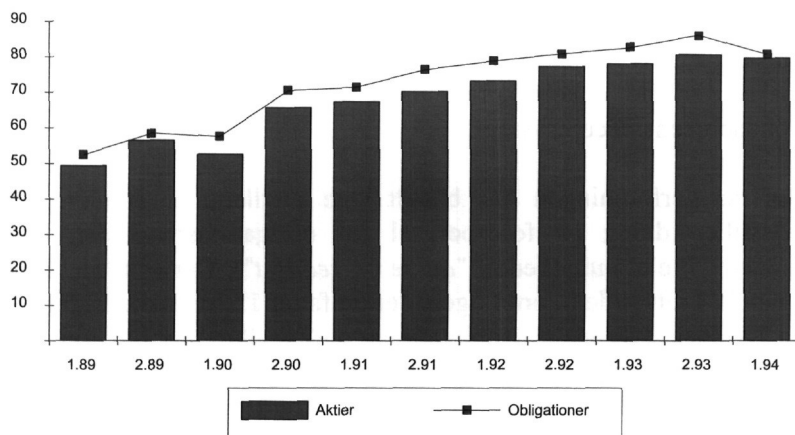
Derudover er der 61 indberetningspligtige danske fondshandlere, der skal indrapportere alle indgåede handler over en mindstestørrelse (10.000 kr. nominelt for obligationer) til Københavns Fondsbørs.

Det skønnes, at der aktivt deltager ca. 20 store danske institutionelle investorer i markedet. Hertil kommer et antal udenlandske kreditinstitutter/investments banks/institutionelle investorer (omfanget heraf er ikke kendt).

5.2.2. Koncentration af omsætning på handelsberettigede

Det er ofte fremført, at omsætningen på Københavns Fondsbørs er koncentreret på et begrænset antal handelsberettigede. Dette afsnit viser udviklingen i de 10 største handelsberettigedes andel af den samlede omsætning mellem handelsberettigede. Ligeledes vises udviklingen i udenlandske handelsberettigedes andel af den samlede omsætning på Københavns Fondsbørs.

Figur 1: **Udviklingen i de 10 største handelsberettigedes andel af den samlede omsætning mellem handelsberettigede, pct.**



Figur 1 viser, at der har været en stigende koncentration af omsætningen på antal handelsberettigede. Koncentrationen er gældende for både aktie- og obligationsmarkedet. I 1. halvår 1989 havde de 10 største handelsberettigede 52 pct. af den samlede obligationsomsætning og 49 pct. af den samlede aktieomsætning mellem handelsberettigede. Denne andel udgør for obligationer 81 pct. i 1. halvår 1994 og for aktier 80 pct. En vigtig forklaring på den større koncentration er dels, at der har været en reduktion i antallet af handelsberettigede i perioden fra 44 til 27, bl.a. på grund af fusionerne i banksektoren i 1991.

En lovændring i foråret 1993 gav danske og udenlandske pengeinstitutter og realkreditinstitutter direkte adgang til at handle på Fondsbørsen. I 1994 er der sket et mindre fald i koncentrationen, hvilket bl.a. forklares af, at der er kommet nye handelsberettigede på Københavns Fondsbørs som følge af lovændringen.

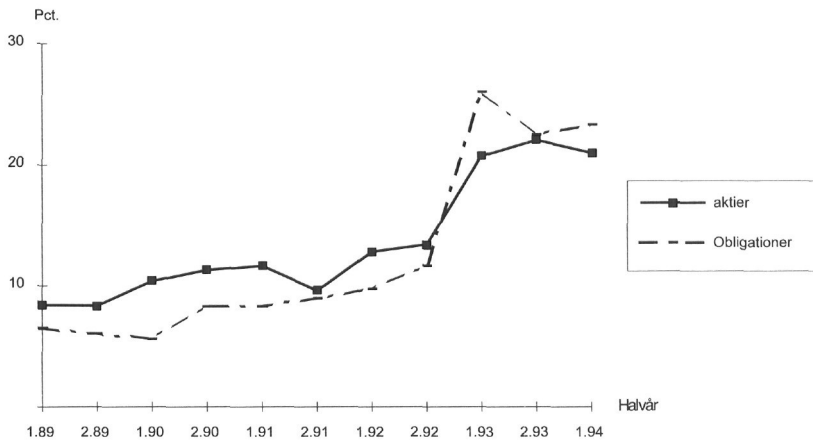
5.2.3. Udenlandske handelsberettigede

I takt med den øgede internationalisering, er flere udenlandske finanshuse blevet handelsberettigede på Københavns Fondsbørs. I 1989 var der 3 udenlandske handelsberettigede, mens dette tal er vokset til 5 i marts 1995. Som udenlandske handelsberettigede medregnes både helt og delvist udenlandsk ejede handelsberettigede på Københavns Fondsbørs.

Udviklingen skyldes dels udenlandske mæglere/finanshuse, der selv har etableret handelsfunktioner i København og dels udenlandske mæglere, der har opkøbt allerede eksisterende børs-mægler-selskaber.

Figur 2 viser udviklingen i udenlandsk ejede handelsberettigedes andel af den samlede omsætning mellem handelsberettigede på Københavns Fondsbørs for obligationer og aktier fra 1989 til 1. halvår 1994. Kun omsætning i perioden 00.00 - 15.30 er medregnet.

Figur 2: Udenlandske handelsberettigedes andel af den samlede omsætning mellem handelsberettigede.



Figur 2 viser tydeligt, at det stigende antal udenlandske handelsberettigede har medført en stigning i disses andel af den samlede omsætning mellem handelsberettigede. Udenlandske handelsberettigede har i 1. halvår af 1994 haft 23 pct. af den samlede obligationsomsætning mellem handelsberettigede mod 6 pct. i 1989. For aktier har de udenlandske handelsberettigede haft 21 pct. af den samlede aktieomsætning mellem handelsberettigede i 1. halvår 1994 mod 8 pct. i 1989.

At de udenlandske mæglere er meget aktive i obligationer er ikke overraskende, idet Københavns Fondsbørs primært er en obligationsbørs. Obligationssegmentet har tiltrukket de udenlandske

finanshuse. De udenlandske huse er relativt lige så aktive på aktiemarkedet som på obligationsomsætningen.

5.2.4. Handelspladsen på Københavns Fondsbørs

Handelspladsen på Københavns Fondsbørs består af flere systemer. Dels to handelssystemer - et acceptsystem og et matchsystem - dels et handelsunderstøttende interessesystem, et indberetningssystem samt et informationssystem.

Den 26. september 1994 startede herudover et nyt elektrobrokersystem, der er et engros handelssystem for de toneangivende obligationer.

Ud over disse systemer er der yderligere et handelsunderstøttende system NORDQUOTE. NORDQUOTE er et nordisk system, hvor alle handelsberettigede fra de nordiske lande kan få adgang til at stille priser i nordiske ultra-likvide aktier.

5.2.5. Handels- og handelsunderstøttende systemer

Handelssystemerne, match og accept, samt det nye elektrobrokersystem er åbne fra kl. 9.00 - 15.30, mens interessesystemet er åbent fra kl. 8.00- 18.00.

Elektrobrokersystemet, der implementeredes den 26. september 1994, er et handelssystem for store handler, minimumsbeløb på 25 mill.kr., for de toneangivende obligationer. I elektrobrokersystemet kan de handelsberettigede anonymt stille priser og handle direkte med hinanden. Kun handelsberettigede, der er market makere og tilmeldt Børsmæglerforeningens "quote on request", kan få adgang til systemet. Hidtil har 18 handelsberettigede, incl. Nationalbanken, tilsluttet sig. Bud og udbud offentliggøres kun til de market makere, der er tilsluttet systemet, mens de indgåede handler vil blive offentliggjort til alle informationsmodtagere via informationssystemet. Formålet med det nye system er at give de handelsberettigede på Københavns Fondsbørs et nyt værktøj, som kan bruges i konkurrencen med de London-baserede brokersystemer. Det er forventningen, at en del af den indberettede omsætning mellem de handelsberettigede flyttes fra dels Londonmarkedet og dels fra telefonmarkedet til elektrobrokersystemet.

Matchsystemet er et automatisk handelssystem, hvor indlagte bud og udbud automatisk sammenføres, når budprisen er lig med eller overstiger udbudsprisen. Bedste bud/udbud offentliggøres i infor-

mationssystemet. Acceptsystemet er et halvautomatisk handelssystem, hvor den handelsberettigede manuelt skal acceptere et bud/udbud, før handelen gennemføres. Alle indlagte bud/udbud offentliggøres i informationssystemet.

Alle handler indgået over handelssystemerne herunder også det nye elektrobrokersystem offentliggøres straks via Københavns Fondsbørs' elektroniske informationssystem med information om kurs og mængde.

Interessesystemet er et handelsunderstøttende system, hvor en handelsberettiget kan indlægge interesser i børsnoterede papirer, uden at der direkte kan ske handel via systemet. Formålet med interessesystemet er at give de handelsberettigede et redskab, hvor de kan stille priser eller på anden måde vise interesse i et papir. Pris og mængde behøves ikke angivet. Den endelige handel aftales efterfølgende via telefonmarkedet, hvorefter den indberettes til Fondsbørsen. Kun de handelsberettigede kan se indlagte interessemarkeringer fra interessesystemet.

5.2.6. Indberetningssystemet

Alle handler, hvor mindst en handelsberettiget eller indberetningspligtig fondshandler medvirker, skal i åbningstiden indberettes til Fondsbørsen senest 90 sekunder efter, at handlen er indgået, hvorefter den offentliggøres. Alle handler foretaget efter handelssystemernes lukning skal indberettes næste børsdags morgen.

Indberetninger mellem to handelsberettigede/fondshandlere parres, inden de offentliggøres, mens øvrige handler ikke parres og dermed valideres inden offentliggørelse.

Indberetningssystemet er åbent fra kl. 8.15 - 15.30.

Københavns Fondsbørs har til opgave at kontrollere, at indberetningspligten overholdes. På baggrund af flere undersøgelser udarbejdet af Københavns Fondsbørs anmodede Fondsbørsen Finanstilsynet om at iværksætte en undersøgelse af indberetningspligtens overholdelse.

Finanstilsynet gennemførte i efteråret 1992 en undersøgelse af indberetningspligtens overholdelse på Københavns Fondsbørs. Undersøgelsen omfattede både aktier og obligationer, der var blevet indberettet til henholdsvis Fondsbørsen og Værdipapircentralen.

Resultatet af undersøgelsen viste, at såvel målt på omsætning som på antal fondshandlere var der tale om manglende overholdelse af indberetningspligten. Undersøgelsen viste for obligationsmarkedet, at der på to tilfældigt udvalgte børsdage manglede indberetninger for 30 mia. kr. svarende til 1/4 af de indberettede handler til afvikling i Værdipapircentralen. Den foretagne undersøgelse var vanskelig-gjort af, at oplysningerne fra Københavns Fondsbørs og Værdipapircentralen var svære at sammenligne. Uanset sammenlignelighedsproblemer måtte det imidlertid konstateres, at en betydelig del af obligationshandlerne ikke var blevet korrekt indberettet. Undersøgelsen viste, at hovedårsagerne var misforståelser omkring indberetningsreglerne (herunder især vedrørende repohandler), uhen-sigtsmæssig tilrettelæggelse af systemer og forretningsgange hos de indberetningspligtige, men intet i undersøgelsen indikerede, at der bevidst eller systematisk blev søgt omgåelse af indberetningspligten.

Finanstilsynet besluttede i sommeren 1993 efter møde med repræ-sentanter fra de involverede parter at udsende en skrivelse til direktionerne hos de indberetningspligtige om at få bragt interne systemer og forretningsgange i orden. Samtidig meddelte Finanstil-synet, at man på et senere tidspunkt ville foretage en yderligere undersøgelse, således at det kunne konstateres, om der var sket en forbedring i indberetningen til Fondsbørsen.

Københavns Fondsbørs og Garantifonden har i flere omgange foretaget sammenkøring af de to organisationers handelsregistre med det formål at undersøge, hvorledes der kunne opstå endog relativt store differencer i de omsætningstal, der offentliggøres for futures og optioner i henholdsvis Københavns Fondsbørs' officielle kursliste og i Garantifondens handelsstatistik. Den seneste sammenkøring er foretaget i foråret 1993 for henholdsvis KFX futures og futures på statslån.

Det blev fundet, at Københavns Fondsbørs' omsætning udgjorde mellem 75 til 90 pct. af den omsætning, som Garantifonden havde registreret efter fradrag af den omsætning, som brugerne oplyste skyldtes opretning af fejlregistrerede kontrakter. Den væsentlige kilde til difference måtte dengang tilskrives Københavns Fondsbørs' afgrænsning af omsætningsbegrebet og i lidt mindre omfang manglende og fejlagtige indberetninger. Der er ikke grund til at antage, at dette forhold har ændret sig.

Finanstilsynet gennemførte i vinteren 1994/95 en ny undersøgelse af indberetningspligtens overholdelse. Ved redaktionens slutning er undersøgelsen ikke endeligt afsluttet. Den foreløbige konklusion på undersøgelsen er, at indberetningspligten overholdes væsentligt bedre end ved sidste undersøgelse målt såvel på omsætning som på antal fondshandlere.

5.2.7. Informationssystemet

Markedsdeltagere uden for kredsen af handelsberettigede kan følge markedsudviklingen (før- og efterhandeisinformation) ved enten at være opkoblet direkte til Fondsbørsens informationssystem eller via en informationsdistributør, som har aftale med Fondsbørsen om videredistribution. Hertil kommer, at flere handelsberettigede kan tilbyde deres kunder lignende informationssystemer, der tilmed er suppleret med kundepriser fra den pågældende handelsberettigede.

Førhandels- og efterhandeisinformation offentliggøres realtids via det elektroniske informationssystem. Der er 16 indenlandske kunder tilsluttet, hvoraf de alle har en videredistributionsaftale og videresælger information til 10-12.000 slutbrugere. Hertil kommer 15 udenlandske kunder, der alle har en videredistributionsaftale og videresælger information til anslået 5.000 slutbrugere i udlandet. Flere og flere udenlandske investorer har igennem de senere år aftaget den danske handelsinformation via internationale vendors.

5.3. Brug af handelspladsen Københavns Fondsbørs

Dette afsnit beskriver brugen af handelspladsen Københavns Fondsbørs for de enkelte grupper af papirer.

5.3.1. Obligationsmarkedet

De toneangivende obligationer, der består af de mest handlede stats- og realkreditobligationer udgør ca. 25 i alt. Disse obligationer har i 1. halvår af 1994 haft over 80 pct. af den samlede obligationshandel. For gruppen af toneangivende obligationer gælder, at de omsættes dagligt, mens de øvrige obligationer i gennemsnit omsættes mellem 0 og 2 børsdage pr. uge, dvs. der er en begrænset aktivitet i disse obligationer. Gennemsnittet dækker dog over store spredninger de enkelte obligationsserier imellem.

I gruppen af toneangivende obligationer adskiller benchmark statsobligationen sig ved, at den alene tegner sig for næsten 1/5 af den samlede omsætning. Benchmark obligationen er omfattet af markedet

making og prissættes primært via interessesystemet. For de øvrige toneangivende obligationer fungerer en prisstillerordning i Børsmæglerforeningens regi ("quote on request").

Alle obligationer kan handles i begge handelssystemer samt via interessesystemet og elektrobrokersystemet. I matchsystemet, der bruges til handel for større beløb, er omsætningsenheden 5 mill. kr., mens mindstemængden er 10.000 kr. i acceptsystemet. Acceptsystemet anvendes til handel med skæve beløb, dvs. mængder der ikke kan handles via matchsystemet (er deleligt med omsætningsenhed) samt handel i mindre omsatte papirer.

Tabel 1 viser udviklingen i den samlede obligationshandel inden for børsdøgnet fordelt på handel mellem handelsberettigede og øvrig handel fra 1992 og frem til og med 1. halvår 1994.

Tabellen viser, at den absolutte omsætning mellem handelsberettigede er øget siden 1992. Målt i forhold til den samlede omsætning udgjorde omsætningen mellem handelsberettigede 26 pct. i 1994. Denne andel er steget siden 1992. Stigningen skyldes bl.a. indførelsen af market making samt en prisstiller ordning i de mest likvide obligationer, der har øget omsætningen mellem handelsberettigede. Den markante stigning siden 1993, skyldes desuden, at omsætningen i repobaserede handler fra 1994 ikke længere indgår i omsætningstillene.

Tabel 1: Obligationsomsætning fordelt på handelsberettigede.

	1992		1993		1994"	
	Mia. kr.	Pct.	Mia. kr.	Pct.	Mia. kr.	Pct.
Omsætning mellem handelsberettigede	865,4	21	1830,9	18	1968,6	26
Øvrige handel	3354,6	79	8224,3	82	5491,8	74
I alt	4220,0	100	10055,2	100	7460,4	100

Note: Omsætning i obligationer **ekskl.** skatkammerbeviser mellem handelsberettigede omfatter match, accept samt handler indberettet af to handelsberettigede i hele børsdøgnet. Øvrig handel omfatter kundeforret.

1) Omsætningen for første halvår af 1994 er ganget med to.

Øvrig handel indeholder den samlede handel for hele børsdøgnet undtagen handlen mellem to handelsberettigede. Omsætningen mellem handelsberettigede (BSH/BSH) bruges til at vise brugen af handelssystemerne. Dette omsætningsbegreb indeholder omsætning med normal valør mellem to handelsberettigede i perioden kl. 0.00 - 15.30. Kun BSH/BSH-omsætningen kan finde sted via handelssystemerne.

Tabel 2 viser udviklingen i BSH/BSH-obligationsomsætningen fordelt på systemer. Tabellen viser, at matchsystemet er det mest brugte handelssystem til obligationshandel. Den absolutte omsætning, der sker via handelssystemerne, er øget i perioden. Målt i forhold til den samlede BSH/BSH-omsætning er brugen af handelssystemerne dog faldet markant fra 53 pct. i 1992 til 31 pct. i 1994. Især er brugen af matchsystemet faldet markant i 1994, mens der til gengæld har været en mindre stigning i brugen af acceptsystemet. Den større relative brug af acceptsystemet i 1994 skyldes, at ultralikvide obligationer også kunne handles i acceptsystemet i 1994, hvilket ikke var muligt i 1993.

Tabel 2: BSH/BSH-obligationsomsætning fordelt på systemer.

	1992		1993		1994 ¹⁾	
	Mia. kr.	Pct.	Mia. kr.	Pct.	Mia. kr.	Pct.
Match	344,747	43	428,829	39	325,756	19
Accept	84,115	10	54,978	5	202,964	12
Indberetning	372,892	47	615,754	56	1.203,278	69
I alt	801,754	100	1.099,561	100	1.731,998	100

Note: BSH/BSH-omsætning i obligationer, ekskl. skatkammerbeviser indeholder omsætning med normal valør mellem handelsberettigede i perioden 00.00 - 15.30.

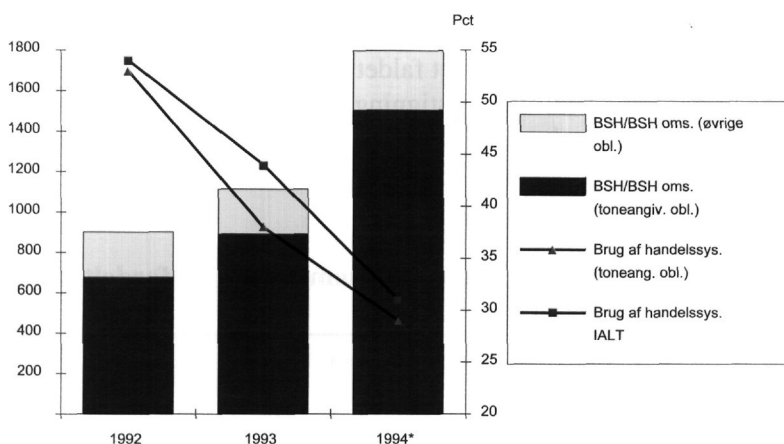
1) Omsætningen for første halvår af 1994 er ganget med to.

Figur 3 viser udviklingen i den andel af BSH/BSH-omsætningen, der finder sted via handelssystemerne for obligationer i alt samt for gruppen af toneangivende obligationer. Desuden vises udviklingen i den samlede BSH/BSH-omsætning fordelt på toneangivende og øvrige obligationer. Det fremgår af figuren, at brugen af handelssy-

stemerne - match og accept - er faldet relativt siden 1992. I 1992 foregik 53 pct. af BSH/BSH-omsætningen via handelssystemerne, mens denne andel er faldet til omkring 30 pct. i første halvår af 1994. I andet halvår 1994 er der sket en stigning som følge af introduktionen af elektrobrokersystemet.

Figur 3 viser desuden, at langt størstedelen af BSH/BSH-omsætningen sker i de ca. 25 toneangivende obligationer - over 80 pct., mens de øvrige ca. 2.400 obligationsserier dækker over de resterende 20 pct. af omsætningen.

Figur 3: Brug af handelssystemerne for obligationer:



Note: Omsætningstallene for 1994 er omregnet til p.a. ved at gange tallet med to.

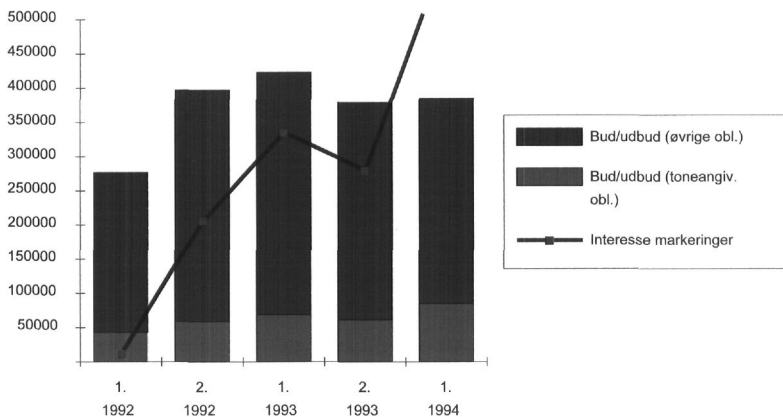
En vigtig forklaring på den faldende brug af handelssystemerne er Fondsbørsens market maker ordning for benchmark statsobligationen i interestesystemet. For denne ene obligation registreres over 90 pct. af omsætningen som indberetninger og under 10 pct. via handelssystemerne. For de øvrige obligationer (uden benchmark obligationen) handles ca. 40 pct. af omsætningen i handelssystemerne mod i gennemsnit 30 pct. for alle obligationer, jf. figur 3. Brugen af handelssystemerne er næsten ens for de forskellige grupper af obligationer, hvis der ses bort fra den toneangivende benchmark obligation.

Børsmæglerforeningens prisstillerordning "quote on request" i de toneangivende papirer er ligeledes med til at øge brugen af telefonmarkedet fremfor handelssystemerne.

Dette bekræftes også af tabel 2, der viser, at der i 1994 er sket et markant fald i brugen af matchsystemet, der især benyttes til handel i de toneangivende obligationer. Faldet kan især forklares af, at disse obligationer i stigende omfang handles udenom handelssystemerne p.g.a. ovennævnte marked maker ordninger.

Der stilles i gennemsnit næsten 5.000 priser pr. dag i interessesystemet, hvoraf ca. 98 pct. ligger i benchmark statsobligationen. Interessesystemet bruges især i handelssystemernes åbningstid, idet der er marked making fra kl. 8.30 - 12.00 og 12.30 - 16.00. I benchmark statsobligationen indgås der i gennemsnit ca. 231 handler pr. dag. Af disse 231 handler sker de 84 handler mellem handelsberettigede, hvoraf 14 indgås via handelssystemerne.

Figur 4: Antal priser i handelssystemerne samt interessesystemet.



Figur 4 viser udviklingen i brugen af interessesystemet sammenholdt med det samlede antal priser, der stilles via handelssystemerne. Figuren viser, at størstedelen af priserne stilles i interessesystemet og antallet af interessemarkeringer har været stigende i perioden. Omvendt har der været et mindre fald i antallet af stillede priser på

handelssystemerne i andet halvår af 1993. For gruppen af toneangivende obligationer er antallet af stillede priser i handelssystemerne steget noget i første halvår af 1994, og er således på næsten 85.000 priser, hvilket svarer til et dagligt gennemsnit på ca. 700 priser pr. dag. For de øvrige 2.400 obligationer, der udgør ca. 20 pct. af den samlede omsætning, sættes der ca. 300.000 priser i halvåret, hvilket svarer til 2.500 i gennemsnit pr. dag i handelssystemerne. Interessesystemet benyttes ikke for sidstnævnte gruppe af obligationer.

Den store brug af telefonmarkedet/interessesystemet for benchmark statsobligationen har betydet, at handelsinformationen fra Fondsbørsen i denne obligation især er efterhandeisinformation. Kun i begrænset omfang indlægges bud og udbud i match-systemet, hvorved førhandelsinformationen bliver begrænset.

Sammenfattende kan det siges, at obligationsmarkedet på Københavns Fondsbørs er inddelt sig således, at handlen i benchmark statsobligationen foregår i et prisdrevet marked - interessesystemet, hvilket betyder, at førhandelsinformationen er forholdsvis lille, mens efterhandeisinformationen er forholdsvis høj. For de øvrige toneangivende obligationer samt resten af obligationsmarkedet sker ca. 40 pct. via handelssystemerne, hvorfor der er både før- og efterhandeisinformation tilstede.

5.3.2. Aktiemarkedet

Aktiemarkedet blev i oktober 1992 opdelt i ultra-likvide aktier, der indeholder aktier i KFX-selskaber, og likvide samt mindre omsatte aktier. Ultra-likvide aktier kan kun handles i matchsystemet, mens likvide og mindre omsatte aktier kun kan handles i acceptsystemet. Formålet med denne opdeling på aktiemarkedet er at koncentrere omsætningen i et handelssystem. Opdelingen har indtil videre fungeret med stor succes, idet handlen er blevet koncentreret i handelssystemerne.

Alle aktier kan herudover handles via interessesystemet.

Omsætningen i de 21 ultra-likvide selskaber udgør ca. 60 pct. af den samlede aktiehandel, mens den resterende omsætning er fordelt på de resterende 240 selskaber.

For gruppen ultra-likvide aktier gælder, at de omsættes 4-5 børsdage pr. uge, mens de øvrige aktier i gennemsnit kun handles 1-2 gange

pr. børsuge. Disse gennemsnit dækker over store spredninger de enkelte aktier i mellem.

Det danske aktiemarked er et udpræget ordredrevet marked.

Tabel 3 viser udviklingen i den samlede aktiehandel opdelt på handel mellem handelsberettigede og kundefhandel. Tabellen viser, at omsætningen mellem handelsberettigede i absolutte tal er næsten fordoblet siden 1992. Fra 23,4 mia.kr. i 1992 til 46,8 mia.kr. i 1994. Målt i forhold til den samlede omsætning er den andel af den samlede omsætning, der sker mellem handelsberettigede, næsten uændret i 1994 i forhold til 1992 og 1993.

Tabel 3: Aktieomsætning fordelt på handelsberettigede.

	1992		1993		1994°	
	Mia. kr.	Pct.	Mia. kr.	Pct.	Mia. kr.	Pct.
Omsætning mellem handelsberettigede	23,4	21	32,8	21	46,8	23
Øvrig handel	90,4	79	121,4	79	156,4	77
I alt	113,8	100	154,2	100	203,2	100

Note: Omsætning mellem handelsberettigede omfatter match, accept samt handler indberettet af to handelsberettigede i hele børsdøgnet. Øvrig handel omfatter kundefhandler.

1) Omsætningen for første halvår 1994 er ganget med to.

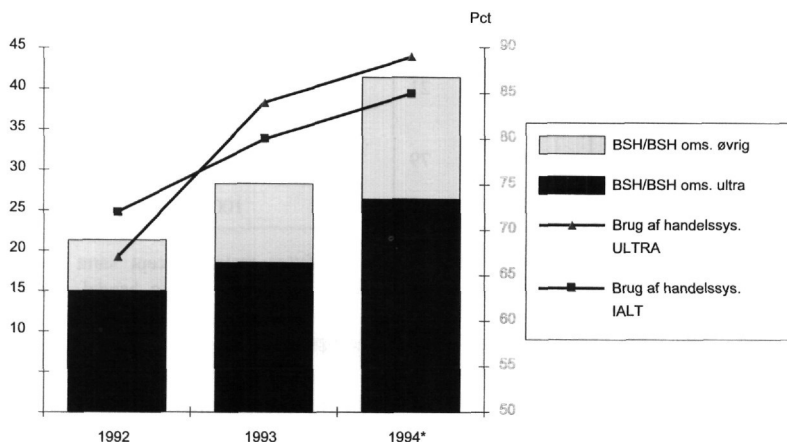
Tabel 4 viser udviklingen i BSH/BSH-omsætningen fordelt på systemer. Tabellen viser, at matchsystemet er det mest brugte handelssystem samt, at brugen af handelssystemerne er øget siden 1992. Hvor 71 pct. af handlen skete via systemerne, er dette vokset til 85 pct. i 1994.

Tabel 4: BSH/BSH-aktieomsætning fordelt på systemer

	1992		1993		1994 ¹⁾	
	Mia. kr.	Pct.	Mia. kr.	Pct.	Mia. kr.	Pct.
Match	4,70	21	15,47	54	22,84	56
Accept	11,00	50	7,48	26	12,02	29
Indberetning	6,29	29	5,79	20	6,03	15
I alt	22,03	100	28,75	100	40,88	100

Note: BSH/BSH-omsætning indeholder omsætning med normal valør mellem handelsberettigede i perioden 00.00 - 15.30.

1) Omsætningen for første halvår af 1994 er ganget med to.

Figur 5: Brug af handelssystemerne for aktier:

Note: Omsætningstallene for 1994 er omregnet til p.a. ved at gange tallet med to.

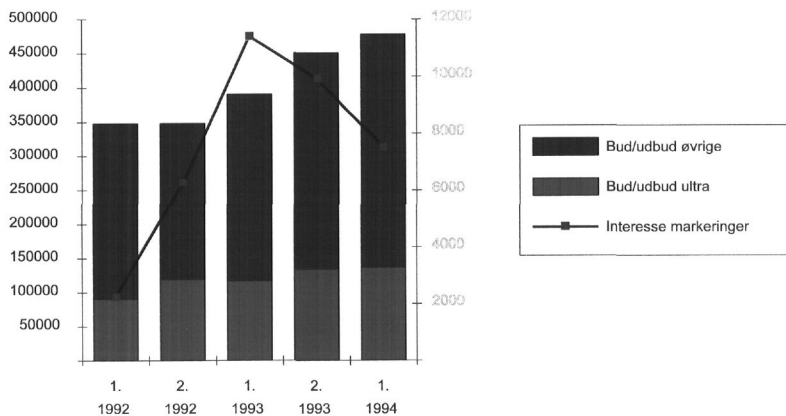
Figur 5 viser udviklingen i brugen af handelssystemerne for alle aktier samt for gruppen ultra-likvide aktier. Desuden vises udviklingen i den samlede BSH/BSH-omsætning opdelt på samme måde.

Det fremgår af figuren, at brugen af handelssystemerne er steget ganske pænt i perioden. Hele 85 pct. af den samlede BSH/BSH-omsætning i første halvår af 1994 skete via handelssystemerne mod ca. 71 pct. i 1992. Brugen af handelssystemerne er størst for

gruppen ultra-likvide aktier - næsten 90 pct. af den samlede BSH/BSH-omsætning finder sted via handels systemerne.

Figur 6 viser udviklingen i brugen af interessesystemet for aktier sammenholdt med det antal priser, der stilles via handels systemerne. Figuren viser, at størstedelen af priserne stilles i handelssystemerne, og at antallet af stillede priser er øget i perioden. Samtidig er antallet af interessemarkeringer faldet siden første halvår 1993, og ligger nu på under 65 markeringer pr. dag i gennemsnit.

**Figur 6: Antal priser i handelssystemerne samt inter-
essesystemet for aktier.**



Aktiemarkedet på Københavns Fondsbørs fungerer således væsentlig anderledes end obligationsmarkedet. De handelsberettigede benytter næsten udelukkende handelssystemerne. Dette betyder, at før- og efterhandeisinformationen er tilstede for alle markedsdeltagerne. De 6 - 8 mest handlede selskaber har periodevis tendens til at blive handlet mere på prisdrevet basis, uden at dette endnu har betydet, at der er etableret market making i disse aktier.

5.3.3. Derivatmarkedet

Derivatmarkedet kan handles i både match- og acceptsystemet samt via interessesystemet.

Tabel 5 viser udviklingen i BSH/BSH-omsætningen fordelt på systemer samt udviklingen i den samlede futures og optionsomsætning. Tabellen viser, at acceptsystemet er det mest brugte handelssystem. Den store brug af acceptsystemet skyldes, at Garantifondens marked makerordning fungerer i dette system. Tabellen viser ligeledes, at der har været en stigende nominel omsætning i perioden. BSH/BSH-omsætningens andel af den samlede omsætning udgjorde i 1994 23 pct. af den samlede omsætning mod 34 pct. i 1992.

Tabel 5: BSH/BSH-Futop-omsætning fordelt på systemer.

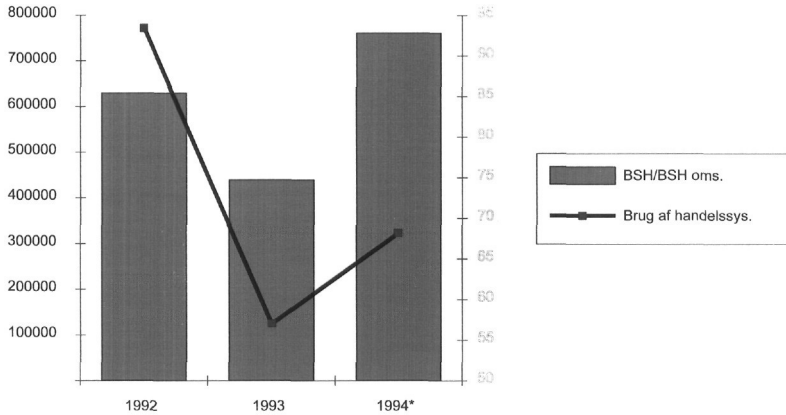
	1992		1993		1994°	
	Mio. kr.	Pct.	Mio. kr.	Pct.	Mio. kr.	Pct.
Match	64.936	28	12.699	6	1.144	0
Accept	149.229	65	102.818	51	186.126	68
Indberetning	15.127	7	87.026	43	87.388	32
BSH/BSH i alt	229.292	100	202.543	100	274.658	100
Total	670.169		831.826		1.174.848	

Note: BSH/BSH-omsætning indeholder omsætning med normal valør mellem handelsberettigede i perioden 00.00 - 15.30.

1) Omsætningen for første halvår af 1994 er ganget med to.

Figur 7 viser udviklingen i brugen af handelssystemerne for futures og optioner sammenholdt med udviklingen i den samlede BSH/BSH-omsætning.

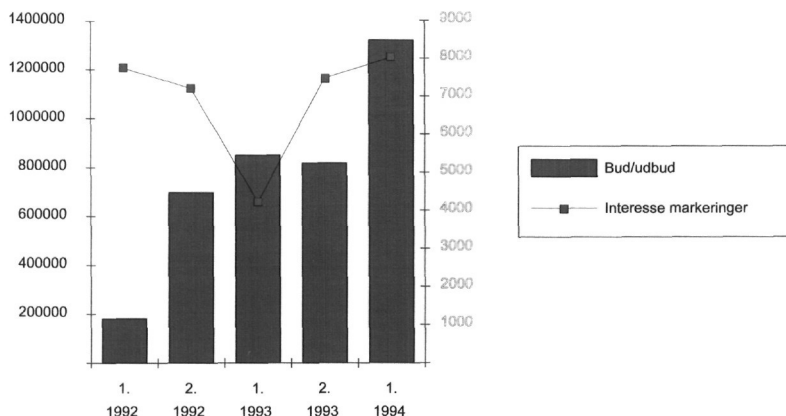
Figur 7: Brug af handelssystemerne for futures og optioner.



Note: Omsætningstallene for 1994 er omregnet til p.a. ved at gange tallet med to.

Det fremgår af figuren, at brugen af handelssystemerne er faldet i 1993 men steget igen i 1994. Den faldende brug af handelssystemerne i 1993 skyldes to forhold. Dels, at brugen af handelssystemerne for de obligationsbaserede kontrakter er faldet fra i gennemsnit at udgøre omkring 65 pct. af BSH/BSH-omsætningen i 1992 til omkring 50 pct. i 1993. Dels at futures på CIBOR-renten, der kom til notering i september 1993, ikke handles på handelssystemerne men via interessesystemet.

Figur 8: Antal priser i handelssystemerne samt interessesystemet for futures og optioner.



Figur 8 viser udviklingen i brugen af interessesystemet for futures og optioner sammenholdt med det antal priser, der stilles via handelssystemerne. Figuren viser, at størstedelen af priserne stilles i handelssystemerne, og at antallet af stillede priser er øget i perioden. Den store antal priser skyldes market making i acceptsystemet. Antallet af interessemarkeringer er begrænset, men brugen af interessesystemet er dog øget i perioden. Dette skyldes noteringen af futures på CIBOR-renten, der især handles via interessesystemet. For de øvrige kontrakter er der en begrænset brug af interessesystemet.

5.3.4. Konklusion

Ved obligationshandel bruges handelssystemerne til ca. 30 pct. af den samlede omsætning mellem handelsberettigede og denne andel er faldet siden 1992. Benchmark-obligationen, der i første halvår af 1994 havde 18 pct. af den samlede obligationshandel, prissættes især via det handelsunderstøttende interessesystem, hvortil der er knyttet en market maker ordning, hvorfor en væsentlig del af obligationsomsætningen er registreret som indberetninger. Dette er hovedforklaringen på udviklingen.

En "quote on request" ordning i de øvrige toneangivende obligationer er ligeledes med til at øge brugen af telefonmarkedet for obligationer.

Sammenfattende kan det siges, at obligationsmarkedet på Københavns Fondsbørs har inddelt sig således, at handlen i den toneangivende obligation foregår ved market-making i et lukket prisdrevet marked via det handelsunderstøttende interessesystem, hvilket betyder, at førhandelsinformation fra Fondsbørsen er forholdsvis lille, mens efterhandeisinformationen er tilgængelig for alle markedsdeltagere. For de øvrige toneangivende obligationer samt resten af obligationsmarkedet sker ca. 40 pct. via handelssystemerne, hvorfor der er både før- samt efterhandeisinformation til stede i det omfang, at der er aktivitet i de pågældende obligationer.

Aktiemarkedet på Københavns Fondsbørs fungerer således væsentligt anderledes end obligationsmarkedet. De handelsberettigede benytter i højere grad handelssystemerne. Hele 85 pct. af den samlede BSH/BSH-omsætning foregår via handelssystemerne og denne andel er øget siden 1992. Dette betyder, at før- og efterhandeisinformationen er til stede for alle markedsdeltagerne, i det omfang der er et marked for den enkelte aktie på en given børsdag. De 6 - 8 mest handlede aktier har en tendens til periodevis at blive handlet mere på prisdrevet basis, uden at dette endnu har betydet, at der er etableret market making i disse aktier.

For futures og optioner bruges handelssystemerne til næsten 70 pct. af den samlede BSH/BSH-omsætning i første halvår af 1994. Brugen af handelssystemerne er faldet, hvilket bl.a. kan forklares ved introduktionen af futures på CIBOR-renten, der især handles via interessesystemet. Den relative store brug af handelssystemerne for derivater skyldes Garantifondens marked maker ordning i acceptsystemet.

De elektroniske handelssystemer anvendes ved 30 pct. af obligationshandlen mellem handelsberettigede, mens andelen for aktier er 85 pct. For derivater er andelen aktuelt på 70 pct. Der har over de seneste år været en tendens til fald i den andel af obligationshandlen, der indgås via de elektroniske systemer. For aktiehandelen har der været tendens til stigning.

Kapitel 6

Hidtidig regulering af værdipapirmarkedets institutioner

6.1. Indledning

Reguleringen af værdipapirmarkedets institutioner - Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures - er funderet i lovgivningen og for Garantifondens vedkommende i dennes vedtægter.

Grundlaget for den nuværende børslovgivning er lov nr. 316 af 4. juni 1986 om Københavns Fondsbørs. Loven gennemførte "Børsreform I". Den nuværende børslovgivning omtales i afsnit 6.3.-6.6..

Garantifonden for Danske Optioner og Futures omtales i afsnit 6.7.

Reguleringen af Værdipapircentralens virksomhed tager udgangspunkt i lov om en værdipapircentral, jf. lovbekendtgørelse nr. 807 af 6. oktober 1993. Denne omtales i afsnit 6.8.

6.2. Lovgivningen før 1986

Gældende lov for Københavns Fondsbørs indtil Børsreform I var lov nr. 220 af 7. juni 1972 om Københavns Fondsbørs med de ændringer, der følger af lov nr. 524 af 27. december 1979.

Baggrunden for 1972-loven var den af Handelsministeriets udvalg til revision af fondsbørsordningen udarbejdede betænkning nr. 600/1971: "Fondsbørsen og fondsbørsvekslererne."

Formålet med loven var at gennemføre en ajourføring af lov nr. 80 af 19. marts 1930 om afholdelse af fondsbørs. Denne lovs bestemmelser gik i vid udstrækning helt tilbage til fondsbørsloven af 1919.

6.3. Baggrunden for Børsreform I

Baggrunden for Børsreform I var, at handelsformen for Københavns Fondsbørs igennem længere tid havde vist sig utilstrækkelig til at håndtere den hastigt voksende omsætning i aktier og obligationer. Der var brug for en væsentligt øget kapacitet på Fondsbørsen.

Efterhånden var det således, at omsætningen via Fondsbørsen kun udgjorde 3 pct. for obligationer og ca. 10 pct. for aktierne af den samlede omsætning. Da størsteparten af omsætningen således foregik uden for børsen, og denne handel ikke blev registreret eller offentliggjort, var gennemsigtigheden i kursdannelsen for hele fondsmarkedet alt for ringe.

Efter at en britisk børsekspert - Michael Hall - havde analyseret Fondsbørsens problemer, gik Industriministeriet efter opfordring fra fondsbørsbestyrelsen i gang med at forsøge at finde en løsning på problemerne. Michael Hall foreslog i sin rapport bl.a., at der blev skabt et centraliseret løbende auktionssystem suppleret med en form for et elektronisk handelsunderstøttende system. Samtidig blev det foreslået, at fondsbørsvekslerernes eneret blev ophævet og erstattet af mulighed for pengeinstitutter og fondsbørsvekslerer til at drive børsrådgivningsvirksomhed. Endelig blev der foreslået ændring af fondsbørsbestyrelsens sammensætning samt overladelse af en række tilsynsopgaver fra fondsbørstilsynet til fondsbørsbestyrelsen.

Den 22. maj 1986 vedtog Folketinget det lovkompleks, som man håbede kunne løse de akutte problemer.

Det var et vigtigt mål med reformen, at Fondsbørsens kursnotering skulle baseres på en væsentlig større del af den samlede omsætning, at der skulle sikres en større gennemsigtighed i denne omsætning, og at der skulle skabes et system med fornøden kapacitet.

Samtidig skulle komplekset også sikre, at Fondsbørsen kunne følge med i den hurtige teknologiske udvikling, der fandt sted på værdipapirmarkedet over hele verden. Således skulle Københavns Fondsbørs ikke stå tilbage for de øvrige europæiske lande i den internationale konkurrence på værdipapirmarkedet.

Da man også ønskede, at adgangen til at handle på Københavns Fondsbørs blev tilpasset til de faktiske markedsforhold, blev det overvejet at udvide kredsen, der kunne handle på Københavns Fondsbørs. Her tænkte i første omgang på - udover fondsbørsvek-

selerer - at give pengeinstitutter og Danmarks Nationalbank adgang til at deltage i handelen. I realiteten blev adgangen til at handle på Fondsbørsen tilgængelig for alle, som kunne opfylde de moderate krav til et børsmæglerselskab. Man fandt det ikke fornødent at give pengeinstitutter en direkte adgang. Reguleringen skulle tilgodese værdipapirmarkedets forventninger om betryggende forhold og om et højt niveau med hensyn til handelsadfærd og ekspertise.

6.4. Hovedpunkterne i Børsreform I

De væsentlige nydannelser i børsreformen var:

at handel og notering via opråb afløstes af en elektronisk decentral kontinuerlig handel med indberetningspligt,

at adgangen til at handle på Københavns Fondsbørs blev tilgængelig for alle, der kunne opfylde kravene til at danne et børsmæglerselskab, og at fondsbørsvekslererstandens eneret til at handle på Københavns Fondsbørs afskaffedes,

at Tilsynet med Københavns Fondsbørs og børsmæglerselskaber styrkedes og intensiveredes,

at fondsbørsbestyrelsen udover repræsentation af mægler- og udstederinteresser også fik investorinteresser repræsenteret,

at de børsetiske normer reguleredes mere udførligt,

at de eksisterende fondsbørsvekslerere fik mulighed for at oprette en art "minibank", benævnt kreditinstitutter med særlig tilladelse,

at der indførtes en ordning med registrering af aktier og investeringsforeningsandele samt udstedelse af disse gennem Værdipapircentralen i lighed med ordningerne for obligationer.

Disse nydannelser blev indarbejdet i et lovkompleks, som Folketinget vedtog den 22. maj 1986. Lovkomplekset består af lov nr. 316 af 4. juni 1986 om Københavns Fondsbørs, lov nr. 316 af 4. juni 1986 om visse kreditinstitutter m.fl. love og lov nr. 318 af 4. juni 1986 om ændring af lov om aktieselskaber m.fl. love. Med hjemmel i disse love blev der udstedt 11 bekendtgørelser, der trådte i kraft

den 1. januar 1987, og hermed var den retlige baggrund bag en børsreform skabt.

6.5. Ændringer i fondsbørsloven 1986 - 1994

Fondsbørsloven er siden blevet ændret tre gange.

Den første lovændring, jf. lov nr. 290 af 8. maj 1991, indebar, at børsnoterede skatkammerbeviser tillige kan handles med pengemarkedsmæglerne som formidlere, men med efterfølgende indberetning til Fondsbørsen.

Ved den anden lovændring, jf. lov nr. 343 af 6. juni 1991, gennemførtes Rådets direktiv 89/592/EØF om insider-handel og forslag til bekæmpelse af insider-handel. Industriministeriets betænkning nr. 1216 fra marts 1991 om Insider-handel dannede grundlag for denne lovændring.

Med den tredje lovændring, jf. lov nr. 452 af 30. juni 1993, blev der taget det første skridt til implementeringen af ISD, idet kreditinstitutter (pengeinstitutter, realkreditinstitutter og kreditinstitutter med særlig tilladelse (dvs. de kreditinstitutter, der blev dannet i forbindelse med Børsreform I af de tidligere fondsbørsvekslerers bankiervirksomhed) fik direkte adgang til at deltage i handelen på Københavns Fondsbørs systemer.

Lovændringen indeholdt desuden en hjemmel til industriministeren til at undtage visse værdipapirer fra Fondsbørsens monopol, hvilket indebærer, at pengemarkedsinstrumenter kan blive børsnoteret samtidig med, at de vil kunne handles gennem pengemarkedsmæglerne.

Lovændringen gav desuden industriministeren hjemmel til visse fravigelser af reglerne om alsidighedspligt.

6.6. Børsens opgaver i dag

Københavns Fondsbørs har til opgave at drive børsvirksomhed. Børsvirksomhed defineres i loven som virksomhed, der består i regelmæssigt at sammenføre købs- og salgstilbud til offentlig handel og notering i værdipapirer. Dertil skal børsen drive de nødvendige og tidssvarende handelssystemer, samt derudover tillige et informations-system til at offentliggøre kurser og omsætning.

Disse områder har børsen i dag eneret på.

Fondsbørsen har endvidere til opgave at bistå Danmarks Nationalbank og Værdipapircentralen med afvikling af handlen.

Børsen skal sikre, at handlen foregår på en forsvarlig, korrekt og gennemskelig måde samt ved tilrettelæggelse af handlen sikre, at investorer, børsmæglerselskaber m.v. og udstedere får en ligelig og fair behandling.

Fondsbørsen har derfor pligt til nøje at holde øje med, om såvel værdipapirudstedere som børsmæglerselskaber opfylder deres forpligtelser efter lov, bekendtgørelse og de af børsen udarbejdede regelsæt. Derudover skal børsen overvåge den indberetningspligtige handel. Børsen skal løbende have information af betydning for bedømmelsen af værdipapirer og udstedere. Derudover kan børsen pålægge udstedere at fremkomme med yderligere oplysninger.

Fondsbørsen skal endvidere modtage meddelelse om besiddelse af mindst 5 pct. af enten aktiekapitalens stemmerettigheder eller af aktiekapitalen opgjort efter pålydende værdi, eller når de tilsvarende grænser på 10, 15 osv. pct. overskrides.

Børsen har pligt til at indberette til Finanstilsynet, hvis der er sket overtrædelser af lov, bekendtgørelse, børsetiske regler, eller såfremt prisdannelsen ikke er foregået på en rimelig og forsvarlig måde.

Der er i loven givet børsen mulighed for at indgå aftaler med udenlandske fondsbørser, samt endvidere med industriministerens samtykke at deltage i udenlandske eller internationale børshandelssystemer. Børsen deltager i begrænset omfang allerede i sådant samarbejde.

Børsen er tillagt ret og pligt til at afgøre, om der skal ske optagelse til notering af et værdipapir, som udstederen ansøger om at få optaget. Optagelse kan ske, hvis lovens betingelser er opfyldt, og det i øvrigt skønnes, at der er offentlig interesse for værdipapiret og der kan forventes stadig omsætning af papiret. Børsen er endvidere tillagt kompetence til at slette et papir. Fondsbørsen kan endvidere træffe afgørelse om suspension, bl. a. når beskyttelse af investorerne kræver det. Der henvises til kapitel 8 for så vidt angår fondsbørsens rolle i forhold til udstederne.

Finanstilsynet fører tilsyn med, at Københavns Fondsbørs' virksomhed er i overensstemmelse med lov om Københavns Fondsbørs og

regler fastsat i medfør heraf samt, at fondsbørsens forretningsgang, kontrol- og sikringsforanstaltninger vedrørende edb er betryggende. Desuden godkendes udstedernes og de handelsberettigedes bidrag til driften af Københavns Fondsbørs.

Finanstilsynet kan deltage uden stemmeret i møderne i Københavns Fondsbørs' bestyrelse.

Endelig er Finanstilsynet klageinstans for de afgørelser, som Københavns Fondsbørs træffer i medfør af loven.

6.7. Garantifonden for Danske Optioner og Futures

Garantifonden blev stiftet i 1987 af Danmarks Nationalbank, Danmarks Sparekasseforening, Den Danske Bankforening, Foreningen af Børsmæglerselskaber og Sammenslutningen af Børsmæglerselskaber.

Baggrunden for stiftelsen var behovet for en clearingcentral og garantiinstitution til et organiseret derivatmarked i Danmark. Begrundelsen for at oprette en ny institution var bl.a., at det blev bedømt, at hverken Københavns Fondsbørs eller Værdipapircentralen uden en lovændring ville kunne påtage sig garantifunktionen på grund af de risici, der er forbundet hermed, og at det var ønskeligt at hindre, at udenlandske organisationer satte sig på denne handel.

Garantifonden har til formål at stå som den ene part i eller garantere for options- og futureskontrakter, ligesom Fonden står for clearingen og afviklingen af handler med disse værdipapirer.

Garantifonden er en privat erhvervsdrivende fond. Garantifondens virksomhed er ikke reguleret i den nugældende lovgivning, men er baseret på et regelsæt, som godkendes af myndighederne.

Reglerne om tilsynet med Garantifonden for Danske Optioner og Futures er fastsat i § 17 i Garantifondens vedtægter, som blev godkendt af Industriministeriet (Erhvervsministeriet).

Herefter fører Finanstilsynet et løbende tilsyn med Garantifonden, der skal give tilsynet de oplysninger, der er nødvendige for Finanstilsynets virksomhed.

Ændringer af Garantifondens vedtægter samt bestyrelsens forretningsorden og de almindelige kontraktsbetingelser skal godkendes

af Finanstilsynet. Det samme gælder en eventuel beslutning om likvidation.

6.8. Værdipapircentralen

Værdipapircentralen er en privat selvejende institution, hvis opgave det er at registrere udstedelse, ejerforhold og omsætning af papirløse "værdipapirer" (fondsaktiver) i et centralt register.

Værdipapircentralen påbegyndte sin drift i 1983 på grundlag af lov nr. 179 af 14. maj 1980 om en værdipapircentral, jf. lovbekendtgørelse nr. 807 af 6. oktober 1993. Værdipapircentralens virksomhed er herudover reguleret i en række bekendtgørelser udstedt af Finanstilsynet, som fører tilsyn med centralen.

Værdipapircentralsystemet er decentralt opbygget. Der er mere end 200 deltagende kreditinstitutter, børsmæglere, realkreditinstitutter og øvrige udstedere m.v. tilknyttet systemet som kontoførende institutter, udstedere eller storkunder. De kontoførende institutter udfører en eller flere funktioner i forbindelse med transaktioner vedrørende værdipapirer på Værdipapircentralens vegne.

Herudover har Værdipapircentralen indgået aftaler om at udføre opgaver for andre organisationer i den finansielle sektor.

Kapitel 7

Tilsynet med børshandlen

7.1. Indledende bemærkninger

I lov om Københavns Fondsbørs er der mellem Finanstilsynet og Københavns Fondsbørs foretaget en fordeling af tilsyn og markeds-
overvågningen i forhold til børshandlen. I lov om en værdipapir-
central har Finanstilsynet en tilsynsforpligtigelse, der primært angår
den tekniske opbygnings forsvarlighed i forhold til de til centralen
tilsluttede virksomheder.

Spørgsmålet om børstilsyn og herunder fordelingen af kompeten-
cerne mellem Finanstilsynet og Københavns Fondsbørs er senest
blevet gennemgået i betænkning 1230/1992 om børsnoterede
selskaber. Dette udvalg fandt ikke anledning til væsentlige ændrin-
ger i regelgrundlaget eller i arbejdsfordelingen mellem Københavns
Fondsbørs og Finanstilsynet.

I den følgende fremstilling af overvågningen og tilsynet med børshandlen er der med hensyn til Københavns Fondsbørs' og Finanstilsynets kompetenceområder taget udgangspunkt i lov om Københavns Fondsbørs, jf. lovbekendtgørelse nr. 713 af 8. september 1993.

Endvidere behandles forholdet til andre offentlige myndigheder i relation til tilsynet med markedet.

Tilsynet i forhold til lov om en værdipapircentral gøres endvidere til genstand for en kort gennemgang.

Endelig omtales kort områder, hvor der har vist sig særlige problemer i forhold til tilsyn med markedet.

7.2. Københavns Fondsbørs

Udgangspunktet for tilsyn og markedsovervågning er § 11 i lov om Københavns Fondsbørs, hvorefter Københavns Fondsbørs skal virke for, at handel og kursnotering finder sted på en måde, der sikrer, at handelen og prisdannelsen på fondsbørsen foregår på en redelig og gennemskelig måde og inden for lovgivningens rammer sikrer alle berørte en ligelig behandling.

Efter bestemmelsen er der tre karakteristika, der skal kendetegne børsmarkedet: redelighed, gennemsommelighed og ligelighed.

Bestemmelsen er en retsstandard: Fondsbørsens bestyrelse og Finanstilsynet skal sørge for, at deres fortolkning og håndhævelse af loven og bekendtgørelser m.v. sikrer disse tre elementer.

Efter fondsbørsloven påhviler det bestyrelsen for Københavns Fondsbørs at sørge for, at Fondsbørsens virksomhed foregår på en hensigtsmæssig og forsvarlig måde, og herunder

at Fondsbørsen påser, at udstederne af børsnoterede værdipapirer og de handelsberettigede virksomheder opfylder de forpligtelser, der følger af loven og bekendtgørelserne,

at de af Københavns Fondsbørs udstedte børssetiske regler overholdes,

at Fondsbørsen overvåger den indberetningspligtige handel med værdipapirer.

Københavns Fondsbørs' virksomhed retter sig primært mod udstederne af børsnoterede værdipapirer samt mod de handelsberettigede og indberetningspligtige virksomheder. Men også aktionærer og andre kan blive omfattet af den børsretlige regulering.

Fondsbørsens virksomhed er kendetegnet af, at fondsbørslovgivningen giver en række skønsmæssige beføjelser, og af at Københavns Fondsbørs udfører anden form for virksomhed i form af rådgivning, vejledning af udstedere, rådgivere, investorer m.v.

7.3. Udstedere

7.3.1. Optagelse til notering

Københavns Fondsbørs behandler ansøgninger om optagelse til notering efter ansøgning fra udstederen. Fondsbørsen tager anmodningen til følge, for så vidt lovgivningens betingelser er opfyldt, og fondsbørsbestyrelsen skønner værdipapiret egnet til børsnotering.

I behandlingen af ansøgninger kontrollerer Fondsbørsen dels, om udstederen opfylder lovens betingelser for at blive børsnoteret (herunder de kapitalmæssige krav, om de pågældende værdipapirer er frit omsættelige m.v.), dels modtager og gennemgår Fondsbørsen et prospektudkast med henblik på at godkende dette. Fondsbørsen skal sikre, at det pågældende prospektmateriale har en sådan karakter, at investorernes situation anses for at være betryggende.

7.3.2. Informationsdistribution

Udstedere skal fremsende meddelelser til Fondsbørsen via telefax senest samtidig med anden offentliggørelse.

Det er udstedernes egne meddelelser, der videregives af Fondsbørsen. Fondsbørsen kan inden offentliggørelsen tage kontakt til udstederne med henblik på at klargøre, om meddelelserne er tilstrækkelig informative.

For at sikre, at alle, der handler via Fondsbørsens handelssystemer, handler på baggrund af den samme information, etableres en børspause, indtil meddelelsen er udsendt til alle handelsberettigede. Børspausen hindrer ikke, at de handelsberettigede under børspausen telefonisk kan handle med det pågældende værdipapir.

7.3.3. Periodiske meddelelser

Alle udstedere skal offentliggøre periodiske meddelelser over Fondsbørsens systemer. Disse omfatter halvårsrapporter, årsregnskabsmeddelelser samt trykte årsregnskaber.

Det påhviler udstedernes bestyrelse og direktion at indsende de krævede meddelelser til Fondsbørsen og at sørge for, at de giver et billede af udstedernes situation, som er korrekt og fyldestgørende og oplyser om alle væsentlige forhold, der kan antages at have betydning for kursdannelsen. Selskabets revisor skal revidere selskabets regnskab og påtage dette. Fondsbørsen har ikke til

opgave at kontrollere, om de modtagne oplysninger, herunder talangivelserne, er korrekte.

Hvis Fondsbørsen finder, at udstedernes meddelelser ikke er fyldestgørende, tages sædvanligvis kontakt til udstederen med henblik på at klargøre, om meddelelserne er fyldestgørende, eller om supplerende oplysninger er nødvendige.

Modtages regnskabsmeddelelser ikke rettidigt, rykker Fondsbørsen de pågældende udstedere og påtaler overtrædelsen. Sådanne påtaler offentliggøres for at orientere markedet. Samtidig overføres værdipapiret til Fondsbørsens særlige observationsliste.

Fondsbørsen foretager en stikprøvevis gennemgang af udstedernes trykte årsregnskaber dels for at kontrollere, at årsregnskaberne overholder Fondsbørsens oplysningsforpligtelser m.v. dels for at foretage en generel vurdering af, om Årsregnskabsloven og -bekendtgørelserne overholdes. Fondsbørsen kan endvidere foretage en gennemgang af en udsteders årsregnskab, hvis Fondsbørsen bliver opmærksomhed på fejl og mangler.

Hvis Fondsbørsen vurderer, at der i det trykte årsregnskab er (væsentlige) fejl eller mangler, retter Fondsbørsen henvendelse til den pågældende udsteders ledelse med henblik på at få ændret de(t) pågældende forhold. Fondsbørsen har endvidere mulighed for at anmode udstedernes revisor om at afgive oplysninger direkte til Fondsbørsen.

7.3.4. Aperiodiske meddelelser

Efter fondsbørsloven skal udstedere af børsnoterede værdipapirer straks offentliggøre oplysninger om væsentlige forhold, der vedrører virksomheden, og som kan antages at få betydning for kursdannelsen på værdipapirerne. Bestemmelsen er en slags generalklausul, en straksoplysningspligt, der skal sikre, at markedet straks har kendskab om væsentlige hændelser, der måtte indtræffe for den pågældende udsteder.

Hvis Fondsbørsen får formodning om, at en udsteder ikke har overholdt sin oplysningspligt, retter Fondsbørsen henvendelse til udstederen med henblik på at opnå en dialog med udstederen om det pågældende forhold.

I situationer, hvor Fondsbørsen via de elektroniske handelssystemer kan konstatere en usædvanlig stor omsætning i et værdipapir, tages

kontakt til udstederen og markedsdeltagerne for at få klarlagt årsagen hertil.

7.3.5. Egne aktier

Børsnoterede selskaber skal efter loven straks meddele Fondsbørsen selskabets og dets datterselskabers samlede besiddelser af aktier i selskabet, når den pålydende værdi af aktierne udgør 2 pct. eller mere af aktiekapitalen i selskabet. Der skal ligeledes efterfølgende meddeles ændringer i aktiebesiddelsen, når den ændres i forhold til den senest meddelte besiddelse, og ændringen udgør 2 pct. eller mere af aktiekapitalen.

Meddelelser, som Fondsbørsen modtager fra selskaberne, offentliggøres af Fondsbørsen, ligesom meddelelserne videresendes til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Fondsbørsen påser, at formkravene til disse meddelelser overholdes.

Hvis Fondsbørsen bliver opmærksom på, at et selskab ikke straks har meddelt Fondsbørsen om selskabets besiddelse af egne aktier, påtales overtrædelsen og forholdet indberettes til Finanstilsynet.

7.3.6. Reaktioner/sanktioner

Københavns Fondsbørs har en række sanktionsmuligheder overfor udstedere, som ikke overholder oplysningsforpligtelserne. Sanktionerne består i påtale, offentliggørelse af påtale og sletning af kurslisten.

Fondsbørsen vil sædvanligvis give en påtale til den pågældende udsteder. I særlige tilfælde vil påtalen blive offentliggjort på samme måde, som når der af udstederen offentliggøres meddelelser. Fondsbørsen har mulighed for at slette værdipapirer fra kurslisten i helt særlige tilfælde. Denne sanktion har kun været anvendt én gang.

I tilfælde, hvor Københavns Fondsbørs finder, at der er sket en overtrædelse af loven, bekendtgørelserne eller de børsetiske regler, eller handlet på en måde, der er i strid med loven, skal der ske indberetning til Finanstilsynet.

For så vidt bruddet på oplysningsforpligtelserne har en sådan karakter, at markedets tilfredsstillende funktion midlertidigt ikke er eller vil være sikret, eller når beskyttelsen af investorerne kræver det, kan Fondsbørsen suspendere et værdipapir. Suspension er ingen

sanktion, men kan i praksis have den virkning, at tilfredsstillende oplysninger offentliggøres.

Under en suspension kan et værdipapir ikke handles på Fondsbørsens systemer, og det er ikke tilladt de handelsberettigede at handle eller medvirke til handel med værdipapiret. Der kan dog af Fondsbørsen gives dispensation.

Er der på anden måde tale om, at Fondsbørsen ikke er blevet orienteret, uden at der er anledning til en suspension, kan Fondsbørsen overføre værdipapirer til den såkaldte "observationsliste".

En overførelse til observationslisten sker med henblik på at give markedet information om, at der er særlige forhold at være opmærksom på i forbindelse med handlen med de pågældende værdipapirer. Der er ikke tale om nogen sanktion. Overførelse til observationslisten vil eksempelvis også ske i tilfælde, hvor man afventer en formel beslutning fra en generalforsamling om fusion. Overførelse til observationslisten sker rent praktisk ved en meddelelse fra Københavns Fondsbørs efterfulgt af, at det pågældende papir placeres på et særligt sted i kurslisten. Der er ikke knyttet virkninger til en overførsel til observationslisten i øvrigt.

Fondsbørsen kan give en udsteders direktion, bestyrelse og revision påbud om at give informationer til brug for Fondsbørsens administration af lovgivningen, jf. fondsbørslovens § 13, stk. 2. Man vil herunder kunne kræve informationer fra udstederne med henblik på en eventuel offentliggørelse af disse, jf. betingelsesbekendtgørelsens § 17.

7.4. Handelsberettigede og indberetningspligtige virksomheder

Fondsbørsen foretager en løbende kontrol af den handel, der udføres via handelssystemerne, og af de handler der indberettes.

Handler, hvor kursen afviger fra det niveau, hvor værdipapiret i øvrigt handles, undersøges med henblik på at sikre, at dagens kurs- og omsætningsberegninger ikke foretages på et forkert grundlag.

Herudover foretager Fondsbørsen i en række tilfælde undersøgelser af, om der er foretaget insider-handel. Disse omtales nærmere i afsnit 7.10.

7.5. Aktionærer

Lovgivningen indeholder bestemmelser, som pålægger udstederne og de handelsberettigede og indberetningspligtige en række pligter. Dette gælder særligt aktionærer i børsnoterede selskaber. Som eksempler på disse pligter kan nævnes, at en ny hovedaktionær i forbindelse med overdragelse af kontrollerende aktieposter skal afgive købstilbud til mindretalsaktionærer i overensstemmelse med de børsetiske regler.

Konstateres det, at der overdrages en kontrollerende aktiepost, vil Fondsbørsen tage kontakt til den relevante personkreds med henblik på at sikre, at et købstilbud fremsættes. I langt de fleste tilfælde vil erhververe af majoritetsposter af sig selv i forbindelse med meddelelsen om, at der er erhvervet en kontrollerende aktiepost, samtidig give meddelelse om købstilbud.

7.6. Finanstilsynet

Finanstilsynet fører tilsyn med

1. at Københavns Fondsbørs' virksomhed er i overensstemmelse med loven og regler fastsat i medfør heraf (der henvises til kapitel 7 for så vidt angår tilsynet med Københavns Fondsbørs),

at lovens og bekendtgørelsernes regler om de handelsberettigede overholdes,
2. at børsrådgivningselskaberne og Københavns Fondsbørs' forretningsgang, kontrol- og sikringsforanstaltninger vedrørende edb er betryggende,
3. at lovens regler om misbrug af oplysninger (insider-handel) overholdes, og
4. at de børsetiske regler overholdes.

Finanstilsynet kan pålægge bestyrelse, direktion og revisor på Københavns Fondsbørs, i et børsrådgivningselskab samt udstedere af børsnoterede værdipapirer at afgive de oplysninger, der er nødvendige for tilsynets virksomhed. Der er en særlig udvidet adgang til for Finanstilsynet at søge oplysning ved formodning om overtrædelse af forbud mod misbrug af oplysninger, jf. nedenfor under afsnit 7.10.

Finanstilsynet fører i medfør af lov om Københavns Fondsbørs i øvrigt tilsyn med de handelsberettigede virksomheder, herunder særligt med børsmæglerselskaberne.

For at få adgang til handlen på Københavns Fondsbørs skal virksomheder have tilladelse af Finanstilsynet. Disse omfatter børsmæglerselskaber, pengeinstitutter, realkreditinstitutter og kreditinstitutter med særlig tilladelse, samt filialer af disse typer af selskaber inden for EØS.

Meddelelse af tilladelse er betinget af, at virksomheden er tilsluttet Danmarks Nationalbanks afregningssystem og Værdipapircentralen som fondshandler. Børsmæglerselskaber skal herudover opfylde en række formelle krav af selskabsretlig karakter.

Virksomhedernes ledelse skal endvidere opfylde krav om faglige kvalifikationer og om daddelfriandel, *et fit and proper*-krav.

En tilladelse bortfalder, hvis den handelsberettigede virksomhed opløses, erklærer betalingsstandsning eller standser sine betalinger, åbner tvangsakkord, erklæres konkurs eller træder i likvidation.

Ud over tilsynet med de handelsberettigede virksomheders optræden på markedet har Finanstilsynet efter loven også tilsynet med, at børsmæglerselskaberne opfylder kravene til egenkapital og kapitaldækning. Finanstilsynet har udstedt bekendtgørelse om kapitaldækningsregler for børsmæglerselskaber.

Tilsynet kan på ethvert tidspunkt og uden retskendelse aflægge kontrolbesøg på et børsmæglerselskabs kontor.

De øvrige handelsberettigede virksomheder er vedrørende egenkapital og kapitaldækning m.v. omfattet af anden lovgivning, jf. 7.8.

7.7. Sanktioner

Finanstilsynet kan pålægge bestyrelse, direktion og revisor på Københavns Fondsbørs, hos en udsteder, en handelsberettiget virksomhed og et børsmæglerselskab at give de oplysninger, der er nødvendige for tilsynets virksomhed.

Finanstilsynet råder over en række mulige tvangsmidler og sanktioner.

Finanstilsynet kan **tilbagekalde en tilladelse til at handle på Københavns Fondsbørs**, såfremt den handelsberettigede virksomhed har tilsidesat de regler, der gælder for dens virksomhed eller såfremt virksomhedens direktion eller bestyrelse af tilsynet ikke skønnes at udøve stillingen eller hvervet på forsvarlig måde.

Der kan endvidere meddeles **pålæg** om at bringe en overtrædelse af fondsbørsloven eller de børsetiske regler til ophør. Pålæg kan meddeles, såfremt en handelsberettiget, en udsteder, en aktionær m.v. ikke opfylder sine forpligtelser efter lovens bestemmelser eller en handelsberettiget virksomhed i øvrigt handler i strid med redelig forretningsskik.

Dette gælder, hvis forholdet efter forhandling ikke kan bringes i orden inden for en kortere tid. Såfremt det skønnes hensigtsmæssigt, kan tilsynet offentliggøre pålægget eller suspendere eller slette de berørte værdipapirer fra kurslisten.

Der er kun meget få sager, hvor Fondsbørsen og en udsteder ikke opnår forlig, ligesom der kun er få sager om året, hvor der klages til Finanstilsynet over Fondsbørsens afgørelser vedrørende børsreglerne.

Finanstilsynet kan pålægge daglige eller ugentlige **tvangsbøder** til en handelsberettiget virksomhed eller en udsteders direktion, bestyrelse eller revisor eller selskabet som sådan, hvis den pågældende virksomhed ikke efterkommer de pligter, der efter fondsbørsloven påhviler eller pålægges denne af Finanstilsynet eller Fondsbørsen. Finanstilsynet har i et enkelt tilfælde pålagt en udsteder tvangsbøder.

Tvangsbøder kan også anvendes overfor aktionærer i børsnoterede selskaber eller formidlere af skatkammerbeviser og andre typer af værdipapirer undtaget fra Københavns Fondsbørs' eneret.

Oversendelse af sager med **anmeldelse til anklagemyndigheden eller politiet**, såfremt Finanstilsynet kan konstatere, at strafsanktionerede bestemmelser i lov og bekendtgørelser er overtrådt, eller såfremt det skønner, at efterforskning bør ske med anvendelse af de midler, som retsplejeloven stiller til rådighed for anklagemyndigheden.

Overtrædelse af en række bestemmelser er sanktioneret med bøde.

Manglende iagttagelse af pålæg eller afgivelse af urigtige eller vildledende oplysninger til Finanstilsynet straffes ligeledes med bøde med mindre højere straf er forskyldt efter anden lovgivning.

7.8. Bank- og sparekasselovens og realkreditlovens anvendelse

En række af de handelsberettigede på Københavns Fondsbørs er kreditinstitutter, hvis hovedvirksomhed reguleres efter bank- og sparekasseloven, lov om visse kreditinstitutter eller realkreditloven.

Det betyder, at kreditinstitutter med handelstilladelse ud over lov om Københavns Fondsbørs er underlagt særskilte virksomhedslove med regler om solvens, accessorisk virksomhed og regler om god skik m.v.

7.9. Anke af Finanstilsynets afgørelser

Afgørelse truffet af Finanstilsynet kan ikke indbringes for anden administrativ myndighed. For så vidt angår retlige spørgsmål kan tilsynets afgørelser dog indbringes for Erhvervsministeriets Erhvervsankenævn. Nævnet fortolker "retlige spørgsmål" meget vidt.

Afgørelser truffet af nævnet kan indbringes for domstolene.

7.10. Misbrug af oplysninger (insider-handel)

Bag reglerne om forbud mod insider-handel ligger et generelt ønske om at sikre et effektivt og velfungerende marked for tilvejebringelse af kapital. Forudsætningen herfor er, at investorerne har tillid til, at de stilles lige. Tilliden er i fare, såfremt investorer ved misbrug af interne oplysninger opnår fordele i forhold til andre investorer, jf. betænkning nr. 1216/1991.

Sagen indledes oftest ved, at **Københavns Fondsbørs** foretager en undersøgelse.

Fondsbørsen kontrollerer, om der i en periode, indtil en regnskabsmeddelelse eller et købstilbud blev offentliggjort, har været en usædvanlig omsætning. Hvis dette er tilfældet, gennemgås alle handler i perioden. Handelsnotaer indkaldes fra de handelsberettigede og indberetningspligtige virksomheder, hvorefter notaerne gennemgås med henblik på at konstatere, om der er sammenfald mellem de personer, der har handlet og de personer, der er tilknyttet selskabet, eller om der hos enkeltpersoner, der ikke umiddelbart har tilknytning til selskabet, kan konstateres usædvanlige handler.

Hvis det ikke kan afvises, at der kan være tale om insider-handel, vil sagen blive overdraget til **Finanstilsynet** til videre behandling.

Såfremt der er grundlag for en formodning om, at der er sket en overtrædelse af lovens insider-bestemmelser, har Finanstilsynet en udvidet adgang til at søge den fornødne information til sagens oplysning. Finanstilsynet kan pålægge fysiske og juridiske personer at afgive oplysninger.

Finanstilsynet kan pålægge de virksomheder, der har eneret til at henvende sig til offentligheden vedrørende børsnoterede værdipapirer, at afgive oplysninger i elektronisk form.

Såfremt Finanstilsynet finder, at reglerne er blevet overtrådt, videresender Finanstilsynet sagen til **anklagemyndigheden** til dennes videre behandling.

Siden ændringen af lov om Københavns Fondsbørs er en person dømt for overtrædelse af loven.

7.11. Andre offentlige myndigheder og markedstilsynet

Udover Finanstilsynets tilsyn med børsmarkedet spiller også andre offentlige myndigheder en rolle i kontrollen.

7.11.1 Erhvervs- og Selskabsstyrelsen

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen skal som en af sine hovedopgaver sikre, at aktie- og anpartsselskabers årsregnskab m.v. er til rådighed for regnskabsbrugerne.

Styrelsen foretager en kontrol af de modtagne årsregnskaber med henblik på at sikre, at der i formen er tale om et årsregnskab forsynet med underskrift af ledelsen og med tilhørende revisionspåtegning.

Ved en ændring af årsregnskabsloven i februar 1994 er Erhvervs- og Selskabsstyrelsen blevet forpligtet til at foretaget stikprøvevis udtagelse og undersøgelse af modtagne årsregnskaber for åbenbare overtrædelser af regnskabs- og selskabslovgivningen.

Konstaterer Erhvervs- og Selskabsstyrelsen overtrædelser, kan styrelsens reaktionsmulighed afpasses efter overtrædelsens karakter. Reaktionen kan strække sig fra konkret vejledning til krav om

berigtigelse og om fornødent tvangsbøder, hvis selskabet ikke berigtiger konstaterede overtrædelser.

For at imødegå for sen indsendelse af årsregnskaber pålægger styrelsen de enkelte ledelsesmedlemmer (som udgangspunkt bestyrelsesmedlemmerne) en afgift på mellem 500 og 8.000 kr. pr. personer - afhængig af fristoverskridelsens længde - hvis regnskabet indsendes for sent.

7.11.2. Andre myndigheder

I relation til markeds-mæssige forhold er forbrugerbeskyttelse og konkurrenceretlige forhold de mest væsentlige.

Forbrugerombudsmanden påser, at der ikke sker overtrædelse af god markedsføringsskik eller af lov om markedsføring i øvrigt. Forbrugerombudsmandens virksomhed omfatter også værdipapirhandel, men er ikke en systematisk og løbende kontrol. I det omfang en anden myndighed i medfør af særlig lovgivning kan forfølge samme forhold, vil Forbrugerombudsmanden normalt ikke indlede sag i medfør af markedsføringsloven.

Konkurrencerådet har som opgave at fremme konkurrencen og dermed styrke effektiviteten i produktion og omsætning af varer og tjenesteydelser m.v. ved størst mulig gennemsigtighed. Konkurrencerådets opgave er principielt af en anden art end opgaverne efter lov om Københavns Fondsbørs, nemlig på en samfundsmæssig effektivitet fremmet gennem konkurrencen.

Hvis en aftale eller virksomhed er af meget stor betydning for markedet, kan tillige konkurrencereglerne i EF-traktatens art. 85 og 86 blive anvendelige. De håndhæves af **EU-Kommissionen**.

7.12. Tilsynet med Værdipapircentralen

Baggrunden for reglerne om tilsyn med Værdipapircentralen er, at det betragtes som en væsentlig samfundsinteresse, at både Værdipapircentralen og de kontoførende institutter - som dele af det decentraliserede værdipapircentralsystem - drives på fuldt betryggende måde. Målsætningen er, at det i videst muligt omfang må sikres og kontrolleres, at registreringen af fondsaktiver, rettighederne over disse og deres omsætning sker korrekt og hurtigt, og at Værdipapircentralens og de kontoførende institutters forretningsgange og kontrol- og sikringsforanstaltninger er betryggende.

Udgangspunktet for tilsynet med Værdipapircentralen og de kontoførende institutter er en arbejdsdeling mellem Finanstilsynet og Registertilsynet. Finanstilsynet fører tilsyn med, at Værdipapircentralens og de kontoførende institutters forretningsgange og kontrol- og sikringsforanstaltninger er betryggende. Registertilsynet fører tilsyn med de registertekniske aspekter (beskyttelse mod misbrug af personoplysninger).

Værdipapircentralen, et kontoførende institut eller en storkunde skal efter krav af Finanstilsynet afgive enhver oplysning, der er af betydning for tilsynets virksomhed. Endvidere har tilsynet adgang til lokaliteter i Værdipapircentralen, de kontoførende institutter og storkunder, hvorfra Værdipapircentralens registre administreres eller kan benyttes.

Finanstilsynet kan meddele Værdipapircentralen eller et kontoførende institut påbud, det vil sige gennemtvinge, at man i praksis efterlever krav om betryggende forretningsgang, kontrol- og sikringsforanstaltninger samt loven og regler udstedt i medfør heraf og Værdipapircentralens vedtægter.

Overtrædelse af påbud straffes med bøde eller hæfte. Såfremt dette ikke er tilstrækkeligt til at gennemtvinge påbud har Finanstilsynet mulighed for at fratage de kontoførende institutter retten til at foretage registrering og udstede kontoudskrifter.

Denne sanktion kan - som den mest indgribende - kun anvendes overfor kontoførende institutter, hvis disses forretningsgange er groft uforsvarlig, og hvor det er konstateret eller må befrygtes, at påbud bliver tilsidesat, at overtrædelsen kan frygtes at blive af varig karakter eller få skadevirkninger af betydeligt omfang. Sanktionen skal ses som et led i bestræbelserne på at etablere størst muligt offentlig tillid og det decentrale system som en helhed.

7.13. Tilsynsproblemer i praksis

Københavns Fondsbørs og for den sags skyld Finanstilsynet savner hjemmel til at indhente oplysninger fra personer og selskaber, der mistænkes for at have overtrådt forpligtelsen til at anmelde oplysninger om besiddelse af store aktieposter i medfør af aktieselskabsloven, ligesom Finanstilsynet ikke har hjemmel til at påtale overtrædelser.

Efter aktieselskabslovens § 28a skal en aktionær give meddelelse om sin aktiebesiddelse, når denne udgør 5 pct. eller mere af aktiekapitalens stemmerettigheder, eller når aktiernes pålydende værdi udgør mindst 5 pct. af selskabets samlede aktiekapital. Efterfølgende ændringer i besiddelsen, hvor grænser med 5 pct.'s mellemrum fra 10 pct. til 100 pct. passerer, medfører ligeledes meddelelsespligt, ligesom der skal gives meddelelse, såfremt en aktionær ikke længere besidder mindst 5 pct. af stemmerne eller kapitalen.

I medfør af aktieselskabslovens § 28c kan der fastsættes regler for selskaber, der besidder aktier i et selskab noteret på Københavns Fondsbørs eller en fondsbørs i et andet EU-land, jf. bekendtgørelse nr. 461 af 18. juni 1991 om opgørelse af, meddelelse om og offentliggørelse af betydelige andele i børsnoterede selskaber. Efter bekendtgørelsens § 2, stk. 1, skal meddelelsen straks gives til selskabet og samtidig skal den pågældende give ligelydende meddelelse til Københavns Fondsbørs.

Fondsbørsen offentliggør de pågældende meddelelser via sit telefaxsystem, ligesom Fondsbørsen indberetter de modtagne meddelelser til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Reglerne giver således markedet kendskab til ejerforholdene i de børsnoterede selskaber.

Fondsbørsen kan under tiden i handelssystemerne og informations-systemerne se handler i et enkelt selskabs aktier, hvor det ikke kan udelukkes, at de pågældende handler burde medføre meddelelse om aktiebesiddelse, jf. bekendtgørelsens § 2, stk. 1. Fondsbørsen bliver opmærksom på disse handler i forbindelse med den daglige kurs- og omsætningskontrol.

Problemet er imidlertid, at Fondsbørsen ingen hjemmel har til at anmode de handelsberettigede og indberetningspligtige om at indsende f.eks. handelsnotaer for de pågældende handler til Fondsbørsen til kontrol.

Der mangler også hjemmel til, at Finanstilsynet kan indhente oplysninger fra personer m.v., der mistænkes for ikke at have anmeldt store aktieposter til udenlandske fondsbørser, selvom der er en pligt til at samarbejde med andre tilsynsmyndigheder herom.

Kapitel 8

Udviklingen i europæisk børsregulering

8.1. Oversigt

Den danske børsreform i 1986 faldt tidsmæssigt sammen med tilsvarende børsreformer i en række andre europæiske lande, herunder det såkaldte *Big Bang* på det engelske børsmarked, hvor der blev gennemført omfattende liberaliseringer.

I perioden herefter er der på clearing- og afviklingssiden i de fleste lande, der endnu manglede det, etableret én central organisation - en "*Central Securities Depository*" (CSD). De kommercielle clearingorganisationer Cedel og Euroclear har fået en stadig større markedsandel og øget deres betydning i takt med stigningen i den grænseoverskridende handel.

De fleste børser har konsolideret sig og foretaget en løbende tilpasning af deres systemer. De fleste europæiske lande har gennemført børsreformer, og flere steder er man bl.a. på baggrund af implementering af ISD - som i Danmark - i gang med nye reformer.

På denne baggrund beskrives en række markeder, der geografisk og konkurrencemæssigt ligger tættest på det danske marked, Norge, Sverige, Finland, Tyskland, Holland, Frankrig og England. Hensigten med fremstillingen er at beskrive karakteristika ved disse markeder, de primære institutioner med hensyn til handel, clearing og afvikling, tilsyn samt status med hensyn til implementering af ISD.

I afsnit 8.2. skitseres udviklingen på de nordiske børsmarkeder og i afsnit 8.3. på de nævnte markeder i EU. Endelig skitseres de generelle tendenser i afsnit 8.4.

8.2. Norden

Forholdet mellem de øvrige nordiske fondsbørser - fondsbørserne i Norge (afsnit 8.2.1.), Sverige (afsnit 8.2.2.) samt Finland (afsnit 8.2.3.) - har været karakteriseret af både konkurrence og samarbejde.

I forhold til den indbyrdes konkurrence har de nordiske markeder hver for sig sat mål for udviklingen: Værdipapircentralen, Københavns Fondsbørs og Garantifonden for Danske Optioner og Futures formulerede - på baggrund af ønsker i den finansielle sektor - målet at placere København som et regionalt finansielt centrum i Norden med særlig vægt på obligationsmarkedet; Fra svensk side er Stockholm søgt placeret som det nordiske aktiecentrum, og fra norsk side Oslo som et center for shippingaktier.

På den anden side har de nordiske fondsbørser i mange år haft et tæt samarbejde om statistik og markedsføring samt fælles salg af information.

De nordiske fondsbørser igangsatte den 20. maj 1994 et nyt fælles projekt - NORDQUOTE, der er et handelsunderstøttende informationssystem med henblik på at fremme den grænseoverskridende aktiehandel i Norden. Fra starten er der ca. 90 aktier med i systemet, som skal udvides til at omfatte de aktier på de nordiske børser, som der antages at være internordisk interesse i.

De nordiske børser besluttede i juni 1994 at udarbejde en fælles strategiplan for samarbejdet i de næste fem år.

Strukturelt ligner Norge og Danmark hinanden med tre samarbejdende centrale institutioner og et enhedstilsyn. Finland og Sverige har mere komplekse og konkurrencebetonede strukturer, jf. nedenfor.

8.2.1. Norge

Det norske marked - både aktiemarkedet, obligationsmarkedet og derivatmarkedet er af beskeden størrelse - internationalt set - og en del mindre end det danske.

Aktiehandelen på det norske børsmarked foretages decentralt via telefon, imens indberetning af handler skal foregå centralt fra terminaler i børsbygningen. Der er ikke krav om, at al værdipapirhandel skal foregå over børsen (børspligt). Obligationsmarkedet og derivatmarkedet er fuldt decentraliseret med handel og indberetning fra de handelsberettigedes egne lokaliteter.

De tre centrale organisationer i Norge er Oslo Børs, Norsk Options-sentral (NOS), som svarer til den danske Garantifond, og Værdipapirsentralen (VPS), der er den norske CSD. Oslo Børs og VPS er selvejende institutioner, medens NOS er et aktieselskab.

Oslo Børs har for få år siden etableret en speciel liste for små og mellemstore virksomheder, SMB-listen, som for tiden har tilgang af nye selskaber.

Som handelsberettigede på Oslo Børs kan optages fondsmæglerselskaber og pengeinstitutter, dog (endnu) ingen udenlandske.

Den seneste norske børslov trådte i kraft i 1988, hvorefter regler om notering på og adgang til fondsbørsen skal godkendes af Finansdepartementet. Der blev indført et Børsråd, hvis opgave er at føre tilsyn med børsbestyrelsens og børsledelsens daglige administration. Den norske børslov tillader flere børser, der alle i princippet skal etableres som selvejende institutioner.

Det norske Kredittilsyn fører **tilsyn** med mæglerne og VPS. Børsrådet fører tilsyn med fondsbørsens bestyrelses og direktions daglige administration. Oslo børs er således ikke under tilsyn af Kredittilsynet.

Implementeringen af ISD og CAD giver i Norge ikke anledning til en generel børsreform men vil medføre en væsentlig lempelse af de restriktioner, der gælder for norske mægleres aktiviteter og dermed bedre deres konkurrenceevne i international sammenhæng.

Der regnes med en trinvis implementering af ISD, således at de ændringer, der har størst virkning for mæglernes aktiviteter, vil blive endeligt implementeret i 1995.

Oslo Børs forventer at blive den tekniske modtager af indberetninger ifølge ISD, men skal videregive disse informationer til Kredittilsynet.

Der er ikke konkrete forventninger om en snarlig ny børsreform, men det er blevet nævnt, at man fra norsk side vil vurdere resultatet af den danske børsreform og tage stilling i lyset heraf.

8.2.2. Sverige

Det svenske aktiemarked er det største i Norden - ca. dobbelt så stort som det tilsvarende danske. Derivatmarkedet har også international størrelse og betydning. Obligationsmarkedet er mindre end halvt så stort som det tilsvarende danske marked, målt på den cirkulerende mængde.

Børshandelen er decentral og uden børspligt. Banker og værdipapirinstitutter kan blive medlemmer, herunder også tilsvarende udenlandske selskaber.

Sverige gennemførte i 1992 en gennemgribende børsreform, hvorved det lovfæstede børsmonopol blev afskaffet og erstattet af en autorisationsordning. Der kan gives tilladelse til etablering af to typer handelspladser, børser og markedspladser, der skal drives som aktieselskab.

Stockholms Fondbörs blev i denne forbindelse omdannet til et aktieselskab pr. 1. januar 1993. Ved omdannelsen af Stockholms Fondbörs til aktieselskab blev tegningsretter til aktierne delt ligeligt mellem medlemmer og emittenter. Aktierne kunne ikke omsættes før 1. januar 1994 men er nu frit omsættelige. Man har med andre ord adskilt ejerskab fra medlemskab, og der er intet krav om eller ret til at blive aktionær i forbindelse med, at man bliver handelsberettiget.

Fondsbørsen fik ved reformen mulighed for at optage udenlandske medlemmer uden fysisk etablering i Sverige (fjernmedlemsskab). Den Danske Bank og Unibank var blandt de første udenlandske banker til at blive medlemmer af Stockholms Fondbörs.

De centrale organisationer på det svenske marked er foruden Värdepapperscentralen AB (VPC) de 3 børser i Sverige, d.v.s. Penningmarknadsinformation (PMI), som er markedsplads for pengemarkedsinstrumenter, Optionsmäklarna (OM), som omsætter futures og optioner, og Stockholms Fondbörs, som i hovedsagen forestår handelen med aktier. Stockholms Fondbörs har dog for et par år siden påbegyndt handel med obligationer via SOX (Stockholm Obligations EXchange) og for nylig med pengemarkedsinstrumenter via et inter broker-dealer system - SMX (Stockholm Moneymarket EXchange).

Derivater handles på OM, som tillige selv er clearingcentral for clearing og afviklingen af disse. Bag OM står en større aktionærk-

reds, hovedsagelig de store svenske banker. OM er noteret på Stockholms Fondbörs. OM er selv ejer en aktiepost på ca. 16 pct. af børsen. OM-koncernen har datterselskaber i Finland, England, Irland og Norge.

Registrering, clearing og afvikling af aktier foregår via VPC, som er et aktieselskab, hvor staten ejer 50 pct. og erhvervslivet og børshandlere resten. Staten har dog forpligtet sig til at afhænde sine aktier.

VPC har ikke monopol, og der er således mulighed for flere konkurrerende enheder på området. Flere har forsøgt sig med forskellige initiativer, der dog alle er opgivet.

Der er et vist sammenfald i ejerkredsen bag PMI, OM og Stockholms Fondbörs, og når staten sælger sin andel i VPC, vil dette formentlig også komme til at gælde denne institution.

Der er ikke på nuværende tidspunkt overvejelser om nogen form for fusion eller sammenlægning af de nævnte institutioner.

Finansinspektionen varetager **tilsynet** med finansielle virksomheder i Sverige. Arbejdsdelingen mellem en fondsbørs og Finansinspektionen er i store træk, at børsene overvåger og kontrollerer udstederne¹⁴⁾, mens Finansinspektionen har tilsynet med Stockholms Fondbörs, OM, PMI, VPC samt de handelsberettigede, banker og børsrådgivningselskaber.

ISD er til dels **implementeret**, men de resterende områder forventes færdigimplementeret i slutningen af 1995, hvilket kan ske uden større ændringer i den svenske børslovgivning, jf. ovenfor.

8.2.3. Finland

Det finske marked er - bortset fra det islandske - det mindste i Norden. Aktiemarkedet har dog fra tid til anden oplevet en aktivitet, som har medført stor interesse fra udlandet.

¹⁴⁾ En børs har under svensk lovgivning ansvaret for at godkende prospekter og optagelse til notering, at udstede handelsregler og overvåge overholdelsen heraf, at suspendere eller slette noterede værdipapirer, at overvåge udstedernes overholdelse af oplysningsforpligtelser samt at overvåge gennemsigtighed.

I konkurrencemæssig henseende har der været en bemærkelsesværdig udvikling inden for det sidste års tid. De to store bankejede mæglerfirmaers andel af handelen er faldet fra 40-50 pct. til 15-20 pct., hvilket skyldes, dels at de privatejede finske børsmæglerselskaber har tilkæmpet sig en større andel, dels at de svenskejede børsmæglerselskaber har fået en stor markedsandel.

Finland gennemførte i januar 1994 en gennemgribende lovændring, som implementerede alle EU's direktiver på børsområdet, undtagen ISD.

I Finland er det muligt at oprette flere børser. De skal enten være aktieselskaber eller andelsselskaber - ligesom Helsingfors Fondbörs. Børshandelen i Finland er decentraliseret uden børspligt.

Banker, børsmæglerselskaber og filialer af udenlandske banker kan blive medlemmer af Helsingfors Fondbörs. Afvikling af aktier finder ligeledes sted i regi af Helsingfors Fondbörs¹⁵⁾.

Helsingfors Fondbörs er et andelsselskab, hvor andelshavere både kan være de handelsberettigede og de noterede selskaber. Andelsselskabets medlemmer vælger et forvaltningsråd, som vælger bestyrelse og ansætter direktion.

Derivathandlen foregår i Finland via Finska Optionsmäklarna (FOM), som både driver børs og clearing. Selskabet er et aktieselskab og ejes for 15-20 pct. vedkommende af OM, Stockholm. Resten ejes af finske banker. FOM-systemet fungerer på samme måde som OM i Stockholm.

Registrering af værdipapirer varetages af Finlands Centrala Aktieregister, som ejes af udstederne. Hertil kommer, at der findes otte

¹⁵⁾ Helsingfors Fondbörs stiller de fornødne handelsfaciliteter for medlemmerne af fondsbørsen, overvåger overholdelse af lovgivningen, egne regler samt god handelsskik, overvåger den daglige handel og kursnotering, tildeler til adgang til notering af aktier og obligationer samt tillader/fratager ret til for de handelsberettigede samt deres ansatte at anvende fondsbørsens systemer.

I egenskab af clearingcentral foretager fondsbørsen clearing og afvikling af handel med de børsnoterede produkter samt tildeler/fratager ret til at deltage i clearing.

Värdeandelsregistre, der decentralt foretager registrering af rettigheder over værdipapirer for investorer.

Der arbejdes for tiden på at etablere én finsk CSD, som skal omfatte både børsens nuværende clearing og settlement, det centrale aktieregister og de decentrale Värdeandelsregistre samt den af Finlands bank foretagne afvikling af pengemarkedsinstrumenter, hvilket vil muliggøre en central afviklingsfunktion for obligationer, som ikke eksisterer for tiden.

Finansministeriet giver autorisation til værdipapir- og derivatmarkeder, børsmæglerselskaber og de decentrale Värdeandelsregistre. **Tilsynet** med børsen varetages i Finland af Finansministeriet sammen med Finansinspektionen, der er en del af Finlands Nationalbank. Finansinspektionen har tillige tilsynet med banker, børsmæglerselskaber, værdipapir- og derivatmarkeder.

ISD forventes at blive implementeret i slutningen af 1995.

8.3. EU-landene

Det europæiske værdipapirmarked har i de seneste år været karakteriseret af eksplosiv vækst - ikke mindst i den grænseoverskridende handel - samt af en intens konkurrence, ikke blot mellem børser indbyrdes, men også mellem børser og kommercielle udbydere af børse- eller børslignende ydelser.

Det engelske marked er det største marked i konkurrence med det tyske og til en vis grad det franske og schweiziske marked. Endvidere bliver fondsbørserne i stigende grad udsat for konkurrence af specialudviklede handelssystemer, de såkaldte *Proprietary Trading Systems* (PTS). Det er handelssystemer, som er udviklede til bestemte kundesegmenter eller specielle værdipapirtransaktioner.

The Federation of European Stock Exchanges (FESE) har ved flere lejligheder gjort forsøg på at få etableret fælles europæiske projekter. EUROQUOTE, som skulle være et fælles europæisk prisudvekslingssystem, blev likvideret i 1992, inden det havde påbegyndt sin virksomhed. Med implementeringen af Rådets direktiv 94/18 arbejdes der på et nyt projekt - EUROLIST - som regulerer adgang til notering af et selskabs aktier på flere børser.

Den følgende fremstilling beskriver det tyske (afsnit 8.3.1.), det hollandske (afsnit 8.3.2.), det engelske (afsnit 8.3.3.) samt det franske marked (afsnit 8.3.4.).

8.3.1. Tyskland

Det tyske marked har i mange år været karakteriseret af stor rivalisering mellem de otte regionale børser samt en stærk dominans af de store tyske banker. Aktiemarkedet er bemærkelsesværdigt beskeden for et land af Tysklands størrelse, selvom markedet er det næststørste i Europa. Til gengæld er obligationsmarkedet stort. Derivatmarkedet er først blevet etableret i de senere år.

Obligationer handles i Tyskland på samme måde som aktier, men en meget stor procentdel af dem handles uden for børserne. Der er således ikke børspligt på det tyske børsmarked. Pengemarkedsinstrumenter handles ikke på børserne.

På grund af Tysklands føderale opbygning har det været meget vanskeligt at skabe politisk opbakning til en gennemgribende reform af værdipapirmarkedet. Indenfor de sidste tre år er der nu gennemført en reform under overskriften *"Finanzplatz Deutschland"*.

Reformen har taget udgangspunkt i etableringen af Deutsche Börse AG (DB) som et holding selskab for såvel derivatbørsen Deutsche Terminsbörse (DTB) som Deutsche Kassenverein og Deutsche Auslandskassenverein (de tyske CSD's) samt for det fælles dataselskab DWZ. Handelen er delvis decentraliseret. De otte regionale fondsbørser er sammenkoblet elektronisk, og der er 3 forskellige handelssystemer (IBIS, som er et interbank system, BOSS, som er et *order-routing* system, og "børsen", som er gulvhandel).

De seneste tre års voldsomme forandringer er hovedsagelig sket i den strukturelle opbygning af markedet. I september 1994 påbegyndte DB arbejdet med en strategiplan, som skal tilpasse produktsortimentet til kundernes behov, ligesom DB's internationale konkurrencesituation også vil blive prioriteret højt.

DB ejes for 80 pct.'s vedkommende af mere end 400 banker, for 10 pct. af mæglerne og for 10 pct. af de 8 regionale børser i Tyskland¹⁶⁾.

DTB står både for handel og clearing og afvikling af derivatkontrakter. Systemet er et elektronisk og fuldautomatiseret match-system.

Tilsynet med de regionale fondsbørser og de der handelsberettigede har indtil juli 1994 været afhængig af reglerne i den enkelte delstat. Den 26. juli 1994 blev *Wertpapierhandelsgesetz* gennemført, hvorefter insider-handel blev kriminaliseret, og et føderalt tilsyn med børserne Bundesaufsicht für den Wertpapierhandel etableret. Dette nye tilsyn varetager undersøgelser af formodet insider-handel samt overtrædelser af lovgivningen på området i øvrigt.

Tilsynet med bankerne og med de to CSD's er henlagt til det føderale banktilsyn, Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen.

For tiden har kun banker lov til at udføre kundehandler. Herudover findes mæglere, som handler med banker og andre mæglere. Implementeringen af ISD vil betyde, at der også skal gives mulighed for at oprette børsmæglerselskaber, som kan handle med kunder.

Fra juli 1995 gennemføres der en generel indberetningspligt. Endvidere vil en tredje værdipapirmarkedslov blive gennemført i 1995 med henblik på at **implementere ISD**.

8.3.2. Holland

Det hollandske aktiemarked er i forhold til landets størrelse meget betydeligt og omfatter bl.a. en række store verdenskendte firmaer som udstedere; aktiemarkedet er det femtestørste i Europa. Også det hollandske statsobligationsmarked er betydeligt.

Der er gennemført drastiske reformer på fondsbørsen i Amsterdam (ASE) i 1993. Dette skyldes, at en meget betydelig del af omsætningen af hollandske aktier og statsobligationer fandt og finder sted

¹⁶⁾ De otte regionale børser er Berliner Börse, Bremer Wertpapierbörse, Reinisch-Westfälische Börse zu Düsseldorf, Frankfurter Wertpapierbörse, Hanseatische Wertpapierbörse Hamburg, Niedersächsische Börse zu Hannover, Bayerische Börse in München og Baden-Württembergische Wertpapierbörse zu Stuttgart.

i London, og at man fra hollandsk side forsøger at vende denne udvikling.

Der er således foretaget gennemgribende forandringer af såvel aktiehandelssystemet som obligationshandelssystemet. For det sidstes vedkommende har man indført en speciel kategori af medlemmer, de såkaldte *special corporate members*, som er udenlandske medlemmer, der er koblet op direkte fra deres hjemland. Det drejer sig hovedsagelig om engelske mæglerhuse, men også franske, tyske og et enkelt belgisk.

ASE er for nuværende udformet som en *association*, som er ejer af en række forskellige aktieselskaber, herunder bl.a. et, der foretager clearing. Der er planer om at omdanne ASE til et aktieselskab i den nærmeste fremtid. Den hollandske derivatbørs (EOE) er allerede et aktieselskab, og der er planer fremme om snarest at fusionere de to organisationer.

ASE ejer endvidere en tredjedel af aktierne i NEGICEF, som er det hollandske CSD. En række børsmedlemmer har ikke direkte adgang til NEGICEF, men deltager indirekte i clearing og afviklingen via Clearingbanken Kas Associate.

Den hollandske lovgivning tillader, at der oprettes flere børser, som i givet fald skal være aktieselskaber.

Medlemmerne på Amsterdam-børsen skal bringe ordrer i "normal størrelse" til udførelse via markedet.

EOE har gulvhandel og børspligt. Der offentliggøres seneste handel med pris og mængde samt bedste bud og udbud med mængder. Derudover offentliggøres den samlede mængde i realtid.

Banker, børsrådgivere og "hoekmen" kan blive medlemmer af børsen.

Pengemarkedsinstrumenter handles ikke på børsen, men det er netop besluttet, at mellemlange obligationer fremover skal noteres og handles på børsen.

Det hollandske **tilsyn**, Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE), fører tilsyn med medlemmerne af ASE og EOE. Håndhævelse af reglerne for markedet har STE delegeret til ASE og EOE, således

at de to organisationer på hver sit område både har tilsyn med overholdelse af gældende regler samt medlemmernes solvens. Indirekte har STE et vist tilsyn med medlemmerne af ASE og EOE, idet cheferne for tilsynsafdelingerne på ASE og EOE også refererer til STE.

STE fører ikke et markedstilsyn for så vidt angår ASE og EOE, men STE skal godkende regler, som disse udfærdiger for deres respektive markeder.

For så vidt angår clearing og afvikling fører STE tilsyn med ASE og EOE. Det hollandske finansministerium fører tilsyn med NECIGEF.

Implementeringen af ISD giver kun i begrænset omfang anledning til yderligere lovgivningsmæssige initiativer i Holland.

ISD forventes først implementeret i slutningen af 1995, og børsen forventer kun at blive teknisk operatør i relation til ISD's indberetningsregler.

8.3.3. Storbritannien

Det britiske marked er det dominerende i Europa og, for så vidt angår grænseoverskridende handel, det største i verden.

Den grænseoverskridende aktiehandel foregår på The London Stock Exchange's (LSE's) handelssystemet SEAQ International, som er et handelsunderstøttende informationssystem, hvor en række marked makere stiller to-vej s priser.

Tendensen er - for så vidt angår handel med aktier fra andre europæiske lande - ved at vende, fordi de lokale børser har taget udfordringen op og har gennemført reformer med det formål at vinde handelen tilbage fra SEAQ International, jf ovenfor under afsnit 8.3.3. Der er dog ingen grund til at tro, at London-markedet ikke skulle kunne bevare sin dominerende position i Europa.

LSE er blevet kritiseret for at have forsømt det hjemlige aktiemarked til fordel for det internationale, og man er derfor ved at udvikle et nyt handelssystem, SEQUENCE, til afløsning af både handelssystemet for indenlandske værdipapirer SEAQ og SEAQ International for de udenlandske.

LSE har løbende forsøgt at forbedre likviditeten i de mindre likvide papirer, bl.a. ved at indføre et særligt system, SEATS. Systemet er en elektronisk opslagstavle, hvor den ene market maker, der er tilknyttet det enkelte papir, kan annoncere sine indikative priser. Endvidere er der tanker om også at etablere ordredrevne systemer og ordrematchningssystemer. Endelig har LSE ændret optagelsesbetingelserne for derved at gøre det nemmere for små selskaber at blive optaget til notering på det primære marked.

LSE har lukket The Unlisted Securities Market (USM), som var et sekundært marked for små og mellemstore virksomheder - svarende til det danske bør 3 - men i 1994 har LSE etableret en ny markedsplads for disse virksomheder, The Alternative Investment Market (AIM).

Handelen på LSE er decentraliseret, og banker, partnerships og børsmæglerselskaber kan blive medlemmer af børsen. Der er ikke børspligt, idet LSE ikke driver egentlige handelssystemer, men informationssystemer, hvorfor handlen foregår telefonisk.

I UK er der mulighed for at etablere flere børser, som skal autoriseres af The Securities and Investments Board (SIB). En børs skal som LSE etableres i aktieselskabsformen.

På det engelske marked er der mange initiativer vedrørende nye handelssystemer - børser og PTS's - f.eks. Tradepoint. Tradepoint er et handelssystem, som både giver mulighed for at være market maker i de likvide værdipapirer, og som foranstalter kollektiv match i de mindre likvide værdipapirer. INSTINET er et amerikansk system, ejet af Reuter, som ikke kalder sig børs, men er børsmedlem. Systemet sammenfører købs- og salgsbud på kommissionsbasis mellem store institutionelle investorer. Det amerikanske NASDAQ, som er det trediestørste marked for aktier i verden, har også etableret sig i London.

LSE er således i konkurrence ikke blot med udenlandske børser men også med indenlandske systemer. Dette har haft drastiske konsekvenser: For ganske få år siden beskæftigede børsen over 3.000 personer og forestod en række forskellige aktiviteter. Nu er der omkring 1.000 ansatte tilbage, og LSE varetager nu hovedsageligt drift af markedspladsen og rollen som kompetent myndighed i forbindelse med optagelse af selskaber til officiel notering.

Derivater handles i London bl.a. på The London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE). Der er børspligt for LIFFE's produkter. LIFFE offentliggør bedste bud og udbud samt senest handlede priser og tilhørende mængder. LIFFE's produkter clears og afvikles gennem The London Clearing House.

Registrerings- og afviklingssystemerne i England hører til de mindst udviklede i Europa. Et storstilet forsøg på at etablere en engelsk CSD - "TAURUS-projektet" - led skibbrud i foråret 1994 og anslås at have kostet branchen ca. 5 mia. kr. Et nyt og betydeligt mindre ambitiøst projekt - CREST - i Bank of England's regi forventes etableret i 1996. England er som et af de sidste lande gået over til et afviklingssystem med en fortløbende afvikling. Hvor de fleste lande har en afvikling, hvor denne er gennemført tre dage efter handelsdagen, er man i TALISMAN-system - i regi af LSE - i juli 1994 gået over til en afvikling, der går fra handelsdagen plus ti dage. Det endelige mål er at nå en afvikling på handelsdagen plus tre dage.

Reguleringen af bl.a. børsvirksomhed i England baserer sig på *The Financial Services Act* fra 1986. Herefter er det overordnede ansvar for værdipapirmarkedet henlagt til finansministeriet, som har delegeret en lang række beføjelser til SIB. SIB har derefter delegeret beføjelser til fire SRO's - *Self Regulatory Organisations*¹⁷⁾ - som under ansvar for og **tilsyn** af SIB udfærdiger en række detailregier for deres medlemmer og kontrollerer overholdelsen heraf.

¹⁷⁾ De fire SRO's er Financial Intermediaries Managers and Brokers Regulatory Association (FIMBRA), Investment Management Regulatory Organisation (IMRO), Life Assurance and Unit Trust Regulatory Organisation (LAUTRO) og Securities & Futures Authority (SFA). Endelig opereres der i det engelsk tilsynssystem også med *Recognised Professional Bodies* (RPB's), der i lighed med SRO's fører tilsyn med deres respektive medlemmer. RPB's fører tilsyn med faggrupper, der i en mindre grad beskæftiger sig med investeringsservice på markedet så som revisorer og advokater.

SRO's autoriserer deres respektive medlemmer og overvåger disses overholdelse af kapitaldækningsregler og regler for god forretningsskik samt undersøger og håndhæver reglerne for investeringsforretninger.

LSE og LIFFE er med status som *Recognized Investment Exchanges* (RIE) under tilsyn af SIB. I juli 1993 var der elleve RIE's på London markedet, herunder OMLX, der er en del af den svenske OM-koncern, jf. ovenfor under afsnit 8.2.2¹⁸⁾.

LSE er kompetent myndighed for optagelse til notering, prospekter m.v. og LSE overvåger sine egne medlemmer. Dog overvåger SFA medlemmernes overholdelse af kapitaldækningsreglerne.

SIB fører endelig **tilsyn** med clearing- og afviklingssystemerne på markedet. For så vidt angår tilsynet med LSE's eget afviklingssystem TALISMAN betragtes det tilsynsmæssigt som en del af LSE. Andre clearingsystemer kan af SIB få autorisation som *Recognised Clearing Houses*, hvorefter disse er under tilsyn af SIB. Bl.a. Euro-clear og Cedel er autoriseret efter denne ordning.

England har maj 1994 som det første EU-land implementeret EUROLIST-direktivet, jf. ovenfor under 8.3.

Implementeringen af ISD vil kun i ringe grad give anledning til lovændringer eller reformer. LSE forventer at blive kompetent myndighed i forhold til indberetning i medfør af ISD.

8.3.4. Frankrig

Det franske marked er det trediestørste i Europa efter det tyske og engelske marked, og det er - sammen med det tyske - formentlig det, der har haft den største regeringsbevågenhed i de senere år. Markedet var i begyndelsen af firserne meget antikveret og ved at blive helt udkonkurreret, da den franske regering besluttede at satse på en gennemgribende reform og profilering.

Dette ser ud til at være lykkedes i første omgang, idet både aktiemarkedet på Bourse de Paris (Paris-børsen) og futuresmarkedet på Marché à Terme International de France (MATIF) har haft stor

¹⁸⁾ Autoriserede RIE's var pr. 15. juli 1993: The Chicago Board of Trade (GLOBEX), The Chicago Mercantile Exchange (GLOBEX), The International Petroleum Exchange of London, LSE, The London Commodity Exchange LTD., LIFFE, The London Metal exchange, The National Association of Securities Dealers (NASDAQ), The New York Mercantile Exchange, OMLX samt The Sydney Futures Exchange Ltd.

succes. Man har netop fået tilladelse til at operere i London, d.v.s. installere sine terminaler direkte hos handlere i London.

I forbindelse med drøftelserne om ISD var det Frankrig, der som en repræsentant for den sydeuropæiske børstradition, ønskede at indføre en egentlig børspligt, som ville tvinge al værdipapirhandel ind over de organiserede markeder. Hovedargumentet var investor - og forbrugerbeskyttelse.

Det franske marked er centraliseret med en egentlig børspligt, dog med en undtagelse for så vidt angår blok-order. Paris-børsen annoncerede for nylig, at man vil etablere et særligt system for handel med blokke med forsinket offentliggørelse af handleerne.

Kun en lille del af de franske obligationer handles på børsen. Resten handles inter-bank i lighed med pengemarkedsinstrumenter.

MATIF har børspligt inden for børsens åbningstid med mulighed for indberetning af handler indgået uden for børsens åbningstid. Der offentliggøres bedste bud og udbud samt senest handlede pris med tilhørende mængde i realtid.

Marché des Options Négociables à Paris (MONEP), som er derivatbørsen i Frankrig, er et datterselskab af Paris-børsen, som også ejer 30 pct. af MATIF. MONEP offentliggør bedste bud og udbud fra den offentlige ordrebog samt senest handlede pris.

Société Interprofessionnelle de Compensation des Valeurs Mobilières (SICOVAM) er den franske CSD. Paris-børsen har ingen ejerindflydelse i SICOVAM, men formanden for børsen er også formand for SICOVAM. SICOVAM er et aktieselskab, hvis vedtægter skal godkendes af Finansministeriet. Hovedparten af afviklingssystemet RELIT administreres af SICOVAM.

Lovgivningen i Frankrig tillader for tiden ikke flere børser end de allerede etablerede¹⁹⁾, men det forventes ændret ved gennemførelsen af ISD. Banker og børsmæglerselskaber, også udenlandske, kan blive handelsberettigede på Paris-børsen.

¹⁹⁾ Der er i Frankrig børser i Paris, Lyon, Marseilles, Nancy, Lille, Bordeaux og Nantes.

Det franske børstilsyn, Commission des Opérations de Bourse (COB), varetager investorbeskyttelse, undersøgelse af formodet insider-handel m.v. Kapitaldækningsreglerne kontrolleres af en særlig Commission des Bourses de Valeurs, som er en i princippet uafhængig myndighed men med samme bestyrelsesmedlemmer som børsen. Commission des Bourses de Valeurs fastsætter de generelle regler for notering, suspension, m.v. Endelig er der Conseil du Marché à Terme (CMT), der fastsætter reglerne for futures markedet, adgangen for nye produkter m.v.

Implementeringen af ISD i Frankrig giver kun anledning til visse justeringer, efter at man har gennemført kraftige reformer inden for de seneste år. Børsen håber dog på en opprioritering af den selvregulering, der ikke er så udpræget i Frankrig.

I Frankrig forventes COB at blive den kompetente myndighed i relation til ISD, men formentlig med fondsbørsen som teknisk operatør.

8.4. Generelle tendenser

Generelt betragtet er der foretaget reformer af de ovenfor beskrevne markeder med henblik på at opnå større åbenhed for udenlandske aktører.

Dette skal ses i lyset af, at udviklingen er præget af, at de store børser i London, Frankfurt og Paris søger at øge deres andele af den samlede værdipapiromsætning i Europa, hvilket må antages at ville få konsekvenser for de mindre og mellemstore europæiske børser så som børserne i København og Amsterdam.

Kapitel 9

EU-direktiver

9.1. Indledning

Rådets direktiv 93/22/EØF om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer (**ISD**) blev vedtaget den 10. maj 1993 (9.2.).

Direktivet skal ses i sammenhæng med Rådets direktiv 93/6/EØF om kravene til investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag (**CAD**), der blev vedtaget den 15. marts 1993 (9.3.).

Begge direktiver træder i kraft den 1. januar 1996. Medlemsstaterne skal senest den 1. juli 1995 have vedtaget den nødvendige lovgivning for at efterkomme direktiverne.

Begge direktiver er vigtige instrumenter i gennemførelsen af Det Indre Marked både med hensyn til fri etableringsret og fri udveksling af tjenesteydelser for investeringsselskaber og dermed også for at sikre konkurrencen lige vilkår i EU.

Under forhandlingerne af ISD blev der udskilt 2 direktivforslag fra det oprindelige forslag: Forslag til Rådets direktiv om nedsættelse af et værdipapirudvalg og forslag til Rådets direktiv om investorgarantiordninger. Ingen af disse forslag er endnu vedtaget, uanset at det var tanken, at de skulle træde i kraft samtidig med ISD og CAD.

ISD er det grundlæggende direktiv på børsområdet og samtidig en vigtig opfølgning af 2. banksamordningsdirektiv. Mange af artiklerne i direktivet svarer derfor til bestemmelserne i 2. banksamordningsdirektiv. Imidlertid er direktivet også dels et direktiv om børsforhold, dels et direktiv om børsrådgiverne.

9.2. Direktiv om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer

9.2.1. Hovedprincipperne i direktivet

Formålet med direktivet er at indføre den ramme, inden for hvilken det indre marked for investeringsservice i forbindelse med værdipapirer skal fungere. Direktivet er et minimumsdirektiv, dvs. at der nationalt kan fastsættes strengere krav, end der er fastsat i ISD.

Hovedprincippet i direktivet er gensidig anerkendelse og hjemlands-kontrol. Som bilag til direktivet er anført de aktiviteter, som er omfattet af den gensidige anerkendelse.

Som udgangspunkt skal et investeringsselskab kun have én tilladelse til at drive sin virksomhed. Denne tilladelse gives af hjemlandet på de betingelser, der gælder i hjemlandet. Tilladelsen vil give ret til fri etablering af filialer i andre medlemslande og fri udveksling af tjenesteydelser i andre EU-lande ("det europæiske pas").

Direktivet indeholder desuden en liberalisering af adgangen til medlemskab af værtslandets børser og finansielle futures- og optionsmarkeder.

9.2.2. Anvendelsesområdet

ISD finder anvendelse på alle investeringsselskaber, det vil sige fysiske eller juridiske personer, hvis virksomhed går ud på at udføre investeringsservice for investorer på erhvervsmæssigt grundlag. Inden for anvendelsesområdet ligger således fondsmæglerselskaber og kreditinstitutter.

Der stilles særlige betingelser til investeringsselskaber, der er fysiske personer.

Det er et krav for at få tilladelse i henhold til ISD, at investerings-serviceydelser foregår i forhold til tredjemand, dvs. ikke udelukkende for at pleje egne beholdninger.

Det fastlægges i ISD, hvilke former for tjenesteydelser og instrumenter, der er inkluderet i anvendelsesområdet. Ud over formidling og handel med værdipapirerne, er der tale om porteføljepleje og emissionsgarantier. Tjenesteydelserne kan præsteres vedrørende værdipapirer, pengemarkedsprodukter og afledte produkter, men ikke råvarekontrakter. Under forhandlingerne af ISD oplyste Kommissio-

nen, at spørgsmålet om råvarekontrakter kunne forventes at blive taget op igen inden for den nærmeste fremtid. Der er påbegyndt forhandlinger i kommissionsregi. Definitionen af værdipapirer omfatter f.eks. ikke pantebreve. For så vidt angår valutahandel skal transaktionerne ydes som led i de nævnte tjenesteydelser for at være omfattet af ISD.

Direktivet indeholder også en liste over accessoriske tjenesteydelser. En tilladelse kan ikke gives udelukkende på basis af accessoriske tjenesteydelser, hvorfor virksomhed baseret alene på f.eks. investeringsrådgivning ikke giver adgang til det europæiske pas.

Visse selskaber er holdt uden for ISD's gensidige anerkendelse. ISD omfatter ikke forsikringsselskaber; selskaber, som ikke præsterer tjenesteydelser over for tredjemand; personer, der kun udfører lejlighedsvis investeringsservice (f.eks. advokater); centralbanker; investeringsforeninger; selskaber, der handler råvarer og råvarekontrakter m.v., ligesom PKA specifikt er nævnt i undtagelseslisten. Disse virksomheder er således ikke undergivet de særlige pligter efter ISD og CAD men er til gengæld afskåret fra at få europæisk pas til investeringsserviceydelser.

Investeringselskaber, der samtidig er kreditinstitutter (som defineret i 1. bankdirektiv (77/78/EØF)), og som i deres egenskab af kreditinstitut har tilladelse til at udføre værdipapirforretninger, er kun omfattet af nogle af investeringsservicedirektivets regler. Det drejer sig om overholdelse af direktivet om kapitaldækning af markedsrisici, hjemlandets regler for forretningsregler (etiske regler) og forsigtighedsregler, pligten til at give investorerne meddelelse om deltagelse i en erstatningsordning, regler om børspligt, samt reglerne om adgang til regulerede markeder. Endvidere skal de give værtslandet oplysninger til statistisk brug, hvis de er omfattet af indberetningspligten. I øvrigt reguleres de af bankdirektiverne.

9.2.3. Gensidig anerkendelse og tilsyn

Et investeringsselskab skal, forinden aktiviteterne påbegyndes, have tilladelse fra de kompetente myndigheder i hjemlandet. Tilladelsen giver ret til at yde den af tilladelsen omfattede investeringsservice og dermed forbundne accessoriske virksomhed i alle medlemsstater gennem etablering af en filial eller ved grænseoverskridende tjenesteydelser. Det "overordnede" tilsyn og solvenstilsynet med investeringsselskabet påhviler hjemlandets kompetente myndigheder. Værtslandet kan dog kræve regelmæssig rapportering (statistik m.v.)

fra selskabet samt overvåge overholdelsen af regler, f.eks. om markedsføring, som værtslandet har vedtaget ud fra hensynet til samfundsmæssige interesser.

Investeringsselskaber, der har hjemsted i tredielande og er etableret i EF, er ligeledes omfattet af den gensidige anerkendelse, hvorfor direktivet stiller krav om en procedure, der skal iagttages ved ansøgning om tilladelse fra sådanne investeringsselskaber, der for første gang etablerer sig i EF.

9.2.4. Harmonisering af betingelser for meddelelse af tilladelse og udøvelse af virksomhed

De krav, der stilles til investeringsselskaber, for at de kan opnå tilladelse, minder i sin struktur om kravene fastsat for kreditinstitutter i 2. bankharmoniseringsdirektiv. En forudsætning for tilladelse er opfyldelse af startkapitalkravet i CAD, ligesom ledelsen og aktionærkreds/personkreds bag selskabet skal være "fit and proper".

For at udøve virksomhed kræves, at selskabet skal overholde CAD's regler, og at egenkapitalen ikke falder til et beløb, der er mindre end den krævede startkapital. Erhververe af kvalificerede kapitalandele skal underrette de kompetente myndigheder om erhvervelse eller salg.

Investeringsselskaber skal organiseres på en måde, som så vidt muligt forhindrer interessekonflikter med kunder og mellem kunder indbyrdes. Ifølge ISD kræves, at medlemslandene etablerer regler for god forretningsskik, som skal opfyldes af investeringsselskaberne.

Investeringsselskabet skal desuden give kunderne forudgående oplysning om sin erstatningsordning eller om, at det ikke er medlem af en sådan ordning.

9.2.5. Fri adgang til regulerede markeder

ISD forsøger ikke direkte at definere en børs. Derimod defineres "et reguleret marked". Regulerede markeders karakteristika er, at der handles de i ISD definerede finansielle instrumenter, at de skal fungere regelmæssigt, at der gælder godkendte regler for markedets funktion og adgang til markedet, at reglerne kræver overholdelse af regler for gennemsigtighed og indberetning svarende mindst til kravene indeholdt i ISD, og at det skal være muligt at blive børsnoteret i overensstemmelse med EF-direktiverne herom.

Medlemslandene skal opstille en liste over de regulerede markeder, som man er hjemland for. Det er Kommissionens pligt mindst en gang årligt at offentliggøre en liste over alle regulerede markeder i EF.

Investeringselskaber, herunder kreditinstitutter, der af deres hjemlands kompetente myndigheder har fået tilladelse til at udøve investeringsservice, kan - enten direkte eller indirekte - blive medlemmer af eller få adgang til de regulerede markeder i værtslandet, hvor tilsvarende virksomhed udøves. De kan desuden blive medlemmer af eller få adgang til de clearings- og afviklings-systemer, som står til rådighed for medlemmer af sådanne regulerede markeder.

Adgang til et reguleret marked eller mulighed for at blive medlem heraf samt fortsat adgang eller medlemskab er betinget af overholdelse af dets regler om administration, af reglerne om transaktionerne på det pågældende marked, herunder de faglige krav, der stilles til personalet, og reglerne og procedurerne for clearing og afvikling. De nærmere retningslinier for anvendelsen af disse regler og procedurer kan tilpasses, især for at sikre, at forpligtelserne opfyldes.

Hvis reglerne for børser eller andre regulerede værdipapirmarkeder i værtslandet ikke indeholder krav om fysisk tilstedeværelse, skal investeringselskaber kunne blive medlemmer på tilsvarende måde og på tilsvarende betingelser uden at have etableret sig i værtslandet. De skal overholde de betingelser, som er fastsat for det regulerede marked. Disse regler er ikke harmoniseret i ISD.

9.2.6. Børspligt

ISD giver medlemslandene mulighed for at kræve børspligt for visse transaktioner, dvs. kræve at transaktionerne foregår over regulerede markeder. En forudsætning for brug af børspligt er, at følgende betingelser er opfyldt:

- i) investoren har sin bopæl eller er etableret i det pågældende land;
- ii) investeringselskabet foretager transaktionen enten gennem et hovedforretningssted eller en filial, der er beliggende i denne medlemsstat, eller som led i den frie udveksling af tjenesteydelser i denne medlemsstat;

- iii) transaktionen vedrører et instrument, der omsættes på et reguleret marked i denne medlemsstat.

Investoren skal kunne autorisere investeringsselskabet til at foretage transaktioner uden om de regulerede markeder. I lande med børspligt anses børspligtreglerne som en beskyttelse for mindre investorer.

Det bør dog tilføjes, at for børshandel med derivater er børspligt ofte normen efter amerikansk forbillede, jf. kapitel 2 og 3.

9.2.7. Regler vedrørende markedsovervågning og gennemsigtighed

Reglerne om markedsovervågning og gennemsigtighed gælder i ISD udelukkende for de regulerede markeder og de kreditinstitutter og investeringsselskaber, der opererer på disse markeder. Vedrørende gennemsigtighed og markedsovervågning kommer det som på andre områder frem, at ISD især er et direktiv for aktier og afledte produkter heraf og i mindre udstrækning er udformet med henblik på øvrige finansielle instrumenter, herunder obligationer. Baggrunden herfor er, at obligationshandlen i udlandet ofte foregår uden for børsmarkedet.

Før den nærmere beskrivelse af ISD's bestemmelser skal den begrebsmæssige ramme præciseres. I ISD anvendes begreberne gennemsigtighed og indberetning. Mens gennemsigtighed også bruges som betegnelsen i de eksisterende danske regler på området, bruges markedsovervågning normalt frem for indberetning. Det er derfor også valgt at anvende betegnelsen markedsovervågning frem for indberetning i beskrivelsen af ISD's regelsæt. Indberetningspligten karakteriserer derimod kravene vedrørende den faktiske indsendelse af oplysninger til brug for såvel gennemsigtigheden på børsmarkedet som markedsovervågningen.

9.2.8. Markedsovervågning

Det er ifølge ISD de myndigheder, der har ansvaret for tilsynsfunktionen og markedet, der fastlægger reglerne for markedsovervågningen. Værdipapirhandlere, dvs. kredsen af kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber med tilladelse til at udføre investerings-service i henhold til ISD, skal som led i markedsovervågningen indberette transaktionerne til de kompetente myndigheder. Samtidig opstilles der krav til opbevaringen af oplysninger om indgåede

transaktioner, således at det efterfølgende vil være muligt at efterforske eventuelle overtrædelser af reguleringen.

Det fastslås endvidere i ISD, at landene kan fastsætte strengere regler end direktivets minimumskrav. Strengere regler kan vedrøre både (værts)landets regulerede marked og de kreditinstitutter og investeringsselskaber, som har fået autorisation i det pågældende (hjem)land. Der må ved udformningen af kravene til markeds-
overvågningen ikke være tale om diskrimination.

Kravene omfatter børsnoterede finansielle instrumenter, men uafhængig af om de faktiske transaktioner er sket på børsen eller uden for. Handel på et ureguleret marked af børsnoterede værdipapirer vil således også skulle indberettes. Indberetningskravene i ISD omfatter aktier og afledte produkter af aktier. For så vidt angår obligationer, giver ISD mulighed for, at indberetningen af oplysningerne kan foretages samlet for transaktioner vedrørende et givet værdipapir.

Da oplysningerne skal danne basis for markedsovervågning, efterforskning af insiderhandel m.v., kræves der informationer om værdipapirtyper, køb og salg af værdipapiret, prisen, tidspunktet for handlen, samt identifikation af selskabet, kunden, der har udført handlen. Det er ligeledes et krav, at oplysningerne opbevares i mindst 5 år efter transaktionens indgåelse.

Tidsfristen for, hvornår indberetningerne afgives til myndighederne, er "hurtigst muligt", mens den nærmere implementering heraf overlades til de nationale myndigheder. Der er udelukkende fastlagt en absolut seneste frist, der kan bringes i anvendelse, hvis særlige forhold - f.eks. af driftsmæssig karakter - nødvendiggør dette. Denne frist er ved udgangen af den følgende handelsdag.

Hjemlandet for værdipapirhandlen kan afstå fra at kræve oplysningerne, i den udstrækning indberetningen i stedet er afgivet til en værtslandsmyndighed i forbindelse med handel på en børs i det pågældende land.

9.2.9. Gennemsigtighed

Formålet med gennemsigtigheden er som tidligere nævnt at give markedsdeltagerne, først og fremmest investorerne, mulighed for at vurdere markedsforholdene forud for indgåelsen af en handel og for efterfølgende at kontrollere, hvorvidt en transaktion er foregået på

betingelser svarende til markedsforholdene. Denne indgangsvinkel præger også bestemmelserne i ISD, der især omfatter regler for gennemsigtighed på detailmarkedet.

De nationale kompetente myndigheder har ifølge direktivet ansvaret for, at der implementeres adækvate gennemsigtighedsregler på de regulerede markeder på dets område. Dette medfører krav til børsers offentliggørelse af relevante oplysninger til brug for markedsaktørernes dispositioner. Der skelnes i ISD mellem førhandels- og efterhandelsgennemsigtighed samt pris og ordredrevne handelssystemer.

Når der på en børs eksisterer førhandels-oplysninger til brug for detailmarkedet, skal disse ifølge ISD være til investorernes disposition hele tiden, mens børsen er åben. De relevante oplysninger er de priser, hvortil der de facto kan indgås handler for den relevante handelsvolumen.

Efterhandelsminimumskravene er mere specifikke. Udgangspunktet er også her hensynet til investorerne. Det kræves som minimum, at der ved begyndelsen af hver handelsdag offentliggøres den vejede gennemsnitskurs, den højeste og den laveste kurs samt omsætningen på børsen den foregående handelsdag for hvert enkelt instrument.

For såvel pris- som ordredrevne systemer er der herudover fastsat krav vedrørende den enkelte handelsdag, nemlig

at der ved afslutningen af hver handelstime offentliggøres vejet gennemsnitskurs, omsætningen på børsen i en periode på 6 handelstimer med en tidsforskydning på 2 handelstimer før offentliggørelse,

at der hvert 20. minut offentliggøres vejet gennemsnitskurs samt højeste og laveste kurs på børsen beregnet for en periode på 2 handelstimer med en tidsforskydning på 1 handelstime.

I den udstrækning at investorerne har adgang til førhandels-oplysninger om de kurser og de mængder, for hvilke der kan foretages transaktioner

skal sådanne oplysninger være til rådighed når som helst, mens markedet er åbent,

skal de vilkår, som offentliggøres vedrørende en given kurs og en given mængde, være de vilkår, på hvilke en investor kan foretage en given transaktion.

Offentliggørelsen af førhandels-oplysninger, i den udstrækning de eksisterer på markedet, samt efterhandelsoplysninger giver markedsdeltageren mulighed for at vurdere situationen løbende og efterfølgende en kontrolmulighed for at vurdere, om udførte transaktioner er udført på niveau med markedsforholdene.

Som en undtagelse fra de opstillede minimumskrav giver ISD adgang til at anvende lempeligere regler for blokhandler og ved handel med illikvide værdipapirer. Der kan således for meget illikvide papirer opstilles særlige regler for oplysningsforpligtelserne baseret på objektive og offentliggjorte kriterier. Tilsvarende kan usædvanligt store handler i forhold til gennemsnitsstørrelsen af transaktioner på vedkommende marked (blokhandler) give adgang til udskydelse eller suspension af forpligtelsen til offentliggørelse efter nærmere fastsatte kriterier.

Endelig er der i ISD fastsat en generel adgang til at anvende lempeligere gennemsnitsregler navnlig med henblik på frister for offentliggørelse for obligationer. Baggrunden herfor er, at obligationer i mange lande ikke betragtes som et typisk børsprodukt, og at handlen ofte foregår på parallelle markeder. I disse lande sidestilles obligationshandlen i en vis udstrækning med valutahandlen og aktiviteterne på pengemarkedet. Forklaringen herpå er, at obligationer kan anses for at være et mere enkelt og standardiseret produkt end f.eks. aktier.

Da ISD's regler er minimumsregler, er der på den anden side adgang til, at der fastsættes strengere bestemmelser eller yderligere bestemmelser end indeholdt i ISD for transaktioner, der udføres på regulerede markeder i det pågældende land. Bestemmelserne i ISD er således nået efter meget besværlige forhandlinger, hvor man dels har forsøgt at opnå et "mindstestandard" for regulerede markeder, dels har måttet tage hensyn til de forskellige traditioner og handelsformer i de enkelte lande.

9.3. Direktiv om kravene til investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag

9.3.1. Hovedprincipperne i direktivet

Kapitalkravsdirektivet (CAD) træder i kraft samtidig med investeringsservicedirektivet ultimo 1995. CAD er et minimumsdirektiv, hvilket indebærer, at medlemslandene kan fastsætte strengere regler, end de i direktivet fastsatte. I direktivet er der desuden givet medlemslandene flere valgmuligheder på en række regelområder.

Børsudvalget nedsatte i oktober 1993 et underudvalg, der skulle udrede konsekvenserne af CAD for dansk lovgivning og komme med forslag til de nødvendige regelændringer. Underudvalgets anbefalinger er resumeret i kapitel 17, og underudvalgets rapport og tillægsrapport er optrykt som bilag 6 og 7.

Underudvalgets rapport indeholder en detaljeret gennemgang af de enkelte bestemmelser i CAD. I dette kapitel skal der kort redegøres for indholdet af CAD.

Formålene med CAD er

- at fastlægge ens kapitalkrav til markedsrisici i pengeinstitutter, realkreditinstitutter og fondsmæglerselskaber (under ét kaldet institutter) og
- at fastlægge krav til start- og minimumskapitalen i fondsmæglerselskaber.

For alle de tre instituttyper gælder, at de risici, der ikke vil blive kapitaldækket efter reglerne i CAD, skal dækkes efter reglerne i solvensdirektivet²⁰. Sidstnævnte direktiv indeholder kapitalkrav til kreditrisici, og reglerne heri er i forvejen implementeret i kapitaldækningsreglerne for danske pengeinstitutter og realkreditinstitutter.

I dag er der ikke krav om kapitaldækning af markedsrisici i pengeinstitutter og realkreditinstitutter. Børsmæglerselskaber er derimod pålagt kapitalkrav til markedsrisici, men de opgøres efter noget simplere regler end reglerne i CAD. På børsområdet har der i øvrigt ikke været harmonisering af reglerne før vedtagelsen af CAD.

²⁰⁾ Direktiv om solvensnøgletal for kreditinstitutter (89/647/EU).

Markedsrisici er en samlet betegnelse for

renterisikoen, der er på obligationer og andre gældsinstrumenter og afledte finansielle instrumenter, der er baseret herpå,

aktiekursrisikoen, der er på kapitalandele i selskaber og afledte finansielle instrumenter, baseret herpå,

valutakursrisikoen, der er på aktiviteter i fremmed valuta, samt

afviklings- og medkontrahentrisiciene, der er risiciene for, at en værdipapirtransaktion ikke kan gennemføres, henholdsvis at en medkontrahent i en finansiell transaktion ikke kan opfylde sine forpligtelser.

Kapitalkravene til valutakursrisikoen pålægges alle aktiviteter i fremmed valuta, herunder almindelige udlån.

Kapitalkravene til rente- og aktiekursrisici (under ét kaldet positionsrisici) pålægges kun den såkaldte handelsbeholdning. Handelsbeholdningen er defineret forholdsvis bredt i CAD og en mere nøjagtig definition er nødvendig i de nationale regelsæt.

Både rente- og aktierisici deles op i henholdsvis specifik og generel risiko. Den specifikke risiko relaterer sig til udstederen af det pågældende værdipapir, dvs. risikoen for kursændringer på det enkelte papir. Den generelle risiko relaterer sig til markedet som helhed, dvs. risikoen for kursændringer for alle værdipapirer af den pågældende type.

For obligationer og andre gældsinstrumenter afhænger kapitalkravene til den specifikke risiko af udstederen på omtrent samme måde som de gældende kapitalkrav for pengeinstitutter. Kapitalkravene til den generelle risiko afhænger af gældsinstrumenternes varighed/restløbetid, idet renterisikoen almindeligvis er større, jo større varigheden/restløbetiden er.

For aktier er der et fast kapitalkrav til såvel den specifikke som den generelle risiko.

Et instituts samlede valutaposition pålægges et kapitalkrav til dækning af valutakursrisikoen. Den samlede valutaposition skal opgøres på omtrent samme måde, som valutapositioner opgøres i pengeinstitutter i dag. Det vil sige, at aktiviteterne i fremmed valuta opgøres som en samlet position for hver valuta. Summen af alle

disse positioner er instituttets samlede valutaposition, der indgår i kapitaldækningsopgørelsen.

Imidlertid er det tilladt at tage højde for, at kursen på nogle valutaer varierer mere end andre, og at nogle valutaers kurs varierer i takt med hinanden. Hermed kan den samlede valutaposition, og dermed kapitalkravet hertil, reduceres.

Medkontrahentrisici skal behandles efter reglerne i solvensdirektivet.

CAD indebærer, at flere nye kapitaldækningsprincipper bliver introduceret i Danmark.

For det første skal kapitalkravene til de enkelte risikotyper opgøres separat og adderes til et samlet kapitalkrav. Kapitalkravet til en bestemt aktivitet vil derfor blive meget individuelt. F.eks. vil en position i en udenlandsk obligation blive pålagt et kapitalkrav for henholdsvis den specifikke risiko, den generelle risiko og valuta-kursrisikoen. De tre kapitalkrav afhænger igen af henholdsvis, hvilken udsteder, hvilken varighed og hvilken valuta der er tale om for det pågældende instrument. Den samlede vægt for en given aktivitet kan dermed meget vel komme over 1,0 i kapitaldækningsopgørelsen.

I de gældende kapitaldækningsregler indgår hver aktivitet med ét kapitalkrav, der i princippet skal tage højde for alle de risici, der er på den pågældende aktivitet. Vægten er mellem 0 og 1,0.

For det andet kan renterisiciene opgøres ud fra en porteføljebe-
tragtning. Dette indebærer, at den samlede portefølje af gældsinstru-
menter kan ses under ét, således at der kun beregnes et kapitalkrav
til nettorisikoen på porteføljen.

Endelig introduceres et særligt egenkapitalelement, foreslået benævnt den kortfristede supplerende kapital, der kun kan anvendes til dæk-
ning af markedsrisici. Den eksisterende ansvarlige kapital i pengein-
stitutter og realkreditinstitutter (der fortsat skal anvendes) henhold-
sviis egenkapitalen i børsmæglerselskaber kan anvendes til at dække
samtlige de risici, som det pågældende institut har påtaget sig.

CAD giver mulighed for, at de i direktivet om store engagementer
fastsatte maksimumsgrænser for engagementers størrelse kan
overskrides med de handelsbeholdningsrelaterede dele af engage-

menterne (og kun disse). Overskridelsen udløser i givet fald et særligt tillæg til kapitalkravet.

