

Børsreform II

**Betænkning
afgivet af
Børsudvalget**

Bind 2



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

Indholdsfortegnelse

	Side
Del III Den fremtidige regulering af værdipapirmarkedet ...	11
Kapitel 10 Udvalgets overvejelser om mål og midler i børsreformen	13
10.1. Den internationale udfordring	13
10.2. Truslen for København som værdipapirmar- ked	14
10.3. Børsudvalgets kommissorium og målsæt- ningerne for en børsreform	16
10.4. Effektive værdipapirmarkeder	16
10.5. Værdipapirmarkedets fremtid	17
10.6. Investorbeskyttelse og gennemsigthed	19
10.7. Børsreformens overordnede virkemidler	21
10.7.1. Øget ansvar og indflydelse for interessenterne	21
10.7.2. De danske markedsinstitutioner	23
10.7.3. Frigivelse af børsdrift - ophævelse af monopolet	25
10.7.4. Børsdrift i aktieselskabsform	28
10.7.5. Fleksibilitet i clearing og registre- ring	29
10.7.6. Internationale værdipapirhandlere i København	31
10.7.7. Deregulering og fremtidssikret lovgivning for værdipapirmarke- det	33
10.7.8. Interessenternes indflydelse på regelfastsættelse og tilsynet med værdipapirmarkedet	35
10.7.9. Særlige retlige og skatte- og af- giftsmæssige forhold	37
10.8 Mindretalsudtalelser.	38
10.8.1. Mindretalsudtalelse fra Klaus Wil- lerslev-Olsen, Klaus Struwe og Lene Nielsen	38
10.8.2. Mindretalsudtalelse fra Jane Emke og Rolf Norstrand	40

	10.8.3. Mindretalsudtalelse fra Klaus Wil-	
	lerslev-Olsen	44
Kapitel 11	Organisering af fondsbørser	47
11.1.	Fondsbørser	47
11.1.1.	Indledning	47
11.1.2.	Ophævelse af børsmonopolet	48
11.1.3.	Børsernes organisationsform	49
11.1.4.	Børsbegrebet	50
11.1.5.	Regulering af børsvirksomhed	51
11.1.6.	Afgrænsning over for børs-lignende systemer.	53
11.1.7.	Accessorisk virksomhed	56
11.2.	Gennemsigtighed og markedsovervågning vedrørende værdipapirhandel på fondsbør- ser	57
11.2.1.	Indledende betragtninger	57
11.2.2.	Den fremtidige regulering vedrø- rende reglerne for markedsovervåg- ning og gennemsigtighed	58
11.2.2.1.	De overordnede hensyn bag Børs- udvalgets over- vejelser vedrørende den fremtidige regulering	58
11.2.2.2.	Markedsovervåg- ningen.	61
11.2.2.3.	Gennemsigtigheds- regler	63
11.2.3.	Andre forhold af betydning for et redeligt marked	65
11.2.3.1.	Overtagelsestilbud	65
11.2.4.	Kursinformationer fra fondsbørser	68
11.3.	Interessekonflikter mellem oplysningsfor- pligtigelser og hensynet til rekonstruktions- forhandlinger.	69
11.3.1.	Tillægskommissorium af 28. sep- tember 1993.	69
11.3.2.	Gældende regler.	69
11.3.3.	Himmerlandsbank-sagen	70
11.3.4.	Særlige problemer for pengeinsti- tutter.	72
11.3.5.	Udvalgets principielle overvejelser om interesseafvejningen	73

11.3.6.	Særlige betingelser for dispensation	75
11.3.7.	Krav om erstatning i visse tilfælde . . .	76
11.4.	Kredsen af handelsberettigede og andre aktører på børser.	76
11.4.1.	Kredsen af handelsberettigede	76
11.4.2.	Gældende dansk lovgivning	76
11.4.3.	ISD's regler om adgang til børshandel	77
11.4.4.	Børsudvalgets overvejelser om den fremtidige kreds af handelsberettigede	78
11.4.4.1.	Markedsdeltagere fra EU/EØS.	79
11.4.4.2.	Markedsdeltagere fra tredjelande	79
11.4.4.3.	Andre aktører på de regulerede markeder.	80
11.4.4.4.	Børsudvalgets indstilling	82
Kapitel 12	Tilsyn og markedsovervågning	85
12.1.	Indledende betragtninger.	85
12.2.	Fondsbørsernes opgaver.	86
12.3.	De mulige løsninger.	91
12.3.1.	En selvregulerende organisation (SRO).	91
12.3.2.	Ét offentligt tilsyn (Finanstilsynet) . . .	92
12.3.3.	Et Fondsråd	92
12.3.3.1.	Fondsrådet som forvaltningsorgan . . .	93
12.3.3.2.	Fondsrådet med eget kompetenceområde.	94
12.4.	Principperne for den fremtidige tilsynsstruktur.	95
12.5.	Nærmere om Fondsrådet og om forholdet til Finanstilsynet og Erhvervsankenævnet . . .	99
12.5.1.	Fordeling af kompetence.	99
12.5.2.	Fastsættelse af generelle regler	102
12.5.3.	Ankeproblemer.	103

Kapitel 13	Clearing, afvikling og registrering	107
13.1.	Indledende betragtninger	107
13.2.	Anvendte definitioner og begreber	108
13.3.	Clearing og afvikling	110
13.3.1.	Clearingaktiviteter	111
13.3.2.	Adgang til at få clearet	112
13.3.4.	Særligt om Værdipapircentralen	116
13.3.5.	Kapitalafdækning	116
13.3.6.	Lovstrukturen	117
13.3.7.	Tilsyn	118
13.4.	De formueretlige regler (registrering)	119
13.4.1.	Reglerne om registrering	120
13.4.2.	Værdipapirer uden for værdipapircentralssystemet	121
13.4.3.	Samlekonti	122
13.5.	Værdipapircentralers organisation m.v.	125
13.5.1.	Værdipapircentralers ledelse og organisation	125
13.5.2.	Tilslutning til en værdipapircentral	126
13.5.3.	Adgang til en værdipapircentral registre	129
Kapitel 14	Pengemarkedet	131
14.1.	Afgrænsning	131
14.2.	Pengemarkedsmæglere	132
14.3.	Udviklingen på pengemarkedet	134
14.4.	Pengemarkedet og EU-direktiverne	136
14.5.	Den nationale regulering i EU-landene	138
14.6.	Reguleringen af pengemarkedet i den fremtidige værdipapirlovgivning	139
14.7.	Den videre udvikling af pengemarkedet	141
Kapitel 15	Virksomheder, der kommer under regulering	143
15.1.	Indledende bemærkninger	143
15.2.	Aktører på det uregulerede marked	144
15.3.	Kortlægning af det uregulerede marked	145
15.4.	Udvalgets overvejelser og forslag	145
Kapitel 16	En markedsplads for mindre og mellemstore virksomheder	151
16.1.	Indledning	151
16.2.	Formålet med en markedsplads for mindre og mellemstore virksomheder	152

16.3.	MMV-markeder i andre lande	153
16.4.	Det danske MMV-marked - Børs 3.	159
16.5.	Børsmæglerforeningens forslag om en vækstbørs.	160
16.6.	De juridiske rammer for et MMV-marked . .	162
16.6.1.	Regulerede markeder i investerings- servicedirektivet	163
16.7.	Vilkårene for et MMV-marked.	163
16.8.	Forslaget om autoriserede markedspladser . .	166
Kapitel 17	Implementering af kapitalkravsdirektivet (CAD).	169
17.1.	Underudvalg l's arbejde	169
17.2.	CAD's betydning i dansk ret	169
17.3.	Børsudvalgets hovedanbefalinger.	170
17.4.	Effekterne af CAD.	177
Kapitel 18	Erstatningsansvar for værdipapircentraler . . .	179
18.1.	Indledning	179
18.2.	Værdipapircentralens nuværende erstat- ningsansvar.	180
18.3.	Vurdering af risici i forbindelse med det nuværende erstatningsansvar.	181
18.4.	Det fremtidige erstatningsansvar for værdi- papircentraler.	184
18.4.1.	En værdipapircentral's egne fejl	184
18.4.2.	Fejl i de kontoførende institutter . . .	186
18.4.3.	Den samlede model for erstatnings- ansvar i værdipapircentraler.	187
18.5.	Omkostningerne i den fremtidige model	187
18.5.1.	Kapitalbelastning af de kontoføren- de institutters hæftelse over for en værdipapircentral's kapitalbered- skab.	187
18.5.2.	De kontoførende institutters garan- tistillelse for fejl i andre konto- førende institutter.	189
18.5.3.	Beregningsmodel over omkostnin- ger ved betaling af erstatning fra Værdipapircentralen efter værdipa- pircentrallovens § 17.	189
18.6.	Omkostningerne i den nuværende ordning . .	190

18.7.	Sammenhængen til investorgarantiordningen	191
Kapitel 19	Virkningen af realrenteafgiften, aktieomsætningsafgiften og kursgevinstlovgivningen . . .	193
19.1.	Indlåsnings effekter.....	194
19.1.1.	Realrenteafgiften	195
19.1.2.	Kursgevinstlovens virkninger på realkreditobligationer.	197
19.1.3.	Kursgevinstlovens og aktieavancebeskatningslovens betydning for derivater og investeringsforeninger . .	199
19.2.	Aktieomsætningsafgiften.	200
19.2.1.	Afgiftens provenu	200
19.2.2.	Afgiftens virkninger.	200
19.3.	Afslutning.	203
Kapitel 20	Retlige forhold	205
20.1.	Indledende bemærkninger.	205
20.2.	Netting	206
20.2.1.	Internationale drøftelser vedrørende netting.	207
20.2.2.	Fordele ved netting.	209
20.2.3.	Netting i forbindelse med clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner.	210
20.2.4.	Netting i relation til dansk ret . . .	211
20.2.5.	Netting i relation til udenlandsk ret	212
20.2.6.	Kapitalbelastning i forbindelse med netting	213
20.2.7.	Konklusion.	213
20.3.	Sikkerhedsstillelse ved afvikling af værdipapirhandel	214
20.3.1.	Afvikling af værdipapirhandler	215
20.3.2.	Behov for kredit og sikkerhed i afviklingen.	216
20.3.3.	Problemer ved gængse former for sikkerhed	218
20.3.3.1.	Tvangsrealisering af pantsatte værdipapirer.	220
20.3.3.2.	Stempelafgifter	221
20.3.4.	Børsudvalgets overvejelser og indstilling	222

Kapitel 21	Omdannelse af Københavns Fondsbørs, Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralen til aktieselskaber	227
21.1.	Indledning	227
21.2.	Behovet for lovhjemmel	228
21.3.	Omdannelsesmodellerne	233
21.4.	Likvidation og uddeling af fondens midler	237
21.5.	Skattemæssige forhold	238
21.5.1.	De eksisterende fondes skatteforhold	238
21.5.2.	Fremtidige beskatningsforhold	239
21.5.3.	Aktieselskabets skattemæssige stilling ved omdannelsen	239
21.5.4.	Fondens skattemæssige stilling ved omdannelsen	240
21.5.5.	Aktionærernes skattemæssige stilling ved omdannelsen	241
21.5.6.	Stempelomkostninger ved omdannelsen	242
21.6.	Tidshorisonten for omdannelserne	242
21.7.	Omdannelse, fission og fusion	243
21.7.1.	Fusion	244
21.7.2.	Omdannelsen af Københavns Fondsbørs	245
21.7.2.1.	Nærmere overvejelser om omdannelse af Københavns Fondsbørs	246
21.7.3.	Mulighed for omdannelse af Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralen	248
21.8.	Andre overgangsforhold	250

Del III

Den fremtidige regulering af værdipapirmarkedet

Kapitel 10

Udvalgets overvejelser om mål og midler i børsreformen

10.1. Den internationale udfordring

Fremtidsperspektiverne for det danske værdipapirmarked og Københavns Fondsbørs præges af gennemførelsen af Det Indre Marked i Den Europæiske Union og den generelle internationalisering i øvrigt, der leder frem mod en intensiveret konkurrence. Det må på sigt forventes, at stordriftsfordele i omsætningen med værdipapirer samt den intensiverede konkurrence vil indebære, at der i Europa kun vil være plads til ganske få internationalt dominerende markedspladser. Herudover vil der formentlig være plads til et mindre antal regionalt forankrede markedspladser med international handel og væsentlig betydning for kapitaldannelsen i et eller flere lande.

Som redegjort i del II betyder den intensiverede internationale konkurrence, at likvide danske statsobligationer i væsentligt omfang handles i udlandet. De mest likvide aktier handles i stigende omfang i udlandet, men dog på et lavere niveau. Dette er et udtryk for den skærpede konkurrencesituation mellem værdipapirmarkeder i forskellige lande.

Inden for de sidste 10 år har en række af de største danske aktieselskaber valgt parallelt med notering i København at blive noteret på en børs i udlandet. Herved opnås adgang til kapital via andre markedspladser, mulighed for handel i forskellige tidszoner samt mulighed for at profilere sig på markeder, hvor de pågældende selskaber har mange aktiviteter.

På trods af en omfattende liberalisering af internationale kapitalbevægelser i perioden kan de største virksomheder have behov for notering på udenlandske børser.

Udover konkurrencen på børsområdet har de senere år afsløret en kraftigt stigende konkurrence på clearing og afvikling i den internationale værdipapirhandel.

Udfordringerne for det danske værdipapirmarked er imidlertid ikke unikke. I en lang række andre lande har myndighederne taget initiativer til at reformere reguleringen af deres værdipapirmarkeder, da man her har identificeret lignende problemer.

10.2. Truslen for København som værdipapirmarked

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

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 ca. 35 pct. For aktier og realkreditobligationer er andelen endnu kun få pct.

Den andel af den samlede omsætning i udlandet med danske statspapirer, der sker mellem to valutaudlændinge på en udenlandsk markedsplads, skønnes at være bekymrende høj. Den rent udenlandske andel af omsætningen er for statsobligationerne ca. 40 pct., mens yderligere ca. 10 pct. involverer én udlænding, jf. kapitel 2. Der er endvidere en klar tendens til, at den udenlandske omsætning i stigende grad formidles gennem *brokere* og handelssystemer i udlandet, der udgør et alternativ til børshandelen. For aktier er den rent udenlandske omsætningsandel endnu lav, men for de mest omsatte aktier skønnes den at være klart stigende. Der er derfor en reel risiko for, at handelen med de mest likvide danske aktier fremover flytter til udlandet.

Det er naturligt, at en vis andel af attraktive danske værdipapirer erhverves og handles i udlandet. Den nuværende omsætning i udlandet kan ikke siges at være alarmerende. Det er derimod bekymrende, hvis udviklingen fortsætter, og det danske værdipapirmarked ikke er i stand til at tilbyde attraktive vilkår således, at prisdannelsen og den væsentligste del af omsætningen fremover finder sted her i landet.

For det danske værdipapirmarked er truslen, at omsætningen i attraktive danske værdipapirer i stigende omfang finder sted via udenlandske børser og brokersystemer samt andre handels- og informationssystemer.

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 være særdeles uheldig, idet den vil kunne forringe finansieringsmulighederne for boligejere og de mange mindre og mellemstore danske virksomheder, der ikke har praktisk mulighed for at hente kapital i udlandet.

Derfor vil en sådan udvikling være et markant tilbageslag for udviklingen af den finansielle sektor i Danmark og for erhvervsudviklingen i øvrigt, der er afhængig af, at der her i landet findes gode muligheder for fremmed- og egenkapitaltilførsel over værdipapirmarkederne, herunder aktiefinansiering og finansiering af ejendomsmarkedet.

Markedets gennemsigtighed vil kunne blive reduceret for både internationalt og ikke internationalt handlede papirer. For de internationalt handlede papirer vil prisdannelsen kunne flytte til udlandet, hvor handelen med obligationer i eksempelvis brokersystemer m.v. ikke er gennemsigtig. For de nationalt handlede papirer vil fraværet af en betryggende infrastruktur for værdipapirhandelen ligeledes kunne betyde reduktion i niveauet for gennemsigtigheden.

På baggrund af at gennemsigtighed og omsætning på det danske værdipapirmarked på denne måde vil reduceres, vil der være en risiko for, at danske og udenlandske investorer finder det danske marked uinteressant. På denne måde kan udviklingen virke selvforstærkende.

En sådan tendens vil også kunne forstærkes, hvis udsteders oplysningsforpligtigelser og kravene til markedets gennemsigtighed afviger for meget fra forholdene i andre lande. Derfor er det vigtigt, at reguleringen af disse forhold afstemmes i forhold til den internationale konkurrencesituation, på en måde så det danske værdipapirmarked er af reel interesse for markedsdeltagerne, herunder investorerne.

På den baggrund er det Børsudvalgets holdning, at der må foretages dybtgående ændringer med henblik på at sikre det danske værdipapirmarkeds fremtid.

10.3. Børsudvalgets kommissorium og målsætningerne for en børsreform

Det fremgår af udvalgets kommissorium, at formålet med børsreformen er

- 1) at fremtidssikre børslovgivningen,
- 2) at sikre større indflydelse og ansvarlighed for interessenterne over for børsen og børshandlens virkemåde,
- 3) at give bedre muligheder for en effektivitetsbaseret udvikling, og
- 4) at implementere EU-direktiverne om investeringsservice og kapitalkrav.

I de følgende afsnit redegøres for udvalgets vurdering og udmåntning af kommissoriet og udvalgets overordnede syn på målsætningerne og de midler, der bør tages i anvendelse for at sikre gennemførelse af disse målsætninger.

10.4. Effektive værdipapirmarkeder

Effektive værdipapirmarkeder er af stor betydning for kapitalformidlingen i samfundet både for formidlingen af egenkapital og fremmedkapital, samt for virksomheder, boligejere og investorer.

Værdipapirmarkederne kan opdeles i primærmarkedet, hvor udstedere emitterer værdipapirer, sekundærmarkedet, hvor værdipapirerne handles, og endelig derivatmarkedet, som vedrører handel med afledede produkter, og som giver investor bedre muligheder for afdække risici. Alle disse markeder skal fungere i en sammenhæng og i sammenhæng med afviklings- og clearingsystemerne for, at handlen med værdipapirer på det enkelte delmarked foregår effektivt. Det er de handelsberettigedes opgave at sikre den bedst mulige gennemførelse af handler på disse markeder.

En forudsætning for opnåelse af effektive markeder er, at der foregår en stadig omsætning og kursfastsættelse i markedet, samt at der eksisterer en effektiv konkurrencesituation mellem de handelsbe-

rettigede med en ligelig adgang til markedet og ligelig behandling i øvrigt. En effektiv konkurrence minimerer forskellen mellem markedets købs- og salgskurser, hvorfor både udstedere og investorer har fordel af en effektiv konkurrencesituation.

10.5. Værdipapirmarkedets fremtid

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

Det er børsreformens overordnede målsætning, at der bevares et værdipapirmarked i København, der kan fastholde og videreudvikle en markedsinfrastruktur, som kan betjene investorer og låntagere og formidle kapital mindst lige så effektivt som i andre lande. Markedet skal kunne betjene både store og små udbydere og efterspørgere. Markedet skal kunne tilbyde en bred vifte af værdipapirer og tilhørende finansielle tjenesteydelser, således at København kan opfylde differentierede og sofistikerede krav hos privatkunder, professionelle investorer og udstedere af værdipapirer.

Markedet skal endvidere fungere på en sådan måde, at den egentlige eller væsentligste prisdannelse på danske børsnoterede værdipapirer fortsat finder sted i Danmark. På trods af den moderne telekommunikations muligheder for at handle værdipapirer og modtage handelsinformation pr. distance vil en fastholdelse af den egentlige markedsplads i København også spille en rolle med henblik på at sikre en hurtig og præcis information om bevægelserne i markedet til handelsberettigede, investorer, udstedere og myndigheder.

En bevarelse af København som center for prisdannelsen på danske værdipapirer er afgørende for at sikre effektive finansieringsmuligheder for danske udstedere af værdipapirer, herunder særligt de mindre og mellemstore virksomheder samt for ejendomsmarkedet. Endvidere er det af basal interesse for danske udstedere, at der findes et dansk marked for emission af værdipapirer. Opfyldelse af disse målsætninger forudsætter, at de handelsberettigede aktivt og engageret skaber og opretholder et effektivt marked.

Herudover bør den indtjening og beskæftigelse, der er knyttet til udstedelse og omsætning af samt investering i værdipapirer og

tilknyttede tjenesteydelser, i så vidt omfang som muligt fastholdes i Danmark og gerne udbygges i fremtiden.

I lyset af den internationale udvikling må det kræves, at det danske værdipapirmarkeds konkurrenceevne forbedres. Når den moderne teknologi og frie kapitalbevægelser indebærer, at handlen uden nævneværdige omkostninger kan føres til udlandet, stiller det meget store krav til værdipapirmarkedets internationale konkurrencedygtighed at fastholde en stor handel i København.

Det danske værdipapirmarked har i et vist omfang været i stand til at imødegå den internationale konkurrence, bl.a. gennem etablering af elektrobroker-systemet, der har ført en del af handelen, der tidligere foregik via *London-brokere*, tilbage til København.

Likviditet er en afgørende konkurrenceparameter. Likviditet giver skarpe priser og løbende markedsvurdering af værdipapiret. Desuden bedres muligheden for at gøre store handler uden at påvirke prisdannelsen.

En øget konkurrenceevne skal bl.a. tilvejebringes ved, at de overordnede strukturer tilrettelægges, så markedet selv får ansvaret og muligheden for at tilvejebringe den bedst mulige prisdannelse, likviditet og afvikling via en hensigtsmæssig indretning af markedets institutioner.

Det danske værdipapirmarked skal udnytte sine komparative fordele. Et teknisk velfungerende handels-, afviklings- og clearingsystemer - et stort og likvidt obligationsmarked - en betryggende gennemsigtighed, lave driftsomkostninger samt et velfungerende enhedstilsyn.

En effektiv betjening af investorer, låntagere og virksomheder kræver smidige handels- og informationssystemer, som tager højde for de handelsformer, der kan være på forskellige områder. Disse forskellige handels- og informationssystemer skal løbende tilpasses den markedsmæssige og teknologiske udvikling og konkurrencen fra børser og i særdeleshed handelssystemer i andre lande.

Formålet med handelssystemerne er at sammenføre udbud og efterspørgsel i markedet på en effektiv, smidig og redelig måde.

Anvendelse af handelssystemerne bør indebære, at det for den enkelte papirtype opnås, at markedets søgeomkostninger reduceres mest muligt. Derfor bør handelssystemerne sikre en handelsmæssig effektivitet og gennemsigtighed i markedet, der er så høj, at investorerne og de handelsberettigede ikke har incitament til at handle udenom fondsbørsens handelssystemer, herunder nødsages til at henvende sig direkte til andre handelsberettigede eller investorer for at sikre sig, at handelen gennemføres bedst muligt i markedet.

Det må kræves, at myndighederne ikke pålægger markedets institutioner, de handelsberettigede, udstedere eller investorer særlige byrder, som adskiller sig markant fra vilkårene i udlandet, og som hindrer en effektiv handel med værdipapirer. En række andre lovgivningskomplekser rækker ind over værdipapirmarkedet og kan være med til at hæmme en effektivitetsbaseret udvikling i værdipapirhandelen. Det gælder både en række tekniske regler i retspleje- og konkurslovene og beskatningsreglerne, jf. kapitlerne 19 og 20.

Clearing og afvikling har ikke hidtil været underkastet særskilt lovgivning. Det er her vigtigt, at der skabes og opretholdes en organisation af og en lovgivning om clearing og afvikling, der tilgodeser mulighederne for at deltage i den internationale konkurrence. Lovgivningen bør også muliggøre, at clearing- og afviklingscentraler får adgang til at tilbyde faciliteter, der letter og understøtter afviklingen. Endvidere bør lovgivningen sikre, at clearingcentraler drives på en måde, der indebærer fair konkurrence.

Børsudvalget har på den baggrund fundet, at der er behov for at sikre mulighederne for en effektiv clearing og afvikling ved at tilvejebringe grundlag for, at sikkerhedsstilling og afviklingsunderstøttende långivning kan finde sted på en smidig og omkostningslet måde. Derfor har Børsudvalget foreslået en række ændringer i det juridiske grundlag for clearing og afvikling, jf. kapitel 20.

For at nå ovenstående mål skal markedet gives de bedste muligheder for, at København fremover kan blive et regionalt, nordeuropæisk værdipapirmarked.

10.6. Investorbeskyttelse og gennemsigtighed

Et vigtigt formål med børsreguleringen er beskyttelse af investorer og udstedere og sikring af tilliden til, at markedet fungerer på en

redelig måde. En betryggende investorbeskyttelse er således en forudsætning for, at markedet findes attraktivt.

Den bedste investorbeskyttelse opnås, når markederne er likvide og effektive. Likvide og effektive markeder giver således de bedste muligheder for at dække investors behov for at gå ind og ud af positioner i markedet, og for at markedspriserne afspejler al tilgængelig information i markedet.

Markedets regulering af gennemsigtighed bør tilpasses de konkrete handelsformer, der anvendes på de enkelte markedssegmenter og underlægges det overordnede hensyn om effektive markeder, således at gennemsigtigheden anvendes som et middel til at højne markedets effektivitet.

Investorer har behov for gennemsigtighed af to årsager. For det første sætter gennemsigtighed investor i stand til at finde det bedste handelsalternativ inden der handles. For det andet har investorer et generelt behov for at kontrollere afregningskursen i forhold til markedskursen, når en handel er indgået. En velfungerende børs giver et godt grundlag for begge former for gennemsigtighed.

For de mest likvide papirer med stadig omsætning og prisfastsættelse i markedet skal investorerne og udstederne sikres mulighed for en hurtig information om indgåede handler, som giver et godt billede af markedsudviklingen.

For mindre likvide papirer fungerer markedet ikke altid tilstrækkeligt effektivt. Det er et generelt problem i Danmark og andre lande, at mange børsnoterede værdipapirer handles så sjældent, at det er vanskeligt at vurdere markedsprisen. Dette indebærer, at det er vanskeligere at sikre investor- og forbrugerbeskyttelsen, idet sammenligning med den senest registrerede børskurs ikke nødvendigvis er relevant. Forbrugeren eller investoren kan dog i dag forlange, at den handelsberettigede tilbyder køb eller salg over fondsbørsens handelssystemer, således at der er sikkerhed for, at handelen "går omkring" markedet.

Der bør fortsat opretholdes en omfattende gennemsigtighed, og investorbeskyttelsen i København skal vedblive at være mindst lige så god som i dag.

På markeder som det danske, hvor der ikke er pligt til at benytte de elektroniske handelssystemer, forudsætter gennemsigtighed, at handler der udføres uden for systemerne indberettes til børsen. Det må derfor være afgørende, at markedets indberetningssystemer fungerer hensigtsmæssigt. Dette stiller krav om, at indberetningsreglerne er rimelige og kan håndteres i praksis, og at de overholdes af de indberetningspligtige eller sanktioneres. Det er afgørende for tilliden til en børs, at alle handler indberettes efter reglerne.

Endelig kræver en god investorbeskyttelse en omfattende og præcis udstederinformation, en betryggende overvågning af markedet, og et effektivt forbud mod insiderhandel.

Et effektivt marked forudsætter, at investorerne har tillid til, at handelen foregår på et sundt grundlag og med reelle og tilstrækkelige oplysninger. For at sikre en sådan tillid skal markedet sikres en betryggende overvågning og tilsyn og gode regler og kutyper om gennemsigtighed og god værdipapirhandelsskik.

Handelen med værdipapirer skal også omfatte en hurtig, effektiv og sikker clearing, afvikling og registrering af handlerne.

10.7. Børsreformens overordnede virkemidler

Børsreformens midler til at gennemføre målene bør i hovedtræk være:

- større indflydelse til interessenterne,
- en klar ansvars- og opgavefordeling,
- en reel åbning af markedet for udenlandske deltagere, og
- deregulering og fremtidssikring af lovgivningen.

Børsreformens overordnede virkemidler skal ses i sammenhæng. På trods heraf gennemgås de enkelte elementer i det følgende.

10.7.1. Øget ansvar og indflydelse for interessenterne

Effektive markeder kan ikke skabes af det offentlige, selv om et offentligt engagement i en dansk børs er af væsentlig betydning. Lovgiver bør fastlægge lovmæssige rammer, som giver interessenterne gode muligheder for at etablere, drive eller understøtte effektive markedspladser.

En handlekraftig ledelse og en høj grad af respons over for markedsudviklingen er imperativer, hvis det danske værdipapirmar-

keds institutioner skal have mulighed for på længere sigt at gøre sig gældende under de konkurrenceudsatte vilkår på de internationale værdipapirmarkeder. Der stilles i markedet stigende krav, hvorfor der kan være grund til at overveje, hvordan handelens tilrettelæggelse sikres den bedst mulige styring med henblik på at opnå øget ekspertise, ansvarlighed, effektivitet og indflydelse.

Inden for de fastlagte rammer er det vigtigt, at der etableres og opretholdes effektive markedsinstitutioner og handelssystemer. Grundlaget for en øget ansvarlighed fra interessenternes side over for markedets institutioner kan etableres ved at give indflydelse på markedsinstitutionerne i forhold til deltagernes indskudte kapital.

Børsudvalget finder derfor, at reguleringen af værdipapirmarkedets institutioner bør lægge øget vægt på interessenternes ansvarlighed og indflydelse for markedspladsens udvikling i almindelighed og markedsinstitutionernes indretning og funktion i særdeleshed.

Det er samtidig afgørende, at den øgede indflydelse og det større ansvar udmøntes på en sådan måde, at der opnås en klar ansvars- og opgavefordeling.

På denne baggrund finder Børsudvalget, at det ikke længere bør være lovgivningsmæssigt fastsat, hvordan forskellige grupper af interessenter er repræsenteret i institutionernes bestyrelser og ledelser. Fremover bør det være interessenterne selv, der på almindelige markedsmæssige vilkår, kan få indflydelse i bestyrelserne for værdipapirmarkedets institutioner. Dette gælder både for kommende og eksisterende institutioner.

Det fremgår dog af kapitel 21, at spørgsmålet om omdannelse af Københavns Fondsbørs tidligt blev set som en del af børsreformen, hvorfor børsudvalget har gjort sig en række overvejelser om, hvordan denne omdannelse bør foregå. Flertallet i Børsudvalget 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. Udstedere af aktier og obligationer på Københavns Fondsbørs har ligeledes fået indflydelse på driften, p.g.a. deres direkte kunderelation til fondsbørsen. Handelsberettigede og udstedere har ligeledes bidraget til opbygningen af fondsbørsens egenkapital gennem løbende noterings- og omsætningsafgifter. De handelsberettigede og

udstederne - i deres funktion som fondsbørsens direkte kunder - udgør således den kreds, der får tilbudt at blive ejere af den omdannede fondsbørs. Efter en initial udbudsrunde til denne kreds vil ejerkredsen frit og på markedsmæssige vilkår kunne tilpasses ønsker om ændringer i ejerkredsen.

De institutionelle investorer, som hidtil har være repræsenterede i Københavns Fondsbørs bestyrelse, vil ikke initialt få tilbudt at blive en del af ejerkredsen. De institutionelle investorer har som købere af børsnoterede værdipapirer en stor og legitim interesse i, hvilke standarder for investorbeskyttelse, 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 har på den baggrund fundet, at de institutionelle investorers legitime interesser på en hensigtsmæssig måde kan varetages ved en god 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.

Herudover vil de institutionelle investorer efter omdannelsen have mulighed for at erhverve aktier i de kommende aktieselskaber, som udgør værdipapirmarkedets institutioner, og derigennem få en direkte indflydelse på institutionernes drift. Alternativt vil der i kraft af ophævelsen af monopolerne være mulighed for at etablere konkurrerende institutioner. Der henvises til mindretalsudtalelsen i afsnit 10.8.2.

10.7.2. De danske markedsinstitutioner

Den centrale infrastruktur på det danske værdipapirmarked er baseret på 3 centrale institutioner; Københavns Fondsbørs, Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralen. Disse institutioner løser i samarbejde med Danmarks Nationalbank opgaver i værdipapirmarkedet, som understøtter handelen og vedrører sammenføring af købs- og handelstilbud, clearing, afvikling og registrering samt betalingsformidling. Denne infrastruktur servicerer udstedere, handlere og investorer i værdipapirmarkedet.

Den stigende internationalisering samt øget udenlandske konkurrence har medført, at der nu er behov for at genoverveje reguleringen af værdipapirmarkedet i Danmark, herunder reguleringen af de 3 centrale institutioner⁰.

Lovgivningen skal skabe rammebetingelserne for, at værdipapirmarkedets institutioner selv kan skabe en åben og velfungerende dansk markedsplads, der er konkurrencedygtig på internationalt plan.

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

Endelig er der behov for, at der skabes de bedste muligheder for, at markedsinstitutionerne kan finansiere fornyelse af udstyr og edb-faciliteter for at fastholde deres teknologiske stadi i den internationale konkurrence.

Som et centralt led i børsreformen ophæves den lovgivningsmæssige fastfrysning af værdipapirmarkedets institutioner. Det er intentionen, at det fremover er markedet, der - inden for de lovgivningsmæssigt fastsatte rammer - skal afgøre hvor mange og hvilke institutioner, der skal udgøre værdipapirmarkedets infrastruktur.

Det har herunder indgået i Børsudvalgets overvejelser, at der fremover kan blive behov for nye reguleringsformer for værdipapirmarkedsinstitutioner. Der henvises til udvalgets overvejelser om værdipapirmæglere, autoriserede markedspladser samt autorisationsordning for pengemarketsmæglere.

Et flertal i Børsudvalget finder principielt, at værdipapirmarkedets institutioner fremover skal kunne drives i aktieselskabsform. Grundene til at benytte aktieselskabsformen for fondsbørsvirksomheder og clearing- og afviklings - samt registreringsvirksomheder er beskrevet i afsnit 10.5.1.3 samt i kapitel 11 og 13. Børsudvalgets

⁰ De 3 centrale institutioner kaldes i det følgende "værdipapirmarkedets institutioner".

flertal finder derfor, at nye institutioner på værdipapirmarkedet skal drives i aktieselskabsform.

I dag er de 3 institutioner Københavns Fondsbørs, Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralen alle organiseret som fonde. Det indebærer, at der i overgangen til det fremtidige system efter bestyrelsernes beslutning skal kunne ske omdannelser af disse fonde til aktieselskaber. Omdannelse af institutionerne og en række øvrige overgangsforhold er behandlet i kapitel 21.

Et flertal af Børsudvalgets medlemmer finder ikke, at der er behov for at pålægge Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures at lade sig organisere som aktieselskaber. Omdannelse bør her ske, når der er et konkret behov herfor, og i den takt, institutionernes bestyrelser finder mest hensigtsmæssigt. De to institutioner bør derfor have muligheden for at lade sig omdanne til aktieselskaber på de i kapitel 21 anførte vilkår.

10.7.3. Frigivelse af børsdrift - ophævelse af monopol

Loven om Københavns Fondsbørs fastsætter, at Københavns Fondsbørs er eneberettiget til at drive børsvirksomhed her i landet.

Det ligger i loven, at når et papir optages til notering på Københavns Fondsbørs, er det omfattet af monopol. Fondsbørsens eneret vedrører derfor udelukkende noterede værdipapirer, idet børsvirksomhed i denne karakteristik forudsætter kursnotering. Det har været nødvendigt i loven at undtage visse værdipapirer fra fondsbørsens monopol. Hermed tænkes specielt på pengemarkedspapirer, som typisk handles på pengemarkedet af mæglere.

Børsmonopolet kan funktionelt opdeles i 4 kategorier:

- a) Handelsmonopolet, der indebærer, at Københavns Fondsbørs har eneret til regelmæssigt at sammenføre købs- og salgstilbud i værdipapirer til offentlig handel og kursnotering.
- b) Noteringsmonopolet, der indebærer, at kun Københavns Fondsbørs kan optage værdipapirer til officiel notering og kursfastsættelse.
- c) Reguleringsmonopolet, der indebærer, at kun Københavns Fondsbørs kan fastsætte de nærmere regler for børshandelen,

herunder pligter for udstedere, handlere m.v. inden for de generelle rammer der fastsættes af Finanstilsynet.

- d) Informationsmonopolet, der indebærer, at kun Københavns Fondsbørs modtager handelsinformation fra handelssystemerne og indberetninger om øvrig handel.

Børsudvalget finder, at der ikke længere er grund til at opretholde det lovgivningsmæssige monopol, da børsen i realiteten er udsat for omfattende konkurrence.

Handelsmonopolet er ikke et reelt monopol på handel med børsnoterede værdipapirer. Der er ingen pligt til at lade handler i noterede papirer ske gennem fondsbørsens handelssystemer. Der er ikke børspligt i Danmark, hvorfor al værdipapirhandel - teoretisk set - kan foregå uden om fondsbørsens handelssystemer. I dette tilfælde ville fondsbørsen være reduceret til en indberetningsbørs.

En stor del af omsætningen af børsnoterede værdipapirer²⁾ foregår på telefonmarkedet med efterfølgende indberetning til Københavns Fondsbørs. Der stilles købs- og salgspriser i mange større borsmæglerselskabers og pengeinstitutters informationssystemer samt f.eks. Reuters. Desuden handler danske handelsberettigede store mængder likvide danske værdipapirer ved brug af brokere i udlandet eller ved brug af eksempelvis SEAQ International. Der er således gode muligheder for danske værdipapirhandlere at benytte andre handelssystemer end fondsbørsens elektroniske handelssystemer.

Handelsmonopolet udelukker ikke, at der kan opstå konkurrerende markedspladser. Handelsmonopolet omfatter kun de værdipapirer, der er optaget til notering på Københavns Fondsbørs. Monopolet omfatter således ikke sammenføringsvirksomhed i almindelighed. Således er eksempelvis pengemarkedet og OTC-markedet i Horsens ikke reguleret i børslovgivningen. Fondsbørsens virksomhed adskiller sig fra disse markeder ved den særlige lovmæssige regulering af fondsbørsens sammenføringsvirksomhed. Fondsbørsens primære funktion er netop at tilbyde en markedsplads, hvor parterne kan have tillid til, at handlen med børsnoterede værdipapirer foregår på en redelig og effektiv måde.

²⁾ Særligt obligationshandel.

Noteringsmonopolet har naturligvis kun virkning for Danmark. En dansk virksomhed kan vælge at lade sine aktier notere på en udenlandsk børs, uanset om virksomheden i forvejen er noteret på Københavns Fondsbørs.

Den danske stat har eksempelvis valgt at lade papirer være noteret udelukkende på udenlandske børser. Noteringsmonopolet indebærer, at optagelse til notering i Danmark kun kan ske på Københavns Fondsbørs.

Reguleringsmonopolet er tæt knyttet til myndighedsudøvelsen. Fondsbørsen har eneret til at fastsætte de regler, der skal gælde for værdipapirer optaget til notering på Københavns Fondsbørs. Fondsbørsens kompetence på området deles med Finanstilsynet, der har ansvaret for det overordnede tilsyn.

Informationsmonopolet indebærer, at kun Københavns Fondsbørs kan modtage indberetninger fra de handelsberettigede selskaber om indgåede handler. Udstedere, investorer og handlere kan abonnere på fondsbørsens informationssystemer og publikationer.

Københavns Fondsbørs er allerede i dag underlagt skarp konkurrence fra udlandet, og en deregulering af handelsmonopolet vil derfor ikke nødvendigvis være ensbetydende med, at der bliver etableret flere danske børser. Meget taler derimod for, at børsvirksomhed er præget af stordriftsfordele, hvorfor der kan være tendens til dannelse af et naturligt monopol. For at kunne gøre sig under disse fremtidige vilkår må det danske børsystem i høj grad kunne udvise fleksibilitet og tilpasningsevne over for nye signaler fra markederne. Det lovskabte monopol kan vise sig ufleksibelt under hastigt ændrende markedsvilkår. Udover konkurrencen fra udlandet vil et markedsskabt monopol også være udsat for en potentiel konkurrence, da der vil være mulighed for at oprette konkurrerende børser her i landet.

Det fremtidige antal børser i Danmark forventes at blive meget lille, og formentlig vil udviklingen fastholde et naturligt monopol.

Børsudvalget finder på den baggrund, at loven ikke fremover bør give monopol til børsvirksomhed her i landet. Frigivelse af børsdrift betyder dog ikke, at myndighederne fralægger sig ansvaret for udviklingen på værdipapirmarkedet. Myndighederne har fortsat et ansvar for, at de samfundsmæssige interesser i et velfungerende

dansk kapitalformidlingssystem tilgodeses for både aktier og obligationer. Endvidere vil værdipapirmarkedet fremover stadig være et forholdsvis tæt reguleret erhvervsområde, hvorfor der fortsat vil - og bør - være et tæt samspil mellem marked og myndigheder.

10.7.4. Børsdrift i aktieselskabsform

Selv om børsvirksomhed generelt kendetegnes af stordriftsfordele, kan der være behov for, at børser i Danmark kan specialisere sig og operere på hvert sit markedssegment. Specialbørser vil f.eks. kunne tænkes for afledte produkter, pengemarkedspapirer eller aktier udstedt af mindre og mellemstore virksomheder.

Erhvervsvirksomhed udøves under normale forhold mest hensigtsmæssigt på markedsvilkår under en effektiv konkurrence. Konkurrenceelementet sikrer, at virksomheden straffes for uhensigtsmæssig adfærd og belønnes for hensigtsmæssig adfærd.

En børs vil kunne opdele aktiviteten i forskellige sektioner afhængig af værdipapireernes art. Således vil børsen kunne foretage en opdeling af markedet baseret på omsætningen i de enkelte værdipapirtyper og indrette handelssystemerne og krav til markedsdeltagelsen efter de specifikke behov. Herved opgives kravet om "full-scale" børsvirksomhed, og der skabes mulighed for en specialisering mellem forskellige børser eller indenfor forskellige sektioner af en børs. Sådanne specialiserede børser kan have et praktisk samarbejde, f.eks. om edb.

En sådan drift kunne foregå i aktieselskabsform. Aktieselskaber er en velkendt juridisk enhed, der giver mulighed for deltagelse fra en bredere kreds. Ved en sådan løsning skal virksomhedens bestyrelse vælges på generalforsamlingen af aktionærerne. Der opnås derved en direkte indflydelse fra ejerkreds til ledelse. Aktieselskabsmodellen sikrer indflydelse til de, der investerer i en fondsbørs og dermed en øget ansvarlighed hos disse over for markedspladsens udvikling. Desuden vil ejerkredsen mere fleksibelt kunne tilpasses i forhold til udviklingen.

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. Herudover vil aktieselskabsformen give muligheder for, at institutionerne kan indgå alliancer og fusioner her i landet og på tværs af landegrænserne.

I udlandet anvendes aktieselskabsformen i stigende grad for børser.

Liberaliseringen vil formentlig indebære, at papirer, der ikke er kommerciel interesse i, ikke vil blive optaget til notering på børsen. Der er således en risiko for, at illikvide papirer vil blive nedprioriteret i forhold til det nuværende system. På den anden side undgås herved en uhensigtsmæssig krydssubsidiering, der kan virke hæmmende på udviklingen af værdipapirmarkedet. For obligationer, der udstedes gennem løbende udstedelse i samme serie, kan man ikke på forhånd vurdere, om der kommer en stor eller lille serie og dermed seriens likviditet.

Risikoen for at illikvide papirer behandles ringere fremover skal ses i sammenhæng med, at såfremt der ikke gribes ind over for den nuværende udvikling, vil de attraktive papirer fremover blive handlet i udlandet, hvorfor der ikke kan opretholdes en infrastruktur i markedet, der kan servicere også de mindre likvide papirer.

Lovgivningen må - på trods af et eventuelt naturligt monopol - indrettes således, at der tages højde for den eventuelle situation, hvor der er flere børser i aktieselskabsform.

10.7.5. Fleksibilitet i clearing og registrering

Clearing og afvikling har ikke hidtil været underkastet særskilt lovgivning. Det er her vigtigt, at der skabes og opretholdes en organisation af og en lovgivning om clearing og afvikling, der tilgodeser mulighederne for institutionernes deltagelse i den internationale konkurrence. Lovgivningen bør også muliggøre, at clearingcentraler får adgang til at tilbyde faciliteter, der letter og understøtter afviklingen.

Pligten til at danske noterede værdipapirer skal indskrives i Værdipapircentralen har givet Værdipapircentralen en monopolstilling på registrering af værdipapirer i Danmark. Samtidig har Værdipapircentralen også omfattende clearing- og afviklingsaktiviteter. I de senere år har Værdipapircentralen været udsat for stigende konkurrence fra internationale clearingcentraler.

Konkurrencemomentet tilsiger derfor, at reglerne om clearing, afvikling og registrering udformes på en sådan måde, at det giver markedet størst mulig fleksibilitet til at indrette sig hurtigt.

Reguleringen af registrering af værdipapirer og af clearing/afvikling holdes fremover adskilt. Registrerings- og clearing- og afviklingsvirksomhed skal fremover drives i aktieselskabsform, og regelsættet for disse clearingscentraler skal også omfatte Garantifonden for Danske Optioner og Futures.

Den fremtidige regulering skal forbedre Værdipapircentralens muligheder for at virke under international konkurrence. Det er derfor vigtigt, at Værdipapircentralen og eventuelt andre centraler fremover er gearret til at modtage udlændinge i det danske system og udføre de servicefunktioner, der er nødvendige for at tiltrække udenlandske kunder. Dette sker bl.a. ved at værdipapircentraler kan opnå godkendelse som clearingcentraler. Værdipapircentraler får derved adgang til fremover at udføre afviklingsunderstøttende aktiviteter såsom udlån af værdipapirer og garantistillelse. Et flertal i Børsudvalget finder ligeledes, at værdipapircentraler fremover skal kunne agere som kontoførende institut for institutionelle investorer, udlændinge og andre. Dette vil muliggøre, at værdipapircentraler kan deltage på markeds-mæssige betingelser i forhold til andre registrerings- og clearingscentraler, herunder også udenlandske.

Flertallet finder, at de institutionelle investorers adgang til at benytte sig af en værdipapircentralers systemer bør forbedres endvidere gennem en udvidet storkundeordning. Storkundeordningen udbygges, så den i fremtiden kan omfatte andre end den nuværende snævre kreds af institutionelle investorer. Dertil kommer, at storkunder kan få direkte adgang til en værdipapircentral for egne beholdninger.

De formueretlige opgaver som Værdipapircentralen varetager er af særlig samfundsmæssig interesse. Det er et spørgsmål om disse aktiviteter kan varetages af et privat aktieselskab. Udvalget har derfor overvejet, om disse opgaver fortsat bør drives af en selvejende institution, eller om de kan betrygges gennem regler om tilladelse m.v. Udvalget er af den opfattelse, at registrering i fremtiden skal kunne varetages i aktieselskabsform som en kommerciel aktivitet på linie med clearingvirksomhed, fondsbørsvirksomhed m.v. Finanstilsynet må i forbindelse med afgivelse af tilladelse til at drive registreringsvirksomhed anlægge særlige samfunds- og sikkerhedsmæssige hensyn, ligesom registreringsvirksomhed må undergives et løbende tilsyn.

Et mindretal (Klaus Willerslev-Olsen) finder, at kun danske og udenlandske kreditinstitutter og børsmæglerselskaber bør

have direkte adgang til værdipapircentraler, og kun sådanne selskaber bør have mulighed for at registrere direkte i værdipapircentraler eller med en værdipapircentral som kontoførende institut, jf. afsnit 10.8.3.

Der henvises i øvrigt til mindretalsudtalelsen i afsnit 10.8.2.

Clearing og afvikling er nærmere behandlet i kapitel 13.

10.7.6. Internationale værdipapirhandlere i København

Det er af selvstændig værdi for den økonomiske og erhvervs-politiske udvikling, at der i Danmark er store, solide, internationaliserede og effektive finansielle virksomheder. Det er et sundhedstegn, at disse virksomheder er repræsenterede på udenlandske markeder og medlemmer af udenlandske børser og derigennem deltager på de internationale markeder. Dette bør ikke være i modstrid med, at disse virksomheder samtidig aktivt medvirker til at opfylde de ovenfor beskrevne mål, dvs. at beholde den væsentligste del af omsætningen af danske værdipapirer i Danmark.

Et væsentligt delmål for det danske værdipapirmarked er at øge den indenlandske konkurrence til gavn for markedets effektivitet. Dette kan gøres gennem en øget udenlandsk deltagelse i markedet. I dag er der 6 udenlandske eller udenlandsk ejede handelsberettigede på Københavns Fondsbørs, som står for omkring 1/5 af handelen mellem de handelsberettigede. Målsætningen er, at konkurrencen i København - efter implementering af børsreform II - forstærkes gennem øget deltagelse fra udenlandske handelsberettigede, hvorved der kan skabes et større og mere effektivt marked. Ligeledes er der herved mulighed for at fastholde den handel, der ellers ville "flytte" til udlandet. Eventuelt vil man fremover kunne nedbringe den andel af omsætningen i attraktive danske værdipapirer, der handles i udlandet.

Det er vigtigt at fastslå, at der ikke er behov for at søge at afskærme det danske værdipapirmarked. Tværtimod er det udvalgets opfattelse, at det danske værdipapirmarked skal kunne tage konkurrencen op med udlandet, og have de bedst mulige betingelser herfor.

Der er flere forskellige grunde til, at en afskærmning af markedet ikke er vejen frem. For det første vil gennemførelsen af investerings servicedirektivet i sig selv indebære en åbning af det danske

værdipapirmarked. For det andet er det danske marked stærkt koncentreret. Flere udenlandske deltagere vil kunne nedbringe denne koncentration blandt de handelsberettigede til gavn for konkurrencen. Dermed vil en åbning være gavnlig for markedets effektivitet og for markedets overlevelse på lang sigt. Det er derfor vigtigt, at udenlandske handelsberettigede efter åbning af markedet finder det attraktivt at tilslutte sig det danske værdipapirmarked og gennem en skærpet konkurrence og en styrket likviditet og omsætning bidrager til at styrke det.

Ud fra et konkurrencesynspunkt bør der åbnes op for adgangen til værdipapirmarkedssystemerne. Dette vil virke gavnligt på prisfastsættelsen, likviditeten og omsætningen og dermed på markedets effektivitet. Ligeledes vil institutionernes omkostninger kunne fordeles på flere handler og handelsberettigede, hvorved institutionernes konkurrencedygtighed vil forbedres, idet omkostningerne på den enkelte handelsberettigede vil kunne reduceres. Det er dog afgørende, at der etableres et *"level playing field"* således, at konkurrencen finder sted på et ensartet grundlag. Dette sikres bl.a. ved, at alle handelsberettigede er underlagt de fælleseuropæiske regler om kapitalkrav.

Reguleringen af de danske værdipapirmarkeder bør derfor tilpasses i forhold til de internationale konkurrencevilkår (både EU og 3. lande), hvis ønsket om øget udenlandsk deltagelse og god konkurrenceevne over for udlandet skal opfyldes.

Det er for den effektive konkurrence også af betydning, at myndigheder og organisationer holder øje med, at danske virksomheder har rimelige konkurrencemuligheder i andre lande.

Ligeledes er det en målsætning, at udenlandske investorer henvender sig på det danske værdipapirmarked, når de indgår handler i danske værdipapirer.

Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen og de øvrige finansielle institutioner bør være så effektive, at det kan være attraktivt for udenlandske værdipapirhandlere at handle, afvikle og registrere i Danmark.

Investeringsservicedirektivet baner vejen for en sådan udvikling, hvor danske handelsberettigede vil kunne deltage på udenlandske

børser uden etablering, og hvor handelsberettigede på udenlandske børser kan deltage på den danske markedsplads.

Et af børsreformens hovedmålsætninger er at gennemføre EU-direktiverne om investeringsservice og markedsrisici, der gennemgås i kapitel 9. Af direktiverne følger, at investeringsselskaber, der har fået tilladelse til at udøve virksomhed i sit hjemland, kan udøve denne virksomhed i hele den europæiske union i kraft af hjemlandets tilladelse. Under udøvelsen skal de selvsagt respektere værtslandets almindelige regler herom, herunder investorbeskyttelsen, der i Danmark fortsat bør ligge på højt niveau.

Direktiverne indebærer, at EU-værdipapirhandlere får adgang til det danske værdipapirhandelssystem på lige fod med danske værdipapirhandlere, når de opfylder de objektive betingelser. Dermed fjernes den hidtidige etableringspligt for børsmæglerselskaber i Danmark. Børsmæglervirksomhed vil herefter kunne udøves i form af filialer eller som grænseoverskridende tjenesteydelser i det europæiske marked, og den elektroniske handel på Københavns Fondsbørs vil derfor fremover kunne udføres via en EDB-skærm i ethvert EU-land.

Princippet om reciprocitet gælder i følge EU-direktiverne i forhold til lande, som ikke er bundet af direktiverne.

Børsudvalget anbefaler, at en effektivitetsbaseret udvikling på det danske værdipapirmarked søges opnået ved en reel åbning af den danske handelsplads for udenlandske kreditinstitutter og investeringsselskaber, ligesom udenlandske investorer søges tiltrukket det danske værdipapirmarked.

10.7.7. Deregulering og fremtidssikret lovgivning for værdipapirmarkedet

Det fremtidige danske værdipapirmarked bør - for at kunne udgøre en attraktiv handelsplads - kunne betjene sig af en struktur, der kan tilpasse sig hurtigt og hensigtsmæssigt under omskiftelige vilkår. Herunder tænkes specielt på den stigende internationalisering og fremkomsten af nye finansielle instrumenter.

Lovgivningen skal derfor lægge op til betydelig fleksibilitet i værdipapirmarkedet, således at lovgivningsmæssigt fastfrosne strukturer og institutioner begrænses til et minimum. Kun derved

kan man hurtigt og i tide tilpasse sig markedets behov og konkurrenternes adfærd.

Skal lovgivningen ikke stå i vejen for en effektiv udvikling på værdipapirmarkedet, må detaljeret regelfastsættelse for værdipapirmarkedet så vidt muligt fastlægges tæt på markedet, således at 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 finde sted i form af regler udarbejdet af markedets enkelte institutioner.

Fleksibiliteten er også påkrævet i den forstand, at når der opstår et nyt finansielt instrument eller en ny type marked - bør der hurtigt etableres en hensigtsmæssig retstilstand.

Dette har været medvirkende til Børsudvalgets overvejelser omkring muligheden for etablering af regelsæt for værdipapirmæglere, mulighed for autorisation af pengemarkedsmæglere samt etablering af autoriserede markedspladser.

Fleksibiliteten indebærer, at lovgivningen giver vide beføjelser til tilsynsmyndighedernes indgrebsmuligheder.

Fleksibiliteten indebærer også, at der kan være forskellige regler for forskellige markedssegmenter, således at f.eks. obligationer ikke nødvendigvis altid behandles på samme måde som aktier.

Fleksibiliteten bør således indebære, at det fremtidige værdipapirmarked kan udvikle sig inden for de fastlagte rammer og f.eks. give mulighed for øget internationalt samarbejde.

Sammenfattende finder udvalget, at fleksibiliteten i reguleringen bør have følgende dimensioner:

Lovgivningen fastlægger de overordnede principper.
Regler skal så vidt muligt fastlægges og administreres tæt på og i samarbejde med markedet.
Regler skal hurtigt kunne indføres/ændres/evt. afskaffes.
Konkrete regler skal kunne tilpasses konkrete markedssegmenter.

Børsudvalget anbefaler, at der etableres en generel regulering af værdipapirmarkedet og værdipapirhandelen. Som udgangspunkt er det værdipapirmarkedets institutioner, der har ansvaret og initiativpligten overfor detailregulering og indretning af markedspladsen inden for lovgivningens rammer. Herudover kan tilsynsmyndighedernes regelfastsættende kompetence bringes i anvendelse, såfremt det skønnes nødvendigt. Lovgivningen søges fremtidssikret ved, at loven fremover skal være en rammelov indeholdende principiel og overordnet regulering. Detailregulering fastsættes i form af regler udarbejdet af markedets enkelte institutioner.

Der henvises til afsnit 10.8., hvor to mindretalsudtalelser er gengivet. Der henvises ligeledes til Jens Bache's mindretalsudtalelse i afsnit 12.4.

10.7.8. Interessenternes indflydelse på regel- fastsættelse og tilsynet med værdipapir- markedet

Som udgangspunkt finder Børsudvalget det nødvendigt, at de opgaver, der hidtil har været placeret på Københavns Fondsbørs, så vidt muligt fortsat bør ligge i børsregi, f.eks. markedsovervågning, udstederrelationer, fastlæggelse af markedets gennemsigthed m.v.

Lægges børsvirksomhed ud i private aktieselskaber, vil arbejdsdelingen mellem børsen/børser og det offentlige skulle revideres. Dette skyldes, at fondsbørsen hidtil har udøvet visse tilsynsopgaver, f.eks. vedrørende *take-overs* og insiderhandel. I en situation med mulighed for flere børser og børser som private aktieselskaber vil disse opgaver ikke længere kunne ligge i børsernes regi. Sådanne regulerings- og overvågningsopgaver, der hidtil har ligget på Københavns Fondsbørs, vil derfor skulle overføres til en anden institution.

Et flertal i udvalget har endvidere ønsket, at markedstilsynet med værdipapirmarkedet i den fremtidige reguleringsstruktur varetages af et organ, der hensigtsmæssigt - og i nær kontakt med markedet - kan forene interesse modsætninger i alment accepterede og forpligtende afgørelser og regeludstedelser. Markedstilsynet skal her ses i modsætning til solvens- og virksomhedstilsynet, som fortsat skal ligge i Finanstilsynet. 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 derimod vedrører regulering af markedspladsen, herunder krav til udstederes

oplysningsforpligtelse, krav til oplysninger om handelen på markedet m.v.

En del af markedstilsynet skal primært varetages af Fondsbørserne selv, men med mulighed for indgreb fra Fondsrådet.

Findes denne regulering ikke tilfredsstillende for Fondsrådet³, kan rådet fastsætte generelle regler i bekendtgørelsesform. Fondsrådet kan ligeledes udstede bekendtgørelser, der implementerer EU-direktiver og lignende.

Derfor har udvalget fundet, at interessenternes indflydelse og ansvar skulle omfatte tilsynet med værdipapirmarkedet i form af et Fondsråd. Et sådant råd skal tilføre markedstilsynet med værdipapirmarkedet en markeds- og ekspertviden, ligesom der kunne finde en afvejning af synspunkter sted. En nærmere diskussion heraf findes i kapitel 12.

På den baggrund anbefaler flertallet, at der med Finanstilsynet som sekretariat etableres et Fondsråd, der kan inddrage interessenternes ekspertise i principielle spørgsmål om regelfastsættelse og regeloverholdelse, således at hensynet til et effektivt og velfungerende dansk værdipapirmarked, den internationale konkurrenceevne og en betryggende investorbeskyttelse får behørig vægt.

Hertil kommer, at reguleringsniveauet i Danmark ikke bør ændres mærkbart som følge af ophævelsen af monopollet. Der er i Danmark tradition for et højt beskyttelsesniveau i værdipapirhandelen, og dette princip finder børsudvalget ikke, at der skal brydes med. Der skal dog 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. Udvalget forudsætter, at der aftales en arbejdsdeling mellem Fondsrådet, Forbrugerombudsmanden og Konkurrencerådet.

Flertallet i Børsudvalget finder, at der bør etableres et Fondsråd, der skal virke for et velfungerende dansk værdipapirmarked, som har en sådan effektivitet, gennemskuelighed og konkurrencedygtighed, at

For nærmere overvejelser om Fondsrådet se kapitel 12.

det er attraktivt for udstedere, investorer og handlere, og som lever op til internationale standarder.

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.

Der henvises i øvrigt til mindretalsudtalelser i afsnit 10.8.

10.7.9. Særlige retlige og skatte- og afgiftsmæssige forhold

En lang række lovgivningskomplekser udover erhvervslovgivningen har betydning for værdipapirmarkedets funktion. Visse typer lovgivning har endog afgørende betydning for markedets funktion og udvikling. Det er børsudvalgets opgave at gøre opmærksom på de områder, hvor der er tale om forhold af kritisk betydning for, at børsreformens intentioner kan føres ud i livet.

Her skal peges på skatte- og afgiftsmæssige forhold samt visse retlige forhold. Børsudvalget gør opmærksom på, at det dels drejer sig om en afklaring af den skatte- og afgiftsmæssige samt juridiske stilling i visse situationer samt utilsigtede virkninger af anden lovgivning.

Værdipapirmarkedet i Danmark skal sikres et klart juridisk grundlag både for så vidt angår konkurs-, netting- og den skatte- og afgiftsmæssige behandling. I dag lever markederne med en stor usikkerhed omkring den juridiske situation på visse områder, og dette er utilfredsstillende for sektoren og hæmmer på længere sigt produkt- og markedsudviklingen. Endvidere indebærer lovreguleringen på disse områder en række utilsigtede virkninger af kritisk betydning for værdipapirmarkedets udvikling.

Det har vist sig nødvendigt at indføre begrænsninger i det hidtidige ubegrænsede solidariske erstatningsansvar, som har påhvilet interessenterne, jf. kapitel 18.

De øvrige områder behandles mere indgående i kapitel 19 og 20.

10.8 Mindretalsudtalelser

10.8.1. Mindretalsudtalelse fra Klaus Willerslev-Olsen, Klaus Struwe og Lene Nielsen

Et mindretal (Lene Nielsen, Klaus Struwe og Klaus Willerslev-Olsen) finder ikke, at den af flertallet foreslåede model for en børsreform lever op til målsætningerne. Hovedsigtet med en børsreform er at etablere et effektivt og dynamisk børsmarked, der giver tilfredsstillende muligheder for kapitalfremskaffelse og investering i værdipapirer i Danmark samt ikke mindst en fastholdelse af omsætningen for de betydende værdipapirer i Danmark. Internationaliseringen af værdipapirhandlen og den deraf følgende øgede konkurrence nødvendiggør rammer, der giver grundlag for en effektiv beslutningskompetence, der ikke neutraliseres af modstående interesser.

Den foreslåede model med betydelig kompetence til et bredt sammensat Fondsråd som en ekstra instans ud over børserne og Finanstilsynet vil komplicere beslutningsprocessen på børsmarkedet. De beføjelser, Fondsrådet i den foreslåede model er tillagt med hensyn til udstedelse af regler, vil kunne eliminere det konkurrencepres - af faktiske eller potentiel karakter - som en ophævelse af børsmonopolet skulle bevirke. Såfremt rammer og regler for at drive børsvirksomhed på forhånd er fastlagt centralt, vil dette udligne konkurrencen.

Den foreslåede model lever således ikke op til de mål, som mindretallet ønsker at nå med børsreformen. Fondsrådet vil gennem sin adgang til at give pålæg til en fondsbørs om at ændre sine regelsæt eller fastsætte supplerende regler reelt få ansvaret for, hvorledes markedspladsen indrettes og dermed kommer til at virke. Dette ansvar og følgelig også kompetencen til at fastsætte de nødvendige regler burde i stedet være fondsbørsens/fondsbørsernes. Da dette ikke er tilfældet, vil der være en risiko for, at den enkelte handelsberettigede i sine strategiske forretningsmæssige dispositioner betragter sig som fritstillet på samme måde som udenlandske konkurrerende selskaber, der ikke har en naturlig forpligtelse for den danske markedsplads. Endvidere kan der være risiko for, at en række aktieudstedere ikke fremover vil søge eller opretholde børsnotering i Danmark.

Mindretallet finder, at forudsætningerne for et effektivt og dynamisk børsmiljø, der er attraktivt for investorer, udstedere og værdipapirhandlere, kan sikres ved:

at afskaffe børns monopol.

at privatisere Københavns Fondsbørs, således at de handelsberettigede bliver majoritetsaktionærer, hvilket også kendetegner de væsentlige udenlandske børsmarkeder. Herved kan de handelsberettigede drive en forretningsmæssig orienteret børs, der får beslutningskompetence med hensyn til børsens indretning, herunder handels- og gennemsigtighedsregler og børsetiske regler.

Markedskræfterne vil skabe et passende reguleringsniveau på børsmarkedet og et passende prisniveau for børsens ydelser, idet den privatiserede børs, i konkurrence med andre børser, må tage hensyn til såvel udstedere som investorer, der er henholdsvis børsens og fondshandlernes kunder.

at udstedere af aktier og obligationer sikres minoritetsandele af den privatiserede børs og får adgang til hver at vælge et medlem af børsens bestyrelse.

at udstedere af aktier og obligationer sikres minoritetsandele af den privatiserede børs og får adgang til hver at vælge et medlem af børsens bestyrelse.

at regler for udstederes oplysningsforpligtelser samt børsetiske regler tager udgangspunkt i det reguleringsniveau, der indtil nu er opnået enighed om i Københavns Fondsbørs' bestyrelse og fastsættes under hensyntagen til de børsnoterede selskabers konkurrencemæssige stilling. Regler for gennemsigtighed fastsættes i overensstemmelse med lovbemærkningerne til § 15 i udkast til en værdipapirhandelslov.

at det offentlige tilsyn med børsmarkedet tillægges Finanstilsynet, der får adgang til at fastsætte de overordnede generelle regler, men hvor det i øvrigt overlades til de enkelte fondsbørser at udforme de nødvendige regelsæt i overensstemmelse med EU-reglerne på området.

Mindretallet kan acceptere etablering af et markedsnært råd, hvor der gennem en bredere repræsentation end i den privatiserede børs' bestyrelse kan finde en afvejning af flere interesser sted, såfremt

- i) børserne sikres tilfredsstillende beslutningskompetence omkring markedspladsens indretning og vilkår i øvrigt.

- ii) Finanstilsynet forestår fastsættelse af overordnede generelle regler for danske fondsbørser og markedspladser.
- iii) Fondsrådet får kompetence til at træffe afgørelse af, om de af en fondsbørs fastsatte regler eller trufne afgørelser er i overensstemmelse med lovgivningen. Der bør være ankeadgang i sager af vidtrækkende eller principiel betydning.

Herudover finder mindretallet det nødvendigt at tage afstand fra den udformning, der er sket af reglerne om autoriserede markedspladser, jf. kapitel 11 i forslag til lov om værdipapirhandel. Mindretallet kan støtte ønsket om at forbedre "vækstvirksomheders" fremskaffelse af egenkapital, i forbindelse med hvilket forslaget om autoriserede markedspladser skal ses. Mindretallets afstandtagen er begrundet i, at der ved reglernes udformning skabes basis for en markedsplads, der uundgåeligt vil få karakter af en "discountbørs" og undergrave grundlaget for fondsbørsens virke.

10.8.2. Mindretalsudtalelse fra Jane Emke og Rolf Norstrand

Et mindretal (Jane Emke og Rolf Norstrand) har i udvalget arbejdet for en børsreform, der sikrer en redelig og effektiv handel på det danske værdipapirmarked. En børsreform må have som primært formål at sikre, at kundernes (udstedere og investorer) ønsker og behov bedst muligt tilgodeses også i fremtiden, hvor der må forventes en stadig stigning i den grænseoverskridende børsaktivitet og i konkurrencen fra andre landes børser.

Mindretallet er enige i målsætningen om, at børsen i København skal blive en regional børs, og en målsætning for børsreformen er således at sikre kapitalmarkedets funktion i Danmark, dvs. en effektiv kapitalformidling mellem investorer og udstedere. Det er vigtigt at holde sig for øje, at kapitalformidlingen har såvel en kapitaludbuds- som en kapitalefterspørgselsside. Resultatet af børsreformarbejdet skal derfor være en effektiv og konkurrencedygtig børs, der i kraft af lave omkostninger, likvide markeder og en høj grad af gennemsigtighed gør det fordelagtigt at handle her. Dette inkluderer også effektive og omkostningslave clearing-, afviklings- og depotfunktioner og -faciliteter.

Mindretallet kan tilslutte sig, at værdipapirmarkedets effektivitet styrkes ved, at aktiviteterne i de halvoffentlige institutioner, Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen samt Garantifonden for Dansk Optioner og Futures, overdrages til ét eller eventuelt flere

private driftsaktieselskaber, og ved, at der gives fri mulighed for at oprette konkurrerende driftsaktieselskaber.

Mindretallet kan derimod ikke tilslutte sig den udhuling af investorbeskyttelsen, som er resultatet af de forslag, der fremgår af det foreliggende udkast til lov om værdipapirhandel og af visse af kapitlerne i betænkningen. Mindretallet kan derfor ikke tilsluttet sig lovudkastet og betænkningen i deres helhed.

Investorbeskyttelse

Det er af afgørende betydning både for private investorer, der investerer for egne midler, og for institutionelle investorer, der især investerer på pensionsopsparernes vegne, at investorbeskyttelsen på det danske værdipapirmarked ikke forringes. Det store flertal af den danske befolkning er direkte og indirekte kunder på det danske værdipapirmarked, hvor de bør sikres en god forbrugerbeskyttelse.

Investorbeskyttelsen har to væsentlige dimensioner. For det første er det vigtigt for investorer at kunne skaffe sig et godt kendskab til de finansielle produkter, som de køber. Derfor er det centralt med omfattende oplysning om de obligationer, aktier m.v., der handles på værdipapirmarkedet. Det er for det andet vigtigt, at investorerne får mulighed for at handle til de bedst opnåelige priser. Dette kræver en god gennemsigtighed omkring prisdannelsen på værdipapirmarkedene.

Det er i den forbindelse uacceptabelt, at lovudkastets bemærkninger og flere af betænkningens kapitler lægger op til en forringelse af de gennemsigtighedsregler, der gælder på det nuværende børsmarked.

På væsentlige udenlandske værdipapirmarkeder har man i de seneste år styrket investorbeskyttelsen. Formålet hermed har været at modvirke "sager", hvor investorerne på et mangelfuldt informationsgrundlag erhverver obligationer og aktier, der viser sig at være værdiløse. Hermed har man styrket investorernes tillid til de pågældende markeder, således at man har kunnet tiltrække kapital og handel. Børsudvalgets arbejde har omvendt baseret sig på den fejlagtige hypotese, at man ved at reducere investorbeskyttelsen kan skabe mere handel også på sigt.

Løsningsmodeller

Det foreliggende forslag indebærer, at institutionelle investorer ved omdannelsen af Københavns Fondsbørs m.v. ikke vil blive medejere

af de driftsaktieselskaber, der overtager de nuværende institutioner på børsmarkedet, og som kan få en monopolagtig stilling på det danske børsmarked i de kommende år. Hvis det forslag nyder fremme, må der i lovgivningen indarbejdes mekanismer, der kan modvirke monopolistiske tendenser, som vil skade et velfungerende værdipapirmarked og forringe investorbeskyttelsen.

Principalt ønsker de institutionelle investorer derfor at blive medejere af disse driftsaktieselskaber. Hermed kan de bidrage til, at driftsaktieselskaberne får et så stort kapitalgrundlag, at der er et godt økonomisk fundament til at effektivisere og videreudvikle den danske børshandel. Endvidere vil investordeltagelse i driftsaktieselskabernes bestyrelser bidrage til at sikre den nødvendige tillid til dansk børshandel hos investorerne i almindelighed.

På det fremtidige børsmarked med flere driftsaktieselskaber kan reglerne for investorbeskyttelse ikke fastsættes af det enkelte driftsaktieselskab. Det kunne skabe incitament til konkurrence mellem selskaberne om den ringest mulige investorbeskyttelse. Regler om investorbeskyttelse må enten fastsættes centralt i love og bekendtgørelser eller af et Fondsråd, der får kompetence til at fastsætte regler for hele det danske børsmarked.

Hvis de fremtidige driftsaktieselskaber får en ejerstruktur med en ligelig repræsentation af udstedere, mellemhandlere (pengeinstitutter, børsrådgivere m.v.) og investorer, har investorrepræsentanterne stillet sig åbne over for, at reglerne for investorbeskyttelse - herunder de vigtige regler om oplysningsforpligtelser og gennemsigtighed - kan fastsættes af Finanstilsynet. Reglerne måtte så udarbejdes med udgangspunkt i de nuværende niveau for investorbeskyttelse, ligesom Finanstilsynet måtte have en forpligtelse til at tilpasse reglerne til de fremskridt, der sker på ledende udenlandske markeder.

Alternativt kan mindretallet acceptere, at regler om investorbeskyttelse i en situation med en ejerstruktur i driftsaktieselskaber, som nævnt ovenfor, fastsættes af et Fondsråd med samme ligelige repræsentation. Dette ville skabe det mest harmoniske samarbejde på det danske børsmarked.

Det forudsættes imidlertid i betænkningen, at driftsaktieselskaberne skal være domineret af mellemhandlere, og at investorerne skal holdes uden for ejerkredsen. Hvis dette bliver tilfældet, bør

Fondsrådet sammensættes, så de, der dominerer driftsaktieselskaberne, ikke kan blokere beslutningsprocessen i rådet.

Mindretallet kan subsidiært tilslutte sig dannelsen af et sådant selvstændigt Fondsråd. En forudsætning for dannelsen af dette råd er imidlertid, at rådet får en klar og reel kompetence til at fastsætte regler for det danske børsmarked, og at rådet får en sammensætning, der sikrer investorbeskyttelsen.

Forudsætningerne om en klar og reel regelfastsættende kompetence for Fondsrådet og en sikring af investorbeskyttelsen er imidlertid ikke opfyldt i det foreliggende lovudkast.

Lovudkastet indeholder for uklare og bureaukratiske retningslinier for den fremtidige regelfastsættelse og for tilsynet med reglernes overholdelse.

Ansaret er fordelt på driftsaktieselskaber, Fondsrådet, Erhvervsankenævnet, Finanstilsynet og de almindelige domstole. Uklarhed fører let til ansvarsforflygtigelse til skade for investorbeskyttelsen.

Lovudkastet forudsætter, at Fondsrådet kun kan gribe ind over for driftsaktieselskaberne regelfastsættelse, hvis en række diffuse krav er opfyldt. Fondsrådet må naturligvis tage sit udgangspunkt i at tilstræbe optimale rammer for værdipapirhandlen under hensyntagen til effektiv kapitalformidling og investorbeskyttelse. Upræcise krav fremmer ikke Fondsrådets handlekraft, men skaber unødigt splid.

I lovudkastet foreslås et Fondsråd med et lige antal medlemmer. For at sikre, at et råd med et lige antal medlemmer altid kan træffe beslutning, er det sædvane, at formandens stemme skal være udslagsgivende, såfremt der skulle være stemmelighed. Dette må i særlig grad være et krav på børsområdet, hvor der nogle gange skal træffes beslutning endog meget hurtigt. Det er derfor også en væsentlig mangel, at lovudkastet begrænser Fondsrådets handlekraft ved ikke klart at fastslå, at formandens stemme skal være udslagsgivende ved stemmelighed. Dette, kombineret med den foreslåede sammensætning af Fondsrådet, skaber et organ, der er handlingslammet. Investorbeskyttelsen er dermed nedprioriteret.

Endelig bemærkes det, at på væsentlige udenlandske børsmarkeder har institutionelle investorer i de senere år spillet en mere aktiv rolle. En dansk børslovgivning skal derfor - for at være fremtids-

sikret - åbne mulighed for, at danske institutionelle investorer kan blive handelsberettigede på danske fondsbørser til handel med egenbeholdningen. Det er derfor utilfredsstillende, at det foreliggende lovudkast ikke indeholder særlige regler for denne mulighed.

Registrering, clearing og afvikling

Det er væsentligt for markedets effektivitet, at investorerne får adgang til at registrere egne værdipapirer direkte i Værdipapircentralen som kontoførende institut. Det samme gælder investorernes adgang til selv at klare/afvikle for egenbeholdning, sådan som det er udviklingen i udlandet. Det må anses for unødvendigt, at en stor investor skal tvinges til at betale en bank for at få lagt egne værdipapirer i "sin egen boks".

Mindretallet lægger meget vægt på og er enige i det i lovudkastet anførte om, at investorer skal sikres en fair og redelig behandling, hvis de er indirekte clearingdeltagere gennem en bank. Med andre ord må man ikke i en fremtidssikret lovgivning fastlåse bankernes enerettigheder, hvis man vil gå i retning af liberalisering og større effektivitet.

Konklusion

Skal København i fremtiden være en regional børsplads af betydning, vil det være helt afgørende, at de ovenfor nævnte synspunkter lægges til grund for den forestående fondsbørsreform. Dette er en forudsætning for, at investorerne som ikke helt uvæsentlige aktører på værdipapirmarkedet kan have tillid til, at det danske marked vil være tilstrækkeligt gennemsigtigt og konkurrencepræget og dermed så effektivt som muligt, sådan som det er børsreformens formål.

10.8.3. Mindretalsudtalelse fra Klaus Willerslev-Olsen

Et mindretal (Klaus Willerslev-Olsen) finder anledning til at fremhæve, at pengeinstitutter har clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner som et af deres traditionelle virksomhedsområder, jf. bank- og sparekasselovens § 1. Flertallet foreslår, at der skal kunne oprettes særlige clearingcentraler, som forestår clearing og afvikling af værdipapirhandler. Mindretallet finder, at clearingcentraler, ud over Værdipapircentralen, Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Danmark Nationalbank, bør etableres som pengeinstitutter.

Mindretallet finder det uacceptabelt, såfremt en fælles institution som Værdipapircentralen udvikles til en depotbank. Mindretallet finder det desuden uacceptabelt, såfremt der er risiko for, at pengeinstitutternes traditionelle depotbankvirksomhed kan kræves omfattet af registreringskapitlerne i værdipapirhandelsloven eller kræves udskilt i et særskilt datterselskab.

Mindretallet finder det desuden uacceptabelt, i det omfang pengeinstitutternes mulighed for at udøve clearing og afvikling indskrænkes. Der kan hverken anføres rimelige risikomæssige betragtninger eller betragtninger om neutralitet til støtte for, at pengeinstitutters clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner i særlige tilfælde skal kræves udskilt i et særskilt datterselskab. Pengeinstitutter udfører en række forskellige aktiviteter med forskellig risikoprofil, hvilket hidtil ikke har givet anledning til krav om udskillelse. Herudover bør det af hensyn til konkurrenceevnen i forhold til udenlandske afviklings-systemer være muligt for pengeinstitutter at specialisere sig i clearing og afvikling på linie med andre pengeinstitutaktiviteter.

Herudover finder mindretallet, at kun kreditinstitutter og investeringsselskaber/børsmæglerselskaber (fondsmæglerselskaber, der er handelsberettigede på en børs) bør have adgang til at indgå tilslutningsaftale med en clearingcentral. Mindretallet lægger i den forbindelse vægt på følgende forhold:

Lovgivningen i Danmark bør være på linie med praksis i det øvrige Europa.

Værdipapircentralens muligheder for at etablere samarbejdsrelationer til andre tilsvarende europæiske værdipapircentraler bør ikke begrænses ved, at der skabes en mere liberal tilslutningsaftale til Værdipapircentralen end til øvrige centraler.

Udvidet adgang til Værdipapircentralen vil føre til, at Værdipapircentralen kan få karakter af en depotbank. Depotbankvirksomhed bør fortsat være forbeholdt pengeinstitutter ikke mindst under hensyn til den sikkerhed, som trediemandskontroller via depotbankfunktionen indebærer for kunderne. Hvis andre end kreditinstitutter og børsmæglerselskaber får direkte adgang, må disse kontroller i givet fald udføres af en anden trediepart eller af Værdipapircentralen.

Det vil ikke være acceptabelt, hvis Værdipapircentralens brugere, herunder pengeinstitutterne, skal betale udviklingsomkostninger i forbindelse med, at andre virksomheder får direkte adgang til Værdipapircentralens systemer og deraf følgende adgang til at konkurrere med pengeinstitutterne.

Ligeledes finder mindretallet, at kun kreditinstitutter og investerings-selskaber/børsmæglerselskaber (fondsmæglerselskaber, der er handelsberettigede på en børs), bør have mulighed for at foretage registreringer direkte i Værdipapircentralen eller med Værdipapircentralen som kontoførende institut. En bredere adgang vil indebære, at det danske system adskiller sig fra andre europæiske systemer, hvor der som hovedregel kun accepteres deltagelse af professionelle værdipapirhandlere.

Kapitel 11

Organisering af fondsbørser

11.1. Fondsbørser

11.1.1. Indledning

Ved Børsreform I i 1986 var det uomtvistet, at Københavns Fondsbørs fortsat skulle have en eneret til regelmæssigt at sammenføre købs- og salgstilbud i værdipapirer til offentlig handel og kursnotering. Til gengæld gav hele børsbegrebet anledning til store vanskeligheder.

Man overvejede, om man uændret kunne bibeholde den hidtidige lovbestemmelse, der tillagde Københavns Fondsbørs en eneret til at holde "børs med offentlig handel" uden at uddybe begrebet.

Det blev søgt præciseret i lovteksten, hvad det væsentlige i børsvirksomhed er, ikke mindst af hensyn til håndhævelsen af Københavns Fondsbørs' eneret.

Siden Børsreform I i 1986 er forudsætningen for værdipapirhandel væsentligt ændret. Der henvises til kapitel 1 og 10. Som en afgørende faktor kan nævnes, at der er sket en internationalisering af værdipapirhandelen i takt med, at restriktionerne for kapitalbevægelser er faldet bort. Landegrænser fungerer ikke længere som en naturlig afgrænsning.

I kapitel 10 er der nærmere redegjort for Børsudvalgets overordnede betragtning, hvortil der henvises.

I kapitel 11.1. behandles først ophævelsen af børsmonopolet, dernæst børsbegrebet m.v. samt afgrænsning af børsbegrebet over for børs lignende systemer i øvrigt.

11.1.2. Ophævelse af børsmonopolet

Hovedsigtet med det eksisterende børsmonopol var at skabe en effektiv handelsplads for handlen med værdipapirer. Der skulle etableres en tilstrækkelig kapacitet til, at noterede værdipapirer kunne handles på en mere effektiv måde for derved at skabe større likviditet. Samtidig skulle regler om indberetning give gennemsigthed i markedet og styrke tilliden til kursdannelsen i markedet og hos investorerne.

Imidlertid har det vist sig, at det ikke var muligt, at fastholde et vandtæt børsmonopol, jf. kapitel 10.

En fortsættelse af monopolet vil formelt sikre, at der eksisterer en dansk fondsbørs, hvor mindre selskabers aktier vil kunne handles. Problemet kan dog let blive, at de større udstedere i en sådan situation vil henvende sig til udenlandske børser. Da børshandlen - også mellem danske børsmæglere - meget let kan flyttes uden for landegrænsen, skabes risiko for, at prisdannelsen på danske benchmark-papirer foregår på et marked uden for landets grænser. Endvidere vil omsætningen med de resterende værdipapirer formentlig ikke skabe et tilstrækkeligt økonomisk grundlag for en fondsbørs. Der vil således opstå risiko for, at handlen med mindre likvide papirer og realkreditobligationer, der er grundlaget for det danske ejendomsmarked, ikke har en handelsplads. Der er således risiko for, at der formelt eksisterer en dansk fondsbørs, men intet reelt marked.

Afskaffelse af børsmonopolet er en naturlig følge af, at monopolet er blevet udhulet af markedsudviklingen, og at opretholdelsen af monopolet er en illusion.

Børsudvalget er enige om, at Børsreformen skal give adgang til, at børser kan organisere sig mere frit og i givet fald udnytte specialiseringsfordele. Hvis det viser sig, at der eksisterer meget betydelige stordriftsfordele - også på tværs af markedssegmenter - så vil resultatet blive et markedsskabt monopol.

I øvrigt vil stordriftsfordele typisk ikke være afgrænset til landegrænser, hvorfor et markedsskabt monopol kan have et incitament til links/fusion med udenlandske børser (jf. drøftelsen af en nordisk børse).

Afskaffelse af børsmonopolet indebærer, at det bliver mere naturligt at udforme lovgivningen som en rammelovgivning og dermed skabe

plads for deregulering fremfor at lovgive om specifikke krav til markedspladsens indretning m.v. Herved undgås behovet for hyppige lovtilpasninger og markedsfremmede offentlige indgreb.

En afskaffelse af børsmonopolet indebærer også, at myndighederne bedre kan kræve, at aktivitet, der i praksis har form af børsvirksomhed, skal underlægges lovgivning. Dermed sikres, at børsvirksomhed underlægges ens krav.

Der skabes mulighed for, at aktører kan etablere et marked med produkter, der ikke umiddelbart ville være inkluderet i et offentligt monopols systemer. F.eks. kan markedsdeltagere oprette en børs for særlige aktietyper. Hvis der kun er en børs, der har et monopol, må en sådan børs kunne handle alle aktier for at tilgodese ethvert brugerønsker på samme tid vedrørende handelssystemer, produkttyper m.v.

Børsudvalget har ikke med ophævelsen af monopolet tilkendegivet et ønske om flere konkurrerende fondsbørser, men har alene skabt mulighed herfor.

Hvorvidt ophævelsen af monopolet medfører fremkomst af flere konkurrerende fondsbørser vil afhænge af om den fondsbørs, der først etableres kan opfylde de krav, markedet stiller. Såfremt dette ikke er tilfældet, foreligger der mulighed for at etablere alternative fondsbørser, f.eks. for de markedsdeltagere, der ikke, eller kun i begrænset omfang er aktionærer i den førstetablerede fondsbørs. Muligheden for alternative fondsbørser skaber således et reelt konkurrencepres, som kan medvirke til en markedsorienteret ledelse.

11.1.3. Børsernes organisationsform

Samtidig med ophævelsen af monopolet foreslås det, at fondsbørser i fremtiden skal drives i aktieselskabsform. Denne form er valgt, fordi den er velegnet til virksomhedsdrift og vil kunne aktivere ejerkredsens ansvar over for fondsbørsers funktion, fordi ejerkredsen også får andel i overskuddet. Et privat aktieselskab vil således have et økonomisk incitament til at indrette en effektiv markedsplads.

Et yderligere argument for aktieselskabsformen er, at denne virksomhedsform er velkendt, også internationalt. Aktieselskabsformen kendes således for børserne i Tyskland, England, Frankrig og Sverige, men ikke i Norge, Finland og Holland. I Finland og

Holland er der dog mulighed for at etablere fondsbørser som aktieselskaber, jf. i øvrigt kapitel 2.

Aktieselskabsformen vil desuden give større mulighed for at tilføre kapital til selskabet, da der sker en udveksling af aktier for kapital.

Vedrørende omdannelsen af Københavns Fondsbørs, henvises til kapitel 21.

11.1.4. Børsbegrebet

Når børsmonopolet ophæves, er der behov for at definere et børsbegreb, da børsvirksomhed underkastes lovgivning.

Børsudvalgets overvejelser om et børsbegreb er udmøntet i forslag til lov om værdipapirhandel. Udvalget har taget udgangspunkt i følgende definition: "Børsvirksomhed er regelmæssig drift af et marked, hvor der optages værdipapirer til notering, eller hvor værdipapirer, der er optaget til notering på en dansk fondsbørs eller en af Finanstilsynet godkendt udenlandsk fondsbørs, optages til handel mellem markedets medlemmer på egne eller kunders vegne".

Definitionen er udformet således, at den sammenholdt med den øvrige regulering af børsområdet, opfylder investeringsservicedirektivets definition af et reguleret marked. Som det fremgår af direktivet er et reguleret marked et marked, som fungerer regelmæssigt på grundlag af retningslinier fastsat af en kompetent myndighed eller regler godkendt af en kompetent myndighed om vilkårene for markedets funktion.

Som første kriterie i børsdefinitionen er valgt, at der er tale om drift af et marked. Ved valget af betegnelsen "et marked" er der søgt tilkendegivet, at der ikke er tale om nogle enkeltstående tilfælde, men at der snarere foregår mange transaktioner.

Der lægges ikke i definitionen op til, at det skal være et marked for alle værdipapirer. Efter definitionen må det være tilladt at have et marked for aktier og et andet for f.eks. obligationer eller derivater.

Et andet kriterium er, at der optages værdipapirer til notering eller handles noterede værdipapirer. Dette kan ske på en udsteders begæring. Set i relation til Den europæiske Unions regulering af de finansielle markeder er det karakteristiske ved at få værdipapirer optaget til notering, at de danske regler herom skal opfylde de krav,

som følger af betingelsesdirektivet (79/279/EØF), børsprospekt-direktivet (80/390/EØF), halvårsrapportdirektivet (82/121/EØF), og insiderdirektivet (89/592/EØF). Hvis et værdipapir alene skal omsættes på markedet, skal der fastsættes regler om, under hvilke vilkår dette kan ske. Disse direktiver regulerer alene aktier og obligationer. Med den danske definition af hvilke værdipapirer, der kan optages til notering på en fondsbørs, vil det således blive muligt at optage værdipapirer, der ikke er omfattet af 79/279/EØF, f.eks. derivater m.v.

Et yderligere kriterium er, at handlen foregår mellem markedets medlemmer. I kapitel 11.4. har udvalget behandlet, hvem der kan blive medlemmer af en fondsbørs. Børsudvalget har taget udgangspunkt i et bredt børsbegreb ud fra en betragtning om, at relationerne til udstederne er en kommerciel aktivitet, der falder inden for fondsbørsers forretningsområde, og som har en naturlig sammenhæng til fondsbørsers distribution af oplysninger om udstedere af børsnoterede værdipapirer i forbindelse med driften af markedspladsen.

Børsbegrebet skal samtidig være så fleksibelt, at der bliver mulighed for, at fondsbørser kan drive virksomhed inden for nærmere afgrænsede segmenter af værdipapirmarkedet eller typer af værdipapirer. Det er fundet vigtigt ud fra hensynet om at give fondsbørser den fornødne fleksibilitet til at kunne indrette sig i takt med udviklingen i handelsformerne for de enkelte finansielle produkter. Samtidig har Børsudvalget ved udformning af børsbegrebet søgt at dæmme op for, at navnlig handlen med standardiserede værdipapirer, såsom eksempelvis benchmarkobligationer, søger over mod andre markedspladser end fondsbørser.

11.1.5. Regulering af børsvirksomhed

Den overordnede lovmæssige regulering af børsvirksomhed fremgår af børskapitlerne i forslag til lov om værdipapirhandel.

For det første skal fondsbørser have en tilladelse og de skal have en aktiekapital på 40 mio. kr. I fondsbørsens formålsbestemmelse skal det fremgå, hvilke typer af værdipapirer der kan optages til notering.

Det foreslås at en fondsbørs skal have følgende opgaver:

at optage værdipapirer til notering,

at sørge for at de nødvendige handelssystemer og handels-understøttende informationssystemer er til rådighed,

at virke for, at handel og kursnotering finder sted på en måde, der sikrer at handlen og prisdannelsen foregår på en redelig og gennemskuelig måde,

at påse at markedsdeltagerne overholder regler fastsat af den enkelte fondsbørs, samt indberette til Finanstilsynet såfremt fondsbørsen bliver bekendt med eller har formodning om overtrædelser af lov, bekendtgørelser eller grovere eller gentagne overtrædelser af regler fastsat af fondsbørsen,

at udstede regler om markedets funktion, adgangen til markedet, tilslutning til markedet og indberetning,

at udstede børsetiske regler m.v.,

at tilvejebringe gennemsigtighed, og

at godkende prospekter.

Der henvises i øvrigt til kapitel 12.2. in fine, hvor en fondsbørs' opgaver er beskrevet.

Udvalget har i øvrigt foreslået, at en udsteders anmodning om sletning fra notering kun tages til følge, hvis fondsbørsen ikke finder, at sletningen strider mod investorens, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesser.

Et mindretal (Lene Nielsen) kan ikke tilslutte sig den foreslåede udvidelse af betingelserne for, at en udsteders anmodning om sletning fra noteringen tages til følge.

Efter lovforslaget skal anmodningen tages til følge, *med mindre fondsbørsen finder, at sletningen ikke er i investo- rernes, låntagernes og værdipapirmarkedets interesse*. I stedet bør udgangspunktet i den gældende § 29, stk. 3, i Finanstilsynets bekendtgørelse nr. 418 af 31. maj 1991 om betingelserne for optagelse til officiel notering af værdipa- pirer på Københavns Fondsbørs videreføres uændret, således at udgangspunktet for sletning efter anmodning fra en udsteder er, at *anmodningen tages til følge, medmindre*

Fondsbørsbestyrelsen har begrundet formodning om, at dette vil være til skade for aktionærerne eller er egnet til at skaffe visse aktionærer eller andre en utilbørlig fordel på andre aktionærers eller selskabets bekostning.

Den såkaldte "Jacob Holm-sag", hvor Finanstilsynet afslog udstederens anmodning om sletning viser, at den nuværende bestemmelse ikke indeholder en ubetinget ret for en udsteder til at få slettet sine værdipapirer fra noteringen; bestemmelsen opfylder således i sin nuværende form kravet om beskyttelse af investorerne. I lyset heraf ses der ikke at være grundlag for at skærpe betingelserne for imødekomme af en udsteders anmodning om af notering.

Mindretallet finder derfor, at et selskab bør have mulighed for at lade sig afnotere, forudsat at minoriteten er behørigt beskyttet.

11.1.6. Afgrænsning over for børslige systemer

Med børsdefinitionen er der tilstræbt en skillelinie mellem fondsbørser og andre lignende systemer, således at lovgivningen opsætter et værn om fondsbørser som institutioner. Børsudvalget har ikke ønsket at udarbejde en definition, der ville indebære, at alle papirer skal handles over en fondsbørs' systemer. Ligeledes ønsker et flertal af Børsudvalget ikke at afskære investorers mulighed for at etablere indbyrdes handel med noterede værdipapirer.

Konkurrencen fra børslige systemer vil dog til enhver tid være til stede, hvilket omsætningen af danske statsobligationer i udlandet via såkaldte interdealer-brokers (værdipapirmæglere) og telefonhandlen i tilknytning til informationssystemerne er klare eksempler på. Børsudvalget har på den baggrund tillige drøftet, hvorvidt der sideløbende med fondsbørser skulle åbnes mulighed for at drive sammenføringsvirksomhed i børsnoterede værdipapirer via interdealer-brokers i Danmark.

Interdealer-brokers, som de kendes i udlandet, kendetegnes ved deres virksomhed med at sammenføre professionelle markedsdeltagere, dvs. fondsmæglerselskaber og kreditinstitutter. Mæglerbaseret handel via interdealer-brokers er karakteriseret ved anonymitet parterne imellem, hvorved markedsdeltagernes positioner ikke bliver kendte i markedet. Mæglere i Danmark eksisterer kun på

penge- og valutamarkedene, hvor der sker sammenføring af penge- og valutainstrumenter, herunder også børsnoterede pengemarkedsinstrumenter.

Børsudvalget har konkluderet, at den foreslåede regulering giver fondsbørserne den fornødne fleksibilitet til at stille tilsvarende faciliteter til rådighed for markedsdeltagerne, herunder at det inden for rammerne af børsvirksomhed vil være muligt at foretage mæglerbaseret handel med børsnoterede værdipapirer. I lyset af erfaringerne fra udenlandske markeder, jf. kapitel 3, er det Børsudvalgets opfattelse, at der ikke som udgangspunkt skal være adgang til etablering af selvstændig virksomhed som interdealer-broker. For at fremtidssikre lovgivningen på dette område, bl.a. under hensyntagen til den internationale konkurrence og de markedsmæssige behov, er det imidlertid foreslået, at Fondsrådet under visse betingelser kan tillade virksomhed som *interdealer-broker*, f.eks. i meget likvide statsobligationer (værdipapirmæglervirksomhed). Da det har været et vigtigt hensyn i Børsudvalgets overvejelser at værne om fondsbørsers forretningsområde, er det herunder foreslået, at Fondsrådet alene skal kunne tillade virksomhed som *interdealer-broker* i en selvstændig juridisk enhed, hvis indstillingen kommer fra den fondsbørs, hvor de pågældende værdipapirer er noteret. Det udelukker samtidig udenlandske interdealer-brokere fra at etablere sig i Danmark, med mindre det sker i fuld forståelse med en fondsbørs.

I det omfang det vil blive muligt at udøve virksomhed som *interdealer-broker*, vil det være et krav, at interdealer-brokere skal organiseres som aktieselskaber og have Finanstilsynets tilladelse til at udøve virksomhed. Virksomheden skal rette sig mod professionelle markedsdeltagere og interdealer-brokere skal herudover leve op til reglerne om, at virksomheden skal udøves på en redelig og gennemskelig måde. Den nærmere afgrænsning af, hvilke værdipapirer, interdealer-brokere må formidle, vil blive foretaget af Fondsrådet i samarbejde med den indstillende fondsbørs, ligesom det vil være op til Fondsrådet at afgøre, om interdealer-brokere må tage korte afviklingspositioner for at sikre den fulde anonymitet parterne imellem ("*no name give up*"). I så fald vil interdealer-brokere skulle afdække disse risici efter regler svarende til Rådets direktiv om investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag (CAD).

Med undtagelse af autoriserede pengemarkedsmæglere, der ud fra hensynet til at sikre sammenhæng mellem de enkelte segmenter på

pengemarkedet fortsat skal have mulighed for at formidle børsnoterede pengemarkedsinstrumenter, skal det således ikke efter Børsudvalgets opfattelse være muligt uden videre at etablere selvstændig virksomhed som *inter dealer-broker* i Danmark.

Autoriserede pengemarkedsmæglere er selvstændigt reguleret i forslag til en værdipapirhandelslov. Der er alene et krav om autorisation af pengemarkedsmæglere, såfremt de formidler pengemarkedsrelaterede værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs. Såfremt formidlingen foregår i andre pengemarkedsrelaterede værdipapirer eller en pengemarkedsmægler - formidler aftaler om ind- og udlån, kræves der ikke autorisation, men der er dog givet en mulighed for at få en autorisation.

Med lovforslaget er der givet mulighed for at etablere autoriserede markedsplads, hvis virksomhedsområde er begrænset til udelukkende at være en markedsplads for handel med unoterede værdipapirer. Autoriserede markedspladser er selvstændigt reguleret i lovforslaget. Der henvises til kapitel 16, hvor disse markedspladser er nærmere beskrevet.

Det er ikke tanken, at de i dag kendte handelssystemer, hvor kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber på grundlag af køb og salg fra egenbeholdningen driver handelssystemer over for kunder skal omfattes af definitionen af børsvirksomhed, ligesom rene informationssystemer falder uden for børsdefinition. Informationssystemerne er kendetegnet ved spredningen af markedsoplysninger, mens der ikke via disse systemer foregår egentlig sammenføringsvirksomhed. Børsudvalget mener derfor, at informationssystemer skal kunne eksistere uden dermed at blive opfattet som børs virksomhed.

I lovforslaget er der givet Finanstilsynet hjemmel til at beslutte, at et marked, der har opnået en væsentlig omsætning, og hvor mindst en værdipapirhandler deltager, skal opfylde reglerne om fondsbørsvirksomhed.

Denne bestemmelse vil kunne anvendes, såfremt et marked f.eks. udelukkende handler bench-mark-papirer, eller såfremt omsætningen i værdipapirhandlerne egne handelssystemer får et betydeligt omfang, eller såfremt de ovenfor omhandlede informationssystemer udvikler sig til egentlige sammenføringssystemer, så der reelt er tale om en omgåelse af børsvirksomhedsbegrebet.

Den samme omgængelsesbetragtning vil kunne lægges til grund, såfremt der udover værdipapirhandlere tillige deltager investorer, f.eks. pensionskasser eller forsikringsselskaber. Konsekvensen af Finanstilsynets krav om at markedet skal underlægges fondsbørsregulering vil blive, at alene værdipapirhandlere kan deltage i markedet fremover, og at investorerne skal træde ud.

Et flertal af udvalgets medlemmer anfører, at såfremt flere investorer, f.eks. pensionskasser indbyrdes handler noterede værdipapirer, og der ikke deltager værdipapirhandlere, skal Finanstilsynet ikke kunne træffe afgørelse om, at der er tale om børs virksomhed. I modsætning til handel med værdipapirhandlere vil der her ikke være tale om handel på et engrosmarked. Såfremt der tillige deltager værdipapirhandlere, kan man ikke opretholde betragtningerne om et rent detailmarked. Hvis markedet fortsat ønskes opretholdt som detailmarked, vil konsekvensen være, at værdipapirhandlere skal træde ud.

Et mindretal (Klaus Willerslev-Olsen og Klaus Struwe) finder, at der med den valgte definition af børsvirksomhed åbnes for etablering af børslige systemer alene med deltagelse af investorer, jf. afsnit 11.1.4. Mindretallet finder, at hvis et sådant system/marked får et større omfang og dermed underminerer omsætningen på fondsbørsen af tilsvarende værdipapirer, bør Finanstilsynet efter forelæggelse for Fondsrådet, have mulighed for at træffe afgørelse om, at der er tale om "børsvirksomhed".

Det vil selvfølgelig altid være et skøn, hvornår der på et marked foregår en aktivitet, der må betegnes som børsvirksomhed. Det er efter udvalgets opfattelse op til Finanstilsynet at fastlægge, hvornår en given aktivitet må betragtes som børsvirksomhed og derfor vil være omfattet af værdipapirhandelslovens regler om børsvirksomhed. Derfor må Finanstilsynet ud fra samfundsmæssige og værdipapirmarkedsmæssige hensyn foretage en konkret vurdering af den enkelte virksomhed og sammenholde virksomhedens aktivitet i forhold til definitionen.

11.1.7. Accessorisk virksomhed

Der er i forslaget til værdipapirhandelsloven givet mulighed for, at en fondsbørs kan drive accessorisk virksomhed, som f.eks. clearingvirksomhed, registreringsvirksomhed, virksomhed som autoriseret markedsplads eller handel med unoterede værdipapirer. Den

accessoriske virksomhed kan enten foregå inden for samme juridiske person eller udskilles i et datterselskab enten frivilligt eller som følge af et krav fra Finanstilsynet. Såfremt der sker udskillelse af virksomheden med handel af unoterede værdipapirer eller der etableres et selvstændigt selskab vil denne virksomhed falde under reguleringen for den autoriserede markedsplads og kunne opnå en autorisation, såfremt dette ønskes, jf. nærmere herom i kapitel 16.

Et flertal af udvalget finder, at en fondsbørs skal have adgang til at etablere en markedsplads for handel med unoterede værdipapirer uden udstederens accept, da der i dette tilfælde ikke pålægges udstederen oplysningsforpligtelser vedrørende de unoterede værdipapirer. Denne form for handel skal drives af en fondsbørs som accessorisk virksomhed.

Et mindretal (Lene Nielsen) mener, at hvis en fondsbørs skal kunne fungere som handelsplads for unoterede aktier, skal dette forudsætte samtykke fra de unoterede selskaber, hvis aktier ønskes handlet på en fondsbørs.

Såfremt en fondsbørs tillige ønsker at drive virksomhed som clearingcentral, eller værdipapircentral, vil fondsbørsen skulle følge de relevante kapitler i værdipapirhandelsloven dog med de undtagelser, der følger af, at en fondsbørs allerede har opnået Finanstilsynets tilladelse til at drive fondsbørs virksomhed.

11.2. Gennemsigtighed og markedsovervågning vedrørende værdipapirhandel på fondsbørser

11.2.1. Indledende betragtninger

Interessen for at omsætte værdipapirer over en fondsbørs frem for OTC ("*over the counter*") eller bilateralt mellem markedsdeltagerne har en tæt sammenhæng med, at der i tilknytning til børshandel eksisterer særlige bestemmelser, der skal sikre, at handlen foregår på en redelig og effektiv måde ("*market efficiency and integrity*"). Det er et vigtigt hensyn, at de handelsberettigede, udstederne og investorerne kan føle sig trygge vedrørende prisdannelsen på

fondsbørsen⁴⁾. Med en effektiv fondsbørs følger bl.a. krav om, at der er viden om kurserne til hvilke, der sker omsætning på børsen.

Børsudvalget har lagt vægt på, at børshandlen her i landet også fremover foregår på basis af et højt informationsniveau. For investorerne er det afgørende, at man kan vurdere til hvilke kurser, værdipapirer omsættes. Tilsvarende er det et vigtigt hensyn, at investorerne efter en handel kan sammenligne kursen, til hvilken der er handlet, med en tilsvarende børskurs for det pågældende værdipapir. Det er vigtigt ved udformningen af de nærmere regler, at man holder sig dette formål med regelsættet for gennemsigtighed og markedsovervågningen for øje. Der må arbejdes for, at gennemsigtigheden giver et højt investorbeskyttelsesniveau.

Samtidig kendetegnes delmarkeder af forskellige markedsforhold. Det vil være vigtigt, at regelsættet udformes på en måde, der muliggør hensyntagen til markedsforholdene på en fleksibel måde. Børsudvalget har som følge heraf fundet, at det ikke vil være hensigtsmæssigt at udforme bestemmelserne for gennemsigtighed direkte i lovgivningen, da der må være adgang til løbende at tilpasse regelsættet. I stedet overlades implementeringen af reglerne for gennemsigtighed til fondsbørser, hvilket også er i overensstemmelse med målsætningen om deregulering. Børsreglerne for gennemsigtighed anmeldes til Fondsrådet, der har til opgave at sikre den fornødne afbalancering af hensynet til investorbeskyttelsen og børsmarkedets effektivitet. Vedrørende Fondsrådets rolle på værdipapirmarkedet henvises til kapitel 12.

11.2.2. Den fremtidige regulering vedrørende reglerne for markedsovervågning og gennemsigtighed

11.2.2.1. De overordnede hensyn bag Børsudvalgets overvejelser vedrørende den fremtidige regulering

I Børsudvalgets overvejelser vedrørende de fremtidige regler for gennemsigtighed og markedsovervågning har indgået flere elemen-

⁴⁾ Det er kapitlets generelle udgangspunkt, at bestemmelser om gennemsigtighed og markedsovervågning er afgørende for såvel handelsberettigede, andre værdipapirhandlere, udstedere som investorer.

ter. Et vigtigt krav ved implementering af reglerne er, at der klarere skelnes mellem gennemsigtighed og markedsovervågning. Kravene til gennemsigtighed er kædet sammen med distribution af handelsinformation til markedsdeltagerne, mens markedsovervågningen har karakter af en myndighedsopgave i relation til at sikre et redeligt værdipapirmarked.

Denne skillelinje indebærer, at det har været vigtigt at få klart fastlagt (i to regler), hvem der har ansvaret for udformningen af de nærmere regelsæt for henholdsvis markedsovervågning og gennemsigtighed. Da de relevante oplysninger til brug for de to funktioner i stort omfang er de samme, vil det på anden side være hensigtsmæssigt teknisk at gøre brug af de samme faciliteter og indberetninger, så der ikke bliver behov for at opbygge parallelle indberetningssystemer, men så vidt muligt anvendes et enstrengt system, således som det også er tilfældet i dag.

Det har vedrørende implementeringen af reglerne for markedsovervågningen været lagt til grund, at det er af afgørende betydning for det danske markeds funktion og renommé, at der eksisterer klare regler, der sikrer en redelig handel og overholdelse af de fastsatte regler for værdipapirhandel. Indberetningen til brug for markedsovervågning er et vigtigt middel hertil.

Tilsvarende må myndighederne have de nødvendige indgrebsmuligheder, herunder i givet fald sanktioner ved mere alvorlige overtrædelsen af gældende regler.

Da gennemsigtighedskravene skal udformes under hensyntagen til markedsforholdene, er initiativet vedrørende implementeringen af gennemsigtighedsreglerne primært tillagt fondsbørserne, som må forventes at have det nærmeste kendskab til de forskellige behov.

Børsudvalget lægger vægt på, at der ved opbygningen af regler for gennemsigtighed kan være forskellige behov på delmarkederne. For at sikre dette må der lægges op til regelsæt baseret på generelle bestemmelser, så der så vidt muligt tages hensyn til sammensætningen af markedsdeltagerne (f.eks. kerne- kontra detail markedet) samt værdipapirernes forskellige karakteristika. I visse delmarkeder med ringe omsætning vil en forøget førhandelsinformation til alle markedsdeltagerne kunne understøtte markedet, mens behovet for førhandelsinformation er mindre i benchmark-papirer, da likviditeten

og efterhandeisinformationen sikrer markedets gennemsigtighed og effektivitet.

En meget høj grad af efter-handels gennemsigtighed vil i særlige situationer kunne mindske incitamentet til at stille op for store beløb og dermed begrænse likviditeten i markedet. Dette gælder f.eks., hvis en handelsberettiget køber en ekstraordinært stor post værdipapirer. Med umiddelbar oplysning om den pågældende handel vil der være et incitament for de øvrige markedsaktører til at sænke kurserne til ugunst for denne værdipapirhandler. Der er som følge heraf fastsat særlige regler på en del udenlandske børser vedrørende gennemsigtighed for blokhandler og til tider også for handel i illikvide papirer.

Særlige regler for blokhandel forekommer relevant i det danske marked, som følge af at risikovilligheden totalt set er lille. Sådanne regler kan tjene til at beskytte market-makers over for andre market-makere snarere end at foreholde investorer og udstedere information. Det er vigtigt, at særlige blokhandelsregler ikke benyttes til en generel sænkning af niveauet for gennemsigtighed, men derimod til at styrke markedets effektivitet og likviditet. Dette illustrerer, at det i visse situationer kan være i alles interesse, at niveauet for gennemsigtighed nogle gange må inddrages i en afvejning af de forskellige faktorer, der kan bidrage til et effektivt marked. Det er dog efter Børsudvalgets opfattelse afgørende, at de opstillede gennemsigtighedsregler på en fondsbørs baserer sig på objektive kriterier, der bidrager til at skabe et fair og velordnet marked.

Det må ligeledes understreges, at der også fremover - som værende i alles interesse - må tilstræbes, at handel med børsnoterede produkter foregår på basis af høj gennemsigtighed. Det er hensigten, at kun i de tilfælde, hvor særlige markedsforhold tilsiger det, vil der blive fastsat lempeligere gennemsigtighedskrav. Det er ikke tanken, at niveauet for gennemsigtigheden på det danske børsmarked skal falde.

Et dansk børsmarked må forventes kun at kunne overleve, hvis der er udbredt tiltro til prisdannelsen på markedet. Det er i lyset heraf Børsudvalgets opfattelse, at de danske gennemsigtighedsregler generelt bør være klart bedre end ISD's minimumsregler. Det principielle udgangspunkt for gennemsigtigheden bør som følge heraf være det nuværende niveau.

Et vigtigt middel til at nå såvel kravene vedrørende et gennemsigtigt marked som en effektiv markedsovervågningsfunktion er efter Børsudvalgets opfattelse, at der fortsat eksisterer en generel indberetningspligt for børsnoterede produkter til den relevante fondsbørs. Denne indberetningspligt skal gælde uanset om handler indgås over børsers handelssystemer eller uden for børsers systemer.

11.2.2.2. Markedsovervågningen

Det er Børsudvalgets opfattelse, at lovgivningen skal være udformet på en måde, der sikrer, at værdipapirhandler såvel over fondsbørsers systemer som uden for disse indberettes hurtigt.

Der er i forslagene til lovregulering lagt vægt på, at der eksisterer en relativt høj og ensartet standard for at sikre hæderlighed og tryghed omkring handlen med børsnoterede produkter, herunder at der sker en hurtig indberetning af foretagne transaktioner til brug for markedsovervågningen. Hvorledes indberetningerne i praksis skal tilrettelægges, overlades til Fondsrådet at konkretisere i samarbejde med børserne. Det vil være naturligt at gøre brug af de indberetninger, der skal afgives til børserne i forbindelse med gennemsigtigheidskravene.

Markedsovervågningen skal foregå løbende, men indebærer også, at der kan iværksættes undersøgelser af overholdelse af forskellige former for lovgivning efterfølgende i forbindelse med konkrete sager. Værdipapirhandelsloven giver adgang til, at nærmere regler for markedsovervågningen udfærdiges af Fondsrådet.

I den nuværende regulering er alle selskaber, der i Værdipapircentralen er registeret som værende fondshandlere, indberetningspligtige, herunder naturligvis også de handelsberettigede virksomheder. Hertil kommer, at pengemarkedsmæglerne er indberetningspligtige til Københavns Fondsbørs i forbindelse med formidlingen af børsnoterede produkter.

Det er i den fremtidige regulering valgt at lade den løbende markedsovervågning omfatte kredsen af værdipapirhandlere i henhold til værdipapirhandelsloven. Samtidig opretholdes den særlige indberetningspligt for pengemarkedsmæglerne ved formidlingen af børsnoterede pengemarkedspapirer, selv om pengemarkedsmæglerne kun har adgang til at formidle handel mellem værdipapirhandlere, jf. i øvrigt også kapitel 14.

Værdipapirhandlerne skal indberette oplysninger om indgåede handler. Denne pligt gælder alle værdipapirhandlere, herunder også udenlandske, som handler danske børsnoterede værdipapirer på det danske værdipapirmarked. For danske værdipapirhandlers virksomhed i udlandet gælder, at i den udstrækning der indberettes til den udenlandske markedsplads eller en udenlandsk myndighed vil kravene til indberetning være opfyldt. Hvis der ikke findes indberetningsregler på det udenlandske marked, skal indberetningen ske i henhold til Fondsrådets bestemmelser. Denne opbygning af indberetningskravene svarer til ISD's systematik, hvor markedsovervågningen som udgangspunkt er baseret på hjemlandsregler, men således at dette kan fraviges i den udstrækning, der gælder regler herfor i værtslandet. I praksis kan opbygningen af sådanne indberetningssystemer blive ganske kompliceret, hvis der ikke fastlægges nogle overordnede principper for tilrettelæggelsen af disse indberetninger.

Fondsbørserne skal foretage den umiddelbare overvågning af handlen i de børsnoterede værdipapirer. Ved mistanke om uregelmæssigheder har børserne pligt til at underrette Finanstilsynet herom. Finanstilsynet foretager de fornødne undersøgelser vedrørende eventuelle overtrædelser af bl.a. insider trading-bestemmelser, og om fornødent tager Finanstilsynet skridt til at iværksætte sanktioner.

Vedrørende markedsovervågningsfunktionen vil Fondsrådet kunne tage skridt til en supplerende markedsovervågning i forhold til fondsbørserne. Dette vil kunne indebære, at Fondsrådet lader Finanstilsynet tilslutte sig en fondsbørs' markedsovervågnings-system, eller ved at man tager skridt til at koordinere reglerne for markedsovervågning mellem fondsbørser.

Den umiddelbare markedsovervågning er en opgave, der udføres af børserne. Ved tegn på uregelmæssigheder f.eks. i relation til mistanke om insiderhandel og overtrædelse af de børssetiske regler skal Finanstilsynet informeres umiddelbart. Det er herefter Finanstilsynet, der træffer afgørelse om eventuelle sanktioner og for insidersager forestår efterforskningen af hændelsesforløbet. Mere overordnet skal Finanstilsynet påse, at børserne har de nødvendige systemer, der kræves for at sikre en effektiv markedsovervågning, og at værdipapirhandlerne overholder de fastsatte regler. Hvis reglerne ikke efterleves, kan Finanstilsynet i givet fald sanktionere værdipapirhandlerne.

Principielle spørgsmål om markedsovervågningen henhører under Fondsrådets kompetence. Dette gælder bl.a. omfanget af indberetningspligten dels vedrørende kredsen af indberetningspligtige, dels vedrørende en eventuel udvidelse af pligten til at omfatte visse unoterede værdipapirer. En udvidelse til at gælde unoterede værdipapirer skønnes dog ikke under normale omstændigheder at være hensigtsmæssig, da man herved modvirker bevæggrundene til at foretage børsnotering af værdipapirer. På den anden side vil en sådan udvidet indberetningspligt kunne iværksættes i en situation, hvor der skabes afledte kontrakter på basis af børsnoterede værdipapirer. Vedrørende krav til unoterede værdipapirer, der omsættes på en autoriseret markedsplads henvises til kapitel 16.

Formålet med at give Fondsrådet en kompetence til at udvide indberetningspligten er at skabe en vis fleksibilitet i den fremtidige regulering. Samtidig vil en del af værdipapirhandelslovens øvrige bestemmelser supplere reglerne i tilknytning til markedsovervågningen. Dette gælder først og fremmest bestemmelserne om insiderhandel og god værdipapirhandelsskik.

11.2.2.3. Gennemsigthedsregler

Det er i værdipapirhandelsloven forudsat, at det er fondsbørserne, der har ansvaret for at tilvejebringe den fornødne gennemsigthed og derfor også skal udforme de specifikke regler for gennemsigthed under hensyntagen til investorernes behov og de enkelte markedssegmenters karakteristika.

Børsudvalgets flertal finder, at Fondsrådet skal være den kompetente myndighed vedrørende regler for gennemsigthed. Dette indebærer, at fondsbørser skal anmelde regler om gennemsigthed til Fondsrådet. I den udstrækning reglerne ikke er tilstrækkelige til at skabe den fornødne gennemsigthed kan Fondsrådet pålægge en børs at tilpasse sit regelsæt, eller Fondsrådet vil kunne udstede supplerende regler på området, der får karakter af standard for fondsbørserne. Det er hensigten, at Fondsrådet kun udnytter sin regeludstedende kompetence, når særlige grunde taler herfor. Det vil være en forudsætning for Fondsrådets indgriben, at gennemsigtheden i værdipapirhandlen er utilfredsstillende, ligesom der tages hensyn til det danske værdipapirmarkeds effektivitet og konkurrencedygtighed. Denne struktur er i overensstemmelse med de overordnede synspunkter bag den fremtidige reguleringsstruktur i kapitel 12, hvor der lægges vægt på deregulering.

Et flertal af Børsudvalget finder, at en opdeling mellem fondsbørsernes ansvar for at udforme de konkrete regler for gennemsigthed på en tilfredsstillende måde og Fondsrådets tilsyn med disse regler suppleret med en adgang til om fornødent at fastsætte særskilte gennemsigthedsregler, afvejer hensynene til både sikringen af et gennemsigtigt marked og inddragelse af konkrete markedsforhold, ligesom man undgår at "fastfryse" regelsættet.

Der henvises ligeledes til mindretalsudtalelserne i afsnit 10.8.1. og 10.8.2.

Kredsen af indberetningspligtige på gennemsigthedsområdet omfatter som udgangspunkt udelukkende de handelsberettigede. Det vil være naturligt for denne kreds så vidt muligt administrativt at kombinere indberetningen af oplysningerne vedrørende gennemsigthedsreglerne med markedsovervågningsfunktionen.

Kravene til gennemsigthed udformes med basis i de børser, for hvilken Danmark er hjemlandet. Herved bliver udenlandske selskaber, der er handelsberettiget på en dansk fondsbørs, underlagt samme krav som danske til at afgive de nødvendige oplysninger.

Der eksisterer et problem vedrørende handler i finansielle instrumenter, som er børsnoteret i Danmark, men som handles i et udenlandsk marked i kreditinstitutter og investeringsselskaber, det ikke er handelsberettigede på en dansk børs. Der er ingen tvivl om, at det kan være vanskeligt at få oplysninger fra sådanne selskaber. Man må i denne sammenhæng tage i betragtning, at denne værdipapirhandel i forvejen ikke indberettes og offentliggøres. Samtidig indberettes handlen mellem markedsdeltagerne uden for værdipapirhandlernes kreds heller ikke.

Det er valgt at lade gennemsigthedsreglerne være knyttet til de selskaber, der er handelsberettigede på en dansk fondsbørs. Tilsvarende må det erindres, at gennemsigthedsregler netop er et kendetegn ved fondsbørser i forhold til handel på uregulerede markeder, og gennemsigthedsregler for en fondsbørs derfor må forventes at være et af de positive kendetegn ved børshandlen og medlemskabet af en fondsbørs.

11.2.3. Andre forhold af betydning for et redeligt marked

Regler for gennemsigtighed og markedsovervågning i børshandlen skal som tidligere nævnt sikre markedsdeltagerne information om værdipapirhandlen samt en tryghed for, at markedsforholdene er redelige.

Andre regler supplerer denne form for beskyttelse af investorerne. Således indeholder reglerne om god værdipapirhandlerskik krav til redelig markedsadfærd. Disse regler gælder handel med alle typer værdipapirer, dvs. også værdipapirer, der ikke er børsnoterede.

På flere udenlandske børser eksisterer der særlige bestemmelser vedrørende "*best execution*", dvs. regler, der skal sikre, at kundeordrer udføres til de bedst opnåelige priser, jf. også kapitel 3. Disse regler vil typisk omfatte betingelser for udførelsen af kunders ordrer, f.eks. i relation til limiterede ordrer eller vedrørende sikring af den tidsmæssige udførelse af kundeordre i forhold til bl.a. den handelsberettigedes egne ordre.

For at sikre tryghed hos investorerne kan en dansk fondsbørs vælge at udstede regler gældende for de handelsberettigedes adfærd i sådanne tilfælde. Reglerne vil i denne forbindelse supplere gennemsigtighedsreglerne, markedsovervågningen samt de generelle regler for god værdipapirhandelsskik. Der kan nævnes muligheden for at fastsætte særlige bestemmelser vedrørende den tidsmæssige rangordning af ordrer, behandlingen af limiterede ordrer, særlige regler for små og ikke-professionelle investorer o.lign. For ordrer indgivet i kommission til en værdipapirhandler, gælder dog under alle omstændigheder de generelle regler vedrørende kommissionshandel.

Samtidig må Fondsrådet have adgang til at udarbejde supplerende regler gældende for børserne på dette område, hvis dette skønnes nødvendigt for at sikre en redelig og fair praksis i handlen med børsnoterede værdipapirer.

11.2.3.1. Overtagelsestilbud

Reglerne om overtagelsestilbud skal også ses som et led i en betryggelse af investorerne. Bestemmelserne herom var tidligere optaget i de børsetiske regler udstedt af Københavns Fondsbørs. Et flertal af Børsudvalget har imidlertid fundet det nødvendigt at fastlægge tilbudspligten og de generelle krav hertil i forslag til

værdipapirhandelsloven på baggrund af den tvivl, der tidligere og måske fortsat hersker med hensyn til tilbudspligtens retlige status. Detailreglerne om, hvornår der foreligger faktisk og retlig kontrol af en sådan art, at tilbudspligten indtræder, fastsættes af Fondsrådet. Dette regelsæt må forventes at skulle ændres ofte. At indsætte denne detailregulering i loven vil derfor ikke være i overensstemmelse med ønsket om, at værdipapirhandelsloven skal være en rammelov, der indeholder overordnede regler og principper.

For at fjerne enhver tvivl og i øvrigt i overensstemmelse med Københavns Fondsbørs' tidligere praksis præciseres det i udkast til værdipapirhandelsloven, at tilbudspligten indtræder, selv om majoriteten opnås ved overdragelse af aktier i en eventuelt unoteret aktieklasse.

Et mindretal (Lene Nielsen) kan tilslutte sig flertallets udtalelse om, at regler om overtagelsestilbud skal ses som en betryggelse af investorerne. Dette hensyn ses imidlertid ikke at begrunde en *ubetinget* pligt til at fremsætte købstilbud til minoritetsaktionærerne i forbindelse med overdragelse af en kontrollerende aktiepost i et børsnoteret selskab.

En ubetinget pligt til at fremsætte købstilbud modvirker interessen for børsnotering i Danmark.

For det første vil en hovedaktionær, som i forbindelse med noteringen bevarer en kontrollerende aktiepost, få vanskeligt ved at afhænde posten senere, når erhververen har pligt til at fremsætte købstilbud over for de øvrige aktionærer. Bestemmelsen vil pålægge erhververen en helt uoverskuelig økonomiske forpligtelse.

Hertil kommer, at overdragelsen af en kontrollerende aktiepost i adskillige tilfælde ingen realitetsændring betyder for minoritetsaktionærerne. Dette vil først og fremmest være tilfældet, hvor der overdrages en i forvejen eksisterende majoritetspost; i denne situation vil aktionærerne ikke være stillet anderledes end i tilfælde, hvor en ny bestyrelse skal træffe principbeslutning om selskabets fremtidige kurs.

For det andet gælder en tilsvarende pligt ikke på børser i en række af de nærmest omkring Danmark liggende lande.

Således findes på børserne i Stockholm, Amsterdam og Frankfurt ingen pligt til at fremsætte købstilbud. På børsen i Helsingfors indtræder pligten først, når erhververen har erhvervet mere end $\frac{2}{3}$ af stemmerettighederne. På børsen i Oslo indtræder pligten, når der erhverves mere end 45 pct. af stemmerettighederne, men købstilbuddet kan gøres betinget af, at erhververen får kontrol over mindst $\frac{2}{3}$ af stemmerettighederne.

Herudover skal det fremhæves, at arbejdet med Europa-Kommissionens forslag til 13. selskabsdirektiv om overtagelsestilbud er gået i stå. Ifølge bemærkningerne til lovudkastet om værdipapirhandel er det uvist om, og i givet fald hvornår, et nyt forslag til dette direktiv kan forventes fremsat.

Ovennævnte bør medføre, at regler om overtagelsestilbud ikke fastsættes; det vil i det mindste være naturligt, at en eventuel regulering afventer forslaget til 13. selskabsdirektiv.

Kan en regel om pligt til at fremsætte købstilbud imidlertid ikke undgås, foreslås § 7 i de børssetiske regler videreført i sin nuværende form. Mindretallet kan således ikke tilslutte sig den foreslåede udvidelse af pligten i forhold til § 7, således at pligten indtræder, selv om majoriteten opnås ved overdragelse af aktier i en eventuel unoteret aktieklasse, ligesom pligten omfatter såvel udstederens noterede som unoterede aktier, jf. også bemærkningerne til lovudkastet.

I det mindste bør en regel om pligt til at fremsætte købstilbud tage højde for, at der kan forekomme tilfælde, hvor købstilbud ikke bør kræves fremsat over for minoritetsaktionærerne.

Den foreslåede bestemmelse bør derfor opblødes således, at pligten ikke indtræder, såfremt aktionærernes stilling må betragtes som uændret.

Samtidig bør det i bemærkningerne til bestemmelsen præciseres, at der under alle omstændigheder kun kan forekomme pligt til at fremsætte købstilbud, hvis en kontrol opnås ved en *bevidst strategi*. En "tilfældig" etablering af en

aktiemajoritet skal således altid kunne afbødes ved et efterfølgende salg i stedet for fremsættelse af et købstilbud.

Stadig under forudsætning af, at en regel om pligt til at fremsætte købstilbud ikke kan undgås, finder mindretallet, at det må tillægges afgørende betydning, at kommentaren til § 7 i de børssetiske regler indarbejdes i bemærkningerne til værdipapirhandelsloven. Der tænkes her særligt på de dele af kommentaren, som omhandler de tilfælde, hvor pligten ikke indtræder og på kommentaren om, at der ved utilsigtet etablering af en kontrollerende aktiepost skal afhændes aktier (og således ikke fremsættes købstilbud), således at posten ikke længere er kontrollerende.

11.2.4. Kursinformationer fra fondsbørser

Kursinformationer fra fondsbørser anvendes i sammenhæng med retlige og skattemæssige forhold og som referencekurs ved afregning af værdipapirhandler. Kursinformationerne skal give et retvisende billede af markedsforholdene. Hvad dette indebærer, fremgår af den relevante lovgivning.

Kursinformationer kan f.eks. være gennemsnitskurser, den højeste og laveste kurs, eller andre kursbegreber, der beskriver handlen med det pågældende børsnoterede værdipapir. Hertil kommer, at kurserne også normalt opdeles i kurser mellem de handelsberettigede indbyrdes og mellem de handelsberettigede og kunder, dvs. oplysninger om henholdsvis kernemarkedet og detailmarkedet.

I forbindelse med afskaffelsen af børsmonopolet vil der være mulighed for, at et værdipapir er børsnoteret på mere end én dansk børs. Det må forventes i den udstrækning, at der fremover vil eksistere flere danske børser, at der vil ske en form for specialisering, således at det samme værdipapir normalt ikke er børsnoteret flere steder her i landet.

Børsudvalget er af den opfattelse, at det ikke vil skabe problemer med samtidig børsnotering flere steder. Det må forventes, at en sådan situation især vil kunne opstå for de mere likvide værdipapirer. I dette tilfælde må det skønnes, at arbitragen mellem børsmarkederne vil sikre et ensartet kursniveau. Den nærmere tilrettelæggelse af indberetningspligten må tage hensyn til muligheden for, at et værdipapir kan være børsnoteret på mere end én dansk fondsbørs.

11.3. Interessekonflikter mellem oplysningsforpligtigelser og hensynet til rekonstruktionsforhandlinger

11.3.1. Tillægskommissorium af 28. september 1993

I skrivelse af 28. 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.

11.3.2. Gældende regler

Af fondsbørslovens § 19, der er den overordnede regel om offentliggørelse af oplysninger, og § 2 i "Oplysningsforpligtelser for udstedere af børsnoterede værdipapirer" fremgår det, at en udsteder straks skal offentliggøre oplysninger om væsentlige forhold, der vedrører virksomheden, og som kan antages at få betydning for kursdannelsen på værdipapirer.

Ifølge fondsbørsloven fastsætter erhvervsministeren regler om betingelser for værdipapirers optagelse på fondsbørsen.

Af Finanstilsynets bekendtgørelse nr. 418 af 31. maj 1991 om betingelserne for optagelse til officiel notering af værdipapirer på Københavns Fondsbørs, skema C, punkt 5, litra a, fremgår det, at de kompetente myndigheder kan fritage selskabet for forpligtelsen til straks at oplyse offentligheden om nye væsentlige forhold, som i almindelighed vil kunne fremkalde en betydelig ændring i kursen på dets aktier, såfremt udsprelsen af visse oplysninger vil kunne skade selskabets retmæssige interesser.

Ifølge § 41 i "Oplysningsforpligtelser for udstedere af børsnoterede værdipapirer" kan Københavns Fondsbørs dispensere fra oplysningsforpligtelserne.

Udgangspunktet for bestemmelserne om oplysningsforpligtelser er, at oplysninger af væsentlig betydning for vurdering af et børsnoteret selskab straks skal offentliggøres.

Dispensation kan meddeles i tilfælde, hvor en offentliggørelse af oplysninger vil kunne skade selskabets retmæssige interesser.

11.3.3. Himmerlandsbank-sagen

Himmerlandsbankens ansøgning om dispensation er den eneste sag af sin art under den gældende lovgivning, d.v.s. at der heller ikke har været ansøgninger, der er blevet afslået.

På grundlag af alle foreliggende omstændigheder i den konkrete sag, herunder også at det var almindeligt kendt, at Himmerlandsbankens økonomiske forhold ikke var de bedste, hvilket bl.a. afspejledes i en aktiekurs på 45, besluttede fondsbørsen en tidsbegrænset dispensation - 14 dage - under forudsætning af:

at selskabets bestyrelse er særlig agtpågivende i sine forhandlinger med tredjepart, således at tavshedspligten indskræmpes, med det formål at mindske risikoen for mulig insider-handel

at selskabet, indtil offentliggørelse har fundet sted, ikke foretager anden handel i sine egne aktier end den handel, der skyldes kunders ønsker om køb og salg

at selskabet efter offentliggørelsen oplyser fondsbørsen om navnene på alle personer og selskaber, der under sagsforløbet har fået adgang til informationer, der helt eller delvis har belyst selskabets situation.

Om den konkrete sag oplyste den daværende industriminister i en besvarelse til Folketingets Erhvervsudvalg af 10. november 1994:

"Spørgsmål 22:

"Hvad er baggrunden for, at der ikke er sket en suspension af handlen med Himmerlandsbankens aktier og obligationer i dagene op til den 23. august 1993?"

Svar:

Himmerlandsbanken fremsendte den 8. august 1993 en redegørelse til Københavns Fondsbørs om bankens aktuelle situation.

Samtidig anmodede banken om dispensation fra at skulle offentliggøre redegørelsen.

Københavns Fondsbørs gav i henhold til "Oplysningsforpligtelser for udstedere af børsnoterede værdipapirer" § 41, stk. 1, ved skrivelse af 9. august 1993 Himmerlandsbanken den ansøgte dispensation.

I Himmerlandsbankens redegørelse af 31. august 1993 til offentligheden anføres vedrørende dispensationsansøgningen til Københavns Fondsbørs, at:

"baggrunden for denne dispensationsansøgning var, at en suspension af noteringen af bankens aktier og obligationer ville medføre en betydelig skade for banken, idet en suspension givet omgående ville påvirke bankens likviditetsforhold."

Københavns Fondsbørs' dispensation af 9. august 1993 indebar, at bankens ledelse fik tid til at fortsætte de igangværende fusionsforhandlinger, som havde til formål at opnå en så optimal løsning som muligt for såvel aktionærer og obligationsejere som bankens indskydere.

Forhandlingerne afsluttedes som bekendt med en aftale den 23. august 1993 mellem Sparekassen Nordjylland og Himmerlandsbanken.

Spørgsmål 23:

"Finder ministeren, at det er i overensstemmelse med god bankskik, at investorer helt frem til mandag den 23. august 1993, har kunnet handle med Himmerlandsbankens aktier og obligationer uden at have haft mulighed for at blive bekendt med bankens økonomiske situation?"

Svar:

Der henvises indledningsvis til svaret på spørgsmål 22 om baggrunden for, at noteringen af Himmerlandsbankens aktier og obligationer ikke blev suspenderet den 9. august 1993.

Bestyrelsen for Himmerlandsbanken skønnede på daværende tidspunkt, at en suspension af noteringen af bankens aktier og obligationer ville blive konsekvensen af en offentliggørelse af redegørelsen om bankens aktuelle situation. Dette ville selvsagt påvirke bankens likviditetsforhold.

Man kunne derfor ved en suspension frygte, at der ville blive "run" på banken, med mindre der samtidig blev givet et likviditetstilsagn til banken.

I den konkrete situation skulle det derfor afvejes, hvorvidt en suspension af noteringen, uden at der samtidig blev givet et likviditetstilsagn, ville være mulig, over for om man kunne fortsætte de igangværende forhandlinger om løsning af bankens problemer uden at anmode retten om en betalingsstandsning for banken.

En sandsynlig følge af en suspension af noteringen af bankens aktier og obligationer ville have været en betalingsstandsning, hvorved der også ville være betydelig risiko for, at indskyderne i banken ville lide tab.

Sagen om Himmerlandsbanken har vist, at der er 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 har derfor bedt det nyligt nedsatte Børsudvalg, der bl.a. har til opgave at stille forslag til en ny børsreform, om at overveje dette problem og i givet fald stille forslag til løsning af konflikten."

Så vidt det er Københavns Fondsbørs bekendt, er der i de andre EU-lande kun meget få tilfælde, hvor dispensationer har været givet, men ingen hvor pengeinstitutter har været omfattet. Der er derfor ingen praksis blandt de europæiske børser.

Behovet for dispensation fra oplysningsforpligtelsen kan hænge sammen med den konkurs- og rekonstruktionslovgivning, der er gældende i de enkelte retssystemer. Såfremt der er et let tilgængeligt middel til at opnå beskyttelse mod kreditorerne som f.eks. Ch.1 i USA's Federal Bankruptcy Act, vil det alt andet lige reducere behovet for dispensation.

11.3.4. Særlige problemer for pengeinstitutter

Ved vurdering af, hvorvidt offentliggørelse af oplysninger vil kunne påføre et selskab væsentlig skade, og om der som følge deraf bør meddeles selskabet dispensation fra oplysningsforpligtelserne, har udvalget drøftet, om der gør sig særlige forhold gældende for pengeinstitutter.

Pengeinstitutter må ud over eventuelle reaktioner fra nuværende og potentielle aktionærer og obligationsejere tillige imødesee reaktioner fra indskydere og korrespondenter.

En offentliggørelse af oplysninger om pengeinstituttets tilstand, f.eks. om øgede hensættelser, må antages at 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.

Pengeinstitutternes nuværende obligations- og aktieejere kan således i forbindelse med en rekonstruktion have en interesse i, at pengeinstituttet undlader at opfylde sine oplysningsforpligtelser for derved at undgå likviditetsproblemer, hvis en rekonstruktion efterfølgende viser sig at lykkes. Indskydere, der har beløb, der ikke dækkes af Indskydgarantifonden, stående i pengeinstituttet, og som i givet fald ikke når at hæve hele beløbet, har også en interesse i, at rekonstruktionen lykkes, det vil sige, at der gives dispensation fra oplysningsforpligtelsen. Kommende indskydere og kommende aktionærer, der står foran at skulle foretage indskud eller købe aktier har derimod en interesse i, at oplysningsforpligtelsen bliver opfyldt fuldt ud, således at disse foretager indskud eller erhverver værdipapirer med den kalkulerede risiko for, at virksomheden kan blive insolvent.

Udvalget mener, at problemer, et pengeinstitut i denne situation står over for, kun i begrænset omfang vil opstå for andre udbydere af tjenesteydelser. Således vil danske realkreditinstitutter på grund af balanceprincippet og virksomhedens langsigtede natur næppe kunne komme i samme akutte situation. Situationen for et pengeinstitut adskiller sig dog ikke fundamentalt fra andre børsnoterede aktieselskaber, der er i overhængende fare for at gå konkurs. I sådanne situationer vil aktionærer og kreditorer (indskydere) ligeledes typisk ændre adfærd og søge at afhandle aktier eller ophøre med engagementer på det pågældende selskab, for at sikre sig bedst muligt. Det særegne for et pengeinstitut vil være, at dette problem vil blive forstærket, fordi mange indskud er på anfordring, der hurtigt vil kunne flyttes.

11.3.5. Udvalgets principielle overvejelser om interesseafvejningen

Dispensation(sadgangen) er i en principiel konflikt med markedets - især potentielle køberes og indskyderes - interesse i hurtigt at blive gjort bekendt med væsentlige oplysninger, som kan have betydning for kursdannelsen.

Endvidere er der en interessekonflikt i forhold til de aktionærer og obligationsejere, der ville foretrække at få mulighed for at varetage deres interesser ved at sælge straks til en lavere kurs for at minimere tabet i det tilfælde, at rekonstruktionen ikke lykkes.

Løsningen af denne konflikt kræver en afvejning af de interesser, der ligger bag hensynet til videreførelsen af en virksomheds drift, herunder interessen for det omgivende samfund, over for børslov-

givningens hovedformål om at sikre et gennemsigtigt og åbent marked, ved hurtigt at offentliggøre oplysninger af betydning for vurderingen af de enkelte selskaber.

Det må her som en selvfølge fastslås, at der ikke som udgangspunkt bør ses med særlig mildhed på, at oplysninger ikke gives netop i den situation, hvor oplysningspligten i særlig grad er egnet til at vejlede prisdannelsen. Lovgivningen giver investorer og andre begrundet tro på, at der også/netop i denne situation sker en meningsfuld prisinformation.

På denne baggrund finder udvalget, at dispensationsadgangen i rekonstruktionstilfælde bør benyttes med stor varsomhed. Udvalget ønsker ikke at foreslå faste kriterier herfor, da det bør afgøres fra tilfælde til tilfælde.

Endvidere bør lovens beskyttelse ligeligt gælde alle selskaber. Udvalget finder det derfor betænkeligt at udtale, at der bør gælde en generelt lempeligere praksis for pengeinstitutter. I visse konkrete situationer må det forudses at der er behov for en lempeligere praksis for pengeinstitutter som følge af deres særlige udsatte position, jf. 11.3.4.

På anbefaling af det Tværministerielle Kontaktudvalg vedrørende Det Finansielle Marked er der foreslået en ændring af bank- og sparekasseloven. Finanstilsynet vil herefter bl.a. have mulighed for dels at pålægge et pengeinstitut at ændre hensættelsesprincipper, dels at udpege en yderlig revisor. Tilsynet vil endvidere kunne foranstalte en undersøgelse af pengeinstitutts finansielle fremtidsudsigter, enten foretaget af Tilsynet selv eller af et revisionsfirma.

Det fremgår imidlertid af bemærkningerne til lovforslaget, at selve beslutningen om udarbejdelse af en undersøgelsesrapport eller om ændring i hensættelsesprincipperne ikke vil medføre, at der skal ske indberetning til Københavns Fondsbørs. Rapportens udvisende vil kunne resultere i, at der skal ske indberetning i overensstemmelse med de gældende regler om indberetning, ligesom anvendelse af de ændrede hensættelsesprincipper vil kunne medføre en væsentlig ændring af pengeinstitutts resultat, og derfor medføre, at der skal ske indberetning.

For så vidt angår udpegning af en yderligere revisor, er dette tiltag ikke direkte undtaget fra indberetningspligt.

Da imidlertid alle disse tiltag har til formål at undgå at et pengeinstituts problemer eskalerer og dermed udvikler sig til uoprettelige vanskeligheder, med de samfundsmæssige problemer det ofte vil medføre, bør der fortsat være en udvidet adgang til - efter konkrete overvejelser - at give dispensation for et pengeinstitut i sådanne situationer.

11.3.6. Særlige betingelser for dispensation

Suspension af handelen med virksomhedens aktier og obligationer som betingelse for, at en fondsbørs giver dispensation, ville i nogle men ikke alle tilfælde ødelægge formålet med dispensationen, idet suspensionen vil give medkontrahenter, indskydere og korrespondenter mistanke om, at der er noget galt.

Ved meddelelse af en dispensation bør det som det også skete i den konkrete situation indskærpes, at der påhviler den berørte virksomhed et særligt ansvar for at undgå insider-handel. Virksomheden bør således i forbindelse med eventuelle forhandlinger med tredjemand indskærpe tavshedspligten, samt undlade at foretage anden handel i egne værdipapirer end den handel, der f.eks. i pengeinstitutter sker på foranledning af kunder.

Af praktisk vigtighed kan også være et krav fra en fondsbørs om at få en liste med navne på de personer, som inddrages i rekonstruktionsforhandlingerne. Dette kan begrænse insiderproblemerne.

Endvidere bør enhver dispensation være tidsbegrænset og så kort som mulig, således at fondsbørsens ledelse løbende kan følge sagen og ændre beslutningen, såfremt den under 11.3.5. nævnte interesseafvejning nu måtte føre til et andet resultat.

Udvalget har overvejet, om det kunne føre til øget betryggelse i sådanne sager, at dispensation gives af en myndighed. Da imidlertid administrationen af oplysningsforpligtelser og udstederrelationerne ligger hos den enkelte fondsbørs er det udvalgets opfattelse, at også dispensationsadgangen fortsat bør ligge hos en fondsbørs. Udvalget har drøftet om det forhold, at en fondsbørs kunne blive pengeinstitutdomineret, burde føre til en ændring af kompetencen til at give dispensation. Udvalget har imidlertid konkluderet, at hensynet til at en bestyrelse i en pengeinstitutdomineret fondsbørs i en konkret situation kan blive inhabil, ikke bør bevirke en fravigelse af den generelle opfattelse af, at dispensationsadgangen bør ligge så tæt på markedet som muligt. Selv om administration af oplysningsfor-

pligteiser og udstederrelationer ligger hos den enkelte fondsbørs, ligger den regeludstedende kompetence hos Fondsrådet. Fondsrådet vil derfor kunne gribe ind, såfremt der måtte opstå generelle problemer og ændre i det udstedte regelsæt.

11.3.7. Krav om erstatning i visse tilfælde

En dispensation, der betyder, at prisdannelsen ikke foregår på et retvisende grundlag, kan indebære, at en del af tabene ved en mislykket rekonstruktion overvælttes på købere (og sælgere) af aktier og obligationer samt indskydere, der alle har været i god tro.

Normalt kan der ikke tilkomme sådanne investorer erstatning ud over, hvad de almindelige erstatningsregler tilsiger. Udvalget har drøftet, om der kunne være anledning til at gøre en undtagelse for ikke-professionelle investorer i de tilfælde, hvor hverken oplysninger eller priser kunne antyde de forhold, som gennem dispensation er blevet skjult.

Udvalget finder, at der ikke er behov for en ændring af lovgivningen. Et eventuelt erstatningsansvar må afgøres efter dansk rets almindelige bestemmelser om professionelles erstatningsansvar.

Hvis der på baggrund af de anlagte retssager i forbindelse med Himmerlandsbank-sagen måtte vise sig et behov for en ændring af de gældende erstatningsregler, må erstatningsproblematikken igen overvejes på baggrund af domstolsafgørelserne.

11.4. Kredsen af handelsberettigede og andre aktører på børser

11.4.1. Kredsen af handelsberettigede

Børsudvalget har overvejet den fremtidige kreds af handelsberettigede dels med sigte på at implementere ISD's regler om markedsadgang dels ud fra et generelt hensyn om at skabe et åbent og effektivt marked i børsnoterede værdipapirer i Danmark.

11.4.2. Gældende dansk lovgivning

Ud over Danmarks Nationalbank har børsmæglerselskaber, pengeinstitutter, realkreditinstitutter samt kreditinstitutter med særlig tilladelse i følge den gældende lov om Københavns Fondsbørs adgang til med Finanstilsynets godkendelse at deltage i handlen over Københavns Fondsbørs. Udenlandske kreditinstitutter, etableret ved filial i Danmark, kan ligeledes med Finanstilsynets tilladelse handle

på Københavns Fondsbørs, mens der for udenlandske børsmægler-selskaber kræves oprettelse af datterselskab med særskilt kapitalgrundlag.

Deltagelse i handlen med værdipapirer over Københavns Fondsbørs er betinget af, at selskabet er tilsluttet Nationalbankens afregnings-system og Værdipapircentralen som fondshandler.

Indtil september 1993 var kredsen af handelsberettigede begrænset til Danmarks Nationalbank og børsmægler-selskaber. Udvidelsen af kredsen af handelsberettigede til også at omfatte kreditinstitutter (dvs. pengeinstitutter og realkreditinstitutter) var bl.a. motiveret i ønsket om at få disse inddraget mere direkte i børshandlen og derigennem få etableret en større kreds af markedsdeltagere med mulighed for at påtage sig større forpligtelser i værdipapirhandelen til gavn for markedseffektiviteten. Desuden blev kravet om, at penge- og realkreditinstitutter skulle oprette et særligt børsmægler-selskab oplevet som en unødvendig begrænsning for at kunne handle på Københavns Fondsbørs, og med vedtagelsen af ISD blev det samtidig fundet hensigtsmæssigt på dette punkt at tage forskud på implementeringen af ISD. Det gav kreditinstitutterne en mulighed for at forberede sig på den ændrede markedssituation efter ikrafttrædelsen af ISD 1. januar 1996.

11.4.3. ISD's regler om adgang til børshandel

Investerings-selskaber, der ikke er kreditinstitutter, vil i henhold til ISD få adgang til enten ved filialetablering eller ved grænse-overskridende virksomhed at præstere investeringsservice på tværs af landegrænserne på basis af hjemlandets tilladelse og tilsyn med selskaberne ("det europæiske pas"). For kreditinstitutter gælder i følge 2. bankharmoniseringsdirektiv, der er det primære regelsæt for kreditinstitutters virksomhedsområde, tilsvarende regler. Betingelserne for at deltage i børshandlen er dog også for kreditinstitutters vedkommende reguleret af ISD.

Såvel investerings-selskaber som kreditinstitutter vil dermed også få adgang til eller blive medlemmer af regulerede markeder. I lande, hvor kreditinstitutter ikke allerede har direkte adgang til at deltage i handlen på børser, åbner ISD dog mulighed for fortsat at afskære kreditinstitutter fra børshandlen frem til udgangen af 1996. For Spanien, Grækenland og Portugal gælder denne undtagelsesbestemmelse frem til udgangen af 1999.

ISD's regler vedrørende adgangen til at udføre investeringsservice og deltage i børshandel over landegrænserne gælder alene virksomheder, der i henhold til direktivet kan tildeles det europæiske pas, dvs. i første række investeringsselskaber og kreditinstitutter. Forsikringsselskaber, pensionskasser og andre markedsdeltagere vil derfor ikke i henhold til EU-reguleringen få adgang til at deltage i børshandlen på tværs af landegrænser. Selv om disse virksomhedstyper er afskåret fra at yde investeringsservice på basis af det europæiske pas, udelukker det ikke, at de får visse rettigheder i den enkelte medlemsstat. ISD tillader nemlig, at der nationalt - men kun med virkning for denne stats territorium - kan fastsættes en fra ISD afvigende kreds af handelsberettigede.

ISD ændrer ikke på det forhold, at filialer af investeringsselskaber og kreditinstitutter med hjemsted uden for EU/EØS skal have værtslandets tilladelse til at udføre investeringsservice på sit område. Filialer fra tredjelande vil dermed ikke kunne tildeles det europæiske pas. Datterselskaber oprettet af investeringsselskaber og kreditinstitutter fra tredjelande vil derimod være omfattet af samme regelsæt, som gælder for EU/EØS-selskaber. Tilladelse til at drive investeringsservicevirksomhed i et EU/EØS-land vil give selskabet det europæiske pas. Ud fra hensynet om at sikre, at EU-selskaber får en tilsvarende adgang til tredjelandes værdipapirmarkeder, skal de enkelte EU/EØS-landes betingelser for at meddele tilladelse til datterselskaber fra tredjelande så vidt muligt koordineres, og under visse betingelser åbner EU-reguleringen mulighed for at træffe modforanstaltninger (reciprocitet).

11.4.4. Børsudvalgets overvejelser om den fremtidige kreds af handelsberettigede

Børsudvalget har i overvejelserne om kredsen af handelsberettigede fundet det naturligt at tage udgangspunkt i den kreds af virksomheder, der i følge ISD kan udføre investeringsservice over landegrænserne på basis af det europæiske pas, og som derfor er omfattet af kapitaldækningsreglerne i CAD. Da ét vigtigt formål med ISD og CAD er at sikre "a level playing field", kunne meget tale for at skabe overensstemmelse mellem de aktører, der kan operere på det nationale og det internationale marked. Dette understøttes desuden af værdipapirhandelns internationale karakter, og som i praksis umuliggør en klar adskillelse mellem de enkelte markeder. Det har desuden været et vigtigt hensyn i Børsudvalget at sikre et dansk værdipapirmarked, der generelt er åbent over for udenlandske selskaber ud fra hensyn om konkurrencedygtighed og effektivitet.

Der har under henvisning til, at dette spørgsmål i forbindelse med sidste lovændring i 1993 blev forudsat taget op senere, været fremført forslag om, at kredsen af handelsberettigede for så vidt angår egenbeholdningen udvides til at omfatte forsikringsselskaber, -pensionskasser, ATP og LD. Der er herunder rejst det spørgsmål, om udelukkelse af de institutionelle investorer er en nødvendig begrænsning, og om man ad denne vej afskærer dem fra nogle potentielle påvirknings- og udviklingsmuligheder. Dette behandles nærmere under 11.4.4.3.

11.4.4.1. Markedsdeltagere fra EU/EØS

Da der i 1993 blev åbnet mulighed for, at kreditinstitutter kunne blive en del af kredsen af handelsberettigede på Københavns Fondsbørs, er dele af ISD's regelsæt om børsadgang allerede i dag gældende i Danmark. Implementeringen af ISD betyder derfor, at der udover den nuværende kreds af handelsberettigede skal åbnes adgang til, at kreditinstitutter og investeringsselskaber fra EU/EØS-lande kan deltage grænseoverskridende i børshandlen i Danmark, i det omfang børshandlen foregår over elektroniske handelssystemer, som tilfældet er i dag på Københavns Fondsbørs.

Efter ISD's ikrafttræden vil det således ikke længere kunne kræves, at investeringsselskaber og kreditinstitutter med hjemland inden for EU/EØS etablerer sig i Danmark, når de pågældende virksomheder har hjemlandets tilladelse til i henhold til ISD at udføre investerings-service. Det vil ligeledes ikke være muligt fremover at kræve, at investeringsselskaber fra EU/EØS-lande ved etablering her i landet skal oprette et datterselskab med særskilt kapitalgrundlag. Udenlandske investeringsselskaber vil hermed på linie med udenlandske kreditinstitutter kunne udføre investeringsservice i Danmark ved etablering af en filial eller direkte grænseoverskridende.

11.4.4.2. Markedsdeltagere fra tredjelande

Det er Børsudvalgets opfattelse, at kreditinstitutter og investerings-selskaber fra tredjelande skal have adgang til at kunne deltage i børshandlen. Denne holdning er en naturlig konsekvens af udvalgets holdning om, at flere deltagere giver bedre konkurrence, og at dette øger Københavns betydning som regionalt finansielt center.

I modsætning til selskaber med hjemland inden for EU/EØS må investeringsselskaber og kreditinstitutter fra tredjelande dog have Finanstilsynets tilladelse til at udføre investeringsservice i Danmark.

Det betyder principielt set også, at der ikke nødvendigvis skal gælde et krav om, at investeringsselskaber og kreditinstitutter fra tredjelande skal være etableret ved filial i Danmark, som betingelse for deltagelse i børshandlen. Det afgørende må være, at Finanstilsynet har mulighed for eventuelt via samarbejde med hjemlandets tilsynsmyndigheder at få den indsigt i selskabet økonomiske forhold og transaktioner, der er nødvendig for at kunne agere rettidigt. Herunder vil det være naturligt, at danske markedsdeltagere har adgang til hjemlandets marked på samme vilkår.

11.4.4.3. Andre aktører på de regulerede markeder

Under dette punkt drøftes kun børsnoterede produkter.

I forbindelse med ændringen af fondsbørsloven i 1993, hvor pengeinstitutter, realkreditinstitutter og kreditinstitutter med særlig tilladelse blev inddraget i kredsen af handelsberettigede på Københavns Fondsbørs under forudsætning af Finanstilsynets tilladelse, blev der fra flere sider, bl.a. forsikringsselskaber, udtrykt ønske om at kredsen af handelsberettigede for så vidt angår egenbeholdningen udvides.

Flertallet i udvalget har som udgangspunkt ment, med hensyn til kredsen af handelsberettigede på børsen, at de handelsberettigede så vidt muligt skal svare til den kreds, der kan operere på såvel det nationale som internationale marked, dvs. den kreds, der er omfattet af ISD og CAD.

Flertallet i udvalget har ligeledes anset det af stor betydning, at deltagelse på børsen sker som led i udførelsen af det normale virksomhedsområde. Investeringsservice bør ikke kun ydes til virksomheden selv, men også til tredjemand.

Tilsvarende må det være et naturligt krav, at de pågældende virksomheder er omfattet af Finanstilsynets tilsynsfunktioner for at sikre tiltroen til de handelsberettigede på børsen og til selve markedspladsens funktion.

Ud fra en samlet vurdering - set ud fra flertallets opfattelse - er der en del, der taler for, at den nuværende kreds af handelsberettigede på børsen bevares med sin eksisterende afgrænsning. For virksomhedstyper, der ikke i dag har adgang til at oprette særskilte kreditinstitutter eller børsmæglerselskaber, må det overvejes, om inve-

steringsservice for tredjemand falder uden for det normale virksomhedsområde.

Investeringsservicedirektivet finder ikke anvendelse på tværgående pensionskasser, som er omfattet af 1. skadesforsikringsdirektiv og 1. livsforsikringsdirektiv og på forsikringsselskaber, som defineret i 1. skadesforsikringsdirektiv og 1. livsforsikringsdirektiv, og selskaber, som foretager genforsikring og retrocession.

Af betragtningerne til ISD fremgår, at forsikringsselskaber, hvis virksomhed er underlagt et passende tilsyn fra de kompetente tilsynsførende myndigheder, og som er samordnet på fællesskabsplan, samt selskaber, der foretager genforsikring og retrocession, bør være undtaget fra direktivet.

Dette medfører, at forsikringsselskaber ikke kan opnå det europæiske pas og dermed heller ikke få adgang til regulerede markeder i andre EU-lande.

ISD, der er et minimumsdirektiv, regulerer ikke de regulerede markeders og børsernes virksomhed og heller ikke adgangen til markedet, men bestemmer alene, at investeringsselskaber og kreditinstitutter, der i deres hjemland har fået tilladelse til at yde investeringsservice, skal have adgang til en børs i værtslandet. Der er således ikke forbud i ISD mod, at forsikringsselskaber får direkte adgang til en børs eller et reguleret marked.

Imidlertid fremgår det af artikel 8, stk. 1, b), i henholdsvis 1. skadesforsikrings- og 1. livsforsikringsdirektiv, at hver medlemsstat kræver, at de virksomheder, der oprettes på dens område, og som ansøger om godkendelse, begrænser deres formål til forsikringsvirksomhed og dermed direkte forbundne forretninger med udelukkelse af enhver anden erhvervsmæssig virksomhed.

Ifølge § 6a, stk. 1, nr. 3, i lov om forsikringsvirksomhed kan forsikringsselskaber ud over forsikringsvirksomhed drive andre forretninger, der må anses for accessoriske til selskabets forsikringsvirksomhed. Bemærkningerne til bestemmelsen giver en række ikke udtømmende eksempler på accessoriske forretninger. Værdipapirhandel for tredjemand er ikke nævnt. Derimod kan forsikringsselskaber i medfør af stk. 3 gennem datterselskaber drive virksomhed, som ikke er angivet i selskabets koncession, når datterselskabet alene driver virksomhed, der er underlagt Finanstilsynets tilsyn.

Det er flertallet i udvalgets opfattelse, at fælles for de virksomheder, der i dag er tilsluttet Københavns Fondsbørs, og som med børns-reformen tænkes at skulle have adgang til børserne i fremtiden, er, at de yder investeringsservice over for tredjemand.

Skal forsikringsselskaber have direkte adgang til børserne, skal der i lov om forsikringsvirksomhed indsættes hjemmel til, at forsikrings-selskaber må udføre investeringsservice for tredjemand. Dette synes ikke at være i overensstemmelse med artikel 8, stk. 1, b), i de ovenfor nævnte forsikringsdirektiver.

I modsat fald må der i værdipapirhandelsloven indsættes hjemmel til, at forsikringsselskaber kan få direkte adgang til børserne uden at yde investeringsservice over for tredjemand, det vil sige alene med henblik på at pleje (koncern-)egenbeholdningen og yde investerings-service over for koncernselskaber. Dermed vil man bryde med princippet om, at de virksomheder, der kan tilsluttes børsen, skal yde investeringsservice til tredjemand.

Forsikringsselskaber har i dag mulighed for at oprette et børsmæg-lerselskab eller et kreditinstitut og på den måde sikre sig adgang til børsen direkte, idet de så vil blive omfattet af den relevante lovgivning, herunder bl.a. tilsynsreglerne. Det er flertallets op-fattelse, at dette reelt tilgodeser branchens behov for at kunne komme på børsen, ligesom det tilsynsmæssigt er at foretrække, at virksomheder ikke skal afdækkes efter de forsikringsmæssige solvensregler, men afdækkes i et særligt selskab.

Med arbejdsministerens lovforslag - L 98 om lov om ændring af lov om Arbejdsmarkedets Tillægspension og lov om Lønmodtagernes Dyrtdidsfond - er der givet mulighed for at såvel ATP som LD kan oprette børsmæglerselskab. Lovforslaget blev fremsat den 8. decem-ber 1994, og blev vedtaget ultimo marts 1995 med ikrafttrædelse 1. maj 1995.

11.4.4.4. Børsudvalgets indstilling

Et flertal af udvalget går ind for, at adgang til børsen kun skal gives til dem, der yder investeringsservice for andre.

Med henvisning til, at de institutionelle investorer er en meget væsentlig kilde til værdipapirmarkedets likviditet, har et mindretal (Jens Bache og Bent Mebus) påpeget, at regelsættet af hensyn til fremtidssikringen ikke bør udelukke de institutionelle investorer fra

for egen regning at deltage i markedet. Det er sandsynligt, at udviklingen på udenlandske markeder og handelssystemer vil gå i retning heraf i de kommende år.

Der henvises i øvrigt til mindretalsudtalelsen i afsnit 10.8.2.

Kapitel 12

Tilsyn og markedsovervågning

12.1. Indledende betragtninger

Det offentlige tilsyn på børsområdet tager udgangspunkt i en opdeling af kompetencerne mellem Finanstilsynet og Københavns Fondsbørs. Finanstilsynet varetager tilsynet med Københavns Fondsbørs og de handelsberettigede, herunder et virksomheds- og solvenstilsyn. Finanstilsynet er desuden ankeinstans for afgørelser truffet af Københavns Fondsbørs. Københavns Fondsbørs varetager som en del af den lovbestemte eneret til at drive børsvirksomhed i Danmark en række opgaver af offentligretlig karakter. En fremtidig lovgivning, der tager udgangspunkt i en liberalisering af området, herunder muligheden for indbyrdes konkurrerende fondsbørser, må imidlertid baseres på, at der er et offentligt tilsyn med markedets funktion og markedsføring og dets tekniske indretning.

Vigtigheden af en effektiv og afbalanceret udformning af tilsynsreglerne ligger tillige i, at reglerne bør sikre et for såvel udenlandske som danske interessenter attraktivt marked, en effektiv konkurrence og et stade, der tilsynsmæssigt ikke bringer Danmark ud af niveau - hverken opad eller nedad - med de lande, hvis børser der konkurreres med.

Børsudvalget er af den opfattelse, at de nuværende tilsynsfunktioner kan opretholdes, hvorimod kompetencefordelingen på tilsynssiden må ændres. En konsekvens af at fratage Københavns Fondsbørs den formelle eneret (jf. kap. 11.1.) er nemlig, at der bliver mulighed for flere regulerede markeder. Loven må tage højde for denne mulighed.

Det betyder, at Københavns Fondsbørs (og andre fondsbørser) ikke fremover kan varetage opgaver, der udføres med retsvirkning for hele markedet, dvs. for alle regulerede markeder. En del af den kompetence, der i dag ligger i Københavns Fondsbørs' regie, skal

"løftes ud" heraf og overføres til et organ, der kan handle med retsvirkning for hele markedet.

Den overordnede målsætning med børsreformen er at gøre det danske marked konkurrencedygtigt. Et middel til at nå denne målsætning er, at der gives friere rammer for markedets institutioner, hvorved disse får muligheder for hurtigere at tilpasse sig markedsudviklingen. Fondsbørserne skal have spillerum og frihed i bestræbelserne på at effektivisere handlen og tiltrække omsætning. Det offentlige tilsyn med markedet skal således ikke detailregulere fondsbørsernes aktiviteter, men fokusere på generelle og principielle spørgsmål. Detaljerede regler for markedets funktion skal fastsættes så tæt på markedet som muligt; kun herved opnås det nødvendige samspil mellem fondsbørserne og markedsdeltagerne om den løbende tilpasning af detailregier i overensstemmelse med markedsudviklingen.

Tilrettelæggelsen af tilsynets kompetence er et vigtigt led i den samlede model for et fremtidssikret fondsbørsmarked. Der har været udtrykt ønske om, at kompetencerne bør udøves så nært på markedet som muligt. Herved sikres bedst muligt, at både udstederes, investoreres og værdipapirhandleres interesser varetages på en betryggende måde.

Resultatet af udvalgets drøftelse er, at de opgaver, som fondsbørserne skal varetage i fremtiden, principielt vil være de samme i alle nedenfor omtalte modeller. Udgangspunktet for fremstillingen er derfor udvalgets drøftelser af fondsbørsernes opgaver i 12.2. Udvalget anfører under 12.3. de fire drøftede modeller for opbygningen af tilsynet og markedsovervågningen under den fremtidige markedsstruktur. Under 12.4. anføres udvalgets løsningsforslag, som uddybes under 12.5.

For så vidt angår tilsynet med clearingcentraler, værdipapircentraler m.v. henvises til de relevante kapitler. Fordelingen af kompetencer er dog i forhold til disse medtaget under 12.5.1.

12.2. Fondsbørsernes opgaver

Uanset den valgte model for tilrettelæggelsen af tilsynet vil fondsbørsernes opgaver som nævnt principielt være uændrede.

For alle de nedenfor beskrevne modeller for den fremtidige opbygning af tilsynet med markedet gælder, at når de overordnede

principper og retningslinier er fastlagt, er det hovedreglen, at fondsbørserne selv udfylder rammerne. Initiativforpligtelsen til selv at fastsætte regler for markedet skal således i højere grad end i dag lægges ud til markedets institutioner. Det betyder bl.a., at fondsbørser har pligt til at fastsætte regler om gennemsigtighed, børsetik m.v. og anmelde disse til tilsynsmyndighederne.

Hovedansvaret for den fortsatte udvikling af markedet, og for at markedet kan betjene dets kunder, ligger således - som hidtil - hos markedets institutioner, dvs. hos børser, clearingcentraler, værdipapircentraler m.v. Institutionerne har endvidere ansvar for udviklingen af regler, normer og systemer. Det er ikke tanken, at tilsynsmyndighederne skal detailregulere institutionerne. En sådan detailregulering måtte således formodes at reducere det manøvrerum, der formentlig er afgørende for institutionernes overlevelse og succes.

Som anført i kapitel 11 om fondsbørser og børs lignende systemer, indebærer begrebet "fondsbørs", at der udføres andre og flere opgaver end dem, der har direkte relation til aktiviteten på markedspladsen.

Et vigtigt problem i afgrænsning af fondsbørsens opgaver er spørgsmålet om varetagelse af udstederrelationer. Ved udstederrelationer forstås alle aspekter, der vedrører en udsteders forhold til en børs. Det drejer sig om optagelse af værdipapirer til notering, sletning af værdipapirer fra notering, godkendelse af prospekter både ved førstegangs optagelse og ved senere kapitaludvidelser samt sikring af, at de relevante og krævede oplysninger fra udstederne gives til markedet. Hertil kommer en løbende rådgivnings- og vejledningsvirksomhed over for udstederne i forbindelse med det omfattende regelsæt, som børsnoterede virksomheder er underkastet.

Udstederrelationer må i en kommercielt drevet børs ses som "kundepleje" og dermed indgå som en naturlig del af det at drive børsvirksomhed.

I de lande, Danmark normalt sammenlignes med, administreres udstederrelationer i børsregi.

Ud over udstederrelationer finder Børsudvalget, at *omkostninger og omkostningsstruktur* er centrale spørgsmål. Som i andre erhverv er det ønskeligt, at loven i videst muligt omfang overlader til virksomheden (fondsbørsen) selv at fastlægge en omkostningsstruktur og en

prispolitik. Hvis prispolitikken stiller sig hindrende for reel konkurrence eller gennemsigtighed, skal der dog kunne gribes ind over for virksomheden. Tilsynet med fondsbørserne skal således kunne gribe ind i forhold hertil. Det forudsætter en grænsedragning og samarbejdsordning mellem tilsynet med børsmarkedet og Konkurrencerådets kompetence efter konkurrenceloven.

Der er enighed om, at fondsbørsen af konkurrencemæssige årsager ikke må påføres unødige omkostninger. En fondsbørs' konkurrenceevne afhænger bl.a. af prisfastsættelsen af de ydelser, som fondsbørsen kan tilbyde udstederne og de handelsberettigede og dermed fondsbørsens omkostninger. Dette konkurrencemoment skal ligeledes ses i relation til udenlandske fondsbørser og handelssystemer.

Uanset om Københavns Fondsbørs forsat vil være den eneste fondsbørs i Danmark eller en blandt flere fondsbørser, er det Børsudvalgets opfattelse, at fondsbørsen og eventuelt flere fondsbørser forsat skal udstede en række regler, der relaterer sig til markedet. Tilsynsmyndigheden har tilsynet hermed og kompetencen til i givet fald at pålægge Københavns Fondsbørs at ændre reglerne, til selv at udstede reglerne samt om fornødent til at sanktionere overtrædelser heraf. Tilsynsmyndigheden bør udøve denne kompetence under hensyn til, at den egentlige og væsentligste prisdannelse på danske børsnoterede værdipapirer bør finde sted i Danmark med henblik på at sikre effektive finansieringsmuligheder for danske udstedere af værdipapirer. Det er i denne forbindelse et afgørende hensyn, at det danske børsmarkeds konkurrenceevne forbedres, da moderne teknologi og frie kapitalbevægelser indebærer, at handlen uden nævneværdige omkostninger kan føres til udlandet. Tilsynsmyndigheden skal endvidere lægge til grund, at det danske børsystem skal være attraktivt for både danske og udenlandske handlende, udstedere og investorer. Dette kræver, at de danske børser, værdipapircentraler og clearingcentraler sikres gunstige rammebetingelser, så de kan være handlekraftige og markedsorienterede. Videre er det af afgørende betydning, at særlige danske forhold, der adskiller sig markant fra internationale standarder på området, undgås, da sådanne særlige forhold vil virke hæmmende på børsernes konkurrenceevne og dermed kan være en hindring for målsætningen med børsreformen.

Faren for, at der kan opstå "discount"-børser, der søger at leve på regularbitrage, afdækkes ved, at tilsynsmyndigheden kan udstede

regler på et passende niveau, samt at tilsynet f.eks. kan gribe ind over for tilfælde, hvor værdipapirhandlere har etableret alternative markeder, eller såfremt informationssystemer udvikler sig til markedspladser.

Denne problemstilling må dog ikke forveksles med tilsynets beføjelser i forhold til autoriserede markedspladser, jf. kapitel 16, der er regulerede markeder for værdipapirer, der ikke er noteret på en fondsbørs. Reguleringen af autoriserede markedspladser giver mulighed for at indrette markedspladser under hensyn til de særlige behov, der kan være ved formidling af kapital til mindre og mellemstore virksomheder.

Disse almindelige betragtninger giver imidlertid kun i et vist omfang vejledning, når fondsbørsernes rettigheder og pligter skal fastlægges. Fondsbørserne skal udover at have, vedligeholde og udvikle det nødvendige tekniske og administrative apparat med hensyn til handel og information også varetage en række andre opgaver:

1. Fondsbørser skal meddele Finanstilsynet, hvis de bliver bekendt med, at nogen har overtrådt lov om værdipapirhandel, bekendtgørelser i henhold til loven eller groft eller gentagne gange har overtrådt regler udstedt af fondsbørserne.
2. Fondsbørser skal fastsætte
 - a) de børsetiske regler vedrørende værdipapirhandel samt evt. supplerende regler vedrørende udstedernes oplysningsforpligtelser, samt vedrørende prospektkrav og optagelsesbetingelser,
 - b) regler om de handelsberettigedes adfærd på markedet, herunder regler for adgang til markedet,
 - c) regler om markedets funktion og gennemsigtighed, samt
 - d) regler om indberetning til løbende markedsovervågning - og informationsformål.

Fondsbørsens regler skal anmeldes til tilsynsmyndigheden, jf. afsnit 12.5.1.

3. Fondsbørser skal foretage den umiddelbare markedsovervågning og informere tilsynsmyndigheden om (formodede) overtrædelser af regler vedrørende markedet.
4. Fondsbørser skal give handelsberettigede adgang til handelssystemerne, såfremt de har fået tilladelse af Finanstilsynet eller er i besiddelse af et "europæisk pas" samt opfylder objektive betingelser i lovgivning og vedtægter
5. Fondsbørser skal tilvejebringe gennemsigtighed i handelen.
6. Fondsbørser skal godkende prospekter samt optage værdipapirer til notering.
7. Fondsbørser skal offentliggøre kurser og omsætning på noterede værdipapirer.
8. Fondsbørser skal modtage og videreformidle information vedrørende de udstedere, der er noteret på fondsbørser.

Fondsbørserne har - inden for rammerne udstukket af tilsynsmyndigheden bl.a. mulighed for

1. at drive virksomhed alene inden for et afgrænset markedsegment.
2. at etablere gensidigt forpligtende systemer, herunder at organisere og administrere marketmaker ordninger, mellem de handelsberettigede på børsen.

Det må understreges, at denne liste ikke er udtømmende. Som nævnt ovenfor er det institutionerne - herunder fondsbørserne - der har hovedansvaret for markedets udvikling og konkurrenceevne, og inden for lovens og tilsynets rammer, der ikke bør være snævre, skal institutionerne have frie muligheder for at tage initiativer.

12.3. De mulige løsninger

Udvalget har drøftet fire muligheder for opbygning af tilsynet og markedsovervågningen under den fremtidige markedsstruktur:

1. at indføre en selvregulerende organisation (SRO)⁵⁾, en uafhængig organisation med egen administration etableret og ledet af branchen selv med det formål at regulere egne medlemmer (afsnit 12.3.1.).
2. at lade Finanstilsynet varetage hele det offentlige tilsyn med markedet (afsnit 12.3.2.).
3. at indføre et Fondsråd (afsnit 12.3.3.),
 - a) der rådgiver Finanstilsynet i dets opgaver med tilsyn med markedet (afsnit 12.3.3.1.).
 - b) der har en egen kompetence inden for tilsynet med markedet, og med Finanstilsynet som sekretariat, (afsnit 12.3.3.2.).

12.3.1. En selvregulerende organisation (SRO)

En SRO's opgaver fastlægges i værdipapirhandelsloven. Loven fastlægger arbejdsdelingen mellem Finanstilsynet og en SRO. Organisationen skal sikre samtlige interessenter indflydelse på værdipapirmarkedets indretning. SRO'en vil have en væsentlig andel af ansvaret for, at handel med værdipapirer finder sted på en betryggende og redelig måde under hensyntagen til investorbeskyttelse. Når de overordnede principper og retningslinier er fastlagt af den selvregulerende organisation, er det hovedreglen, at fondsbørserne selv udfylder rammerne.

Det primære argument for en SRO er, at tilsynet med markedet herved kommer så tæt på markedet som muligt. Markedsdeltagernes faglige viden og skøn bliver et væsentligt element for varetagelsen af tilsynet med markedet.

En SRO er stats- og forvaltningsretligt problematisk, fordi den ligger uden for den offentlige forvaltning. En SRO har derfor ikke

⁵⁾ Udvalget har taget betegnelsen SRO = *Self Regulatory Organisation* fra den britiske *Financial Services Act*, kapitel 4.2.

mulighed for at udstede regler, der er bindende for tredjemand, men kan alene udstede regler og træffe afgørelser for egne medlemmer. Samtidig vil et sådant organ i et mindre marked som det danske kunne få betydelige problemer med hensyn til iværksættelsen af sanktioner i tilfælde, hvor der sker overtrædelse af regler.

12.3.2. Ét offentligt tilsyn (Finanstilsynet)

Finanstilsynet fører i denne model tilsyn med, at handel med værdipapirer finder sted på en betryggende og redelig måde således, at samfundets, værdipapirhandlernes, investorenes og udstedernes interesser tilgodeses. Når de overordnede principper og retningslinier er fastlagt af Finanstilsynet, er det hovedreglen, at fondsbørserne selv udfylder rammerne. Fondsbørserne udfører markedsovervågningen (*stockwatch* m.v.).

En model med en offentlig myndighed, der fører tilsyn med den finansielle sektor, herunder værdipapirmarkedet, kendes bl.a. fra Finansinspektionen i Sverige og Kredittilsynet i Norge.

I modellen bevares fuld politisk kontrol med tilsynet med værdipapirmarkedet. Ministeren er i forhold til tilsynet med markedet den øverste ansvarlige.

Forholdet til andre tilsynsmyndigheder (Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, Forbrugerombudsmanden og Konkurrencerådet) vil svare til den gældende ordning. Forbrugerombudsmanden ville dog formentlig få en noget mere aktiv rolle end i en løsning med et Fondsråd, men mindre end i en model med en SRO.

12.3.3. Et Fondsråd

Udvalget har overvejet en rådsmodel på baggrund af målsætningen med Børsreformen om en liberalisering af reglerne for markedets funktion, således at markedet får den fornødne mulighed for at bevæge sig i overensstemmelse med udviklingen. Det har for et flertal af Børsudvalget derfor været en forudsætning for at skabe rammerne for et velfungerende marked, at værdipapirhandlerne, investorerne og udstederne fik indflydelse på fremtidens tilsyn med og regulering af markedet. Det vil for en stor del også være tilfældet i en model med ét offentligt tilsyn med markedet, idet Finanstilsynets praksis er at høre branchen f.eks. i forbindelse med udstedelse af bekendtgørelser, vejledninger m.v. Et flertal af udvalget har imidlertid lagt til grund, at dette ikke er tilstrækkeligt. Det er i stedet fundet nødvendigt at skabe et overordnet forum, hvor

repræsentanter for værdipapirhandlerne, investorerne og udstederne har mulighed for at afveje de sektorpolitiske interesser ved direkte deltagelse i udformningen af reglerne for markedets funktion og tilsynet hermed.

Et flertal af udvalget er enig om, at det er nødvendigt at sikre, at et sådant råd bliver handleedygtigt. Rådets medlemmer skal have indsigt i værdipapirmarkedsforhold og vilje og evne til at varetage almene hensyn.

Udvalget har derfor drøftet to modeller, hvor der ved lov oprettes et Fondsråd, hvor interessegrupperne i forhold til markedet er repræsenteret. Modellerne adskiller sig ved, at Fondsrådet i den ene model har egentlig regeludstedende kompetence, men i den anden kun er rådgivende og træffer konkrete afgørelser.

Fondsrådets sekretariatsfunktion varetages i begge modeller af Finanstilsynet. Herved bevares tilsynets enhedskarakter, og der gøres brug af Finanstilsynets ekspertise og faciliteter. Fondsrådet skal finansieres som en del af Finanstilsynet.

Begge modeller ligger inden for de løsningsmuligheder, der er forvaltningsretligt kendte.

12.3.3.1. Fondsrådet som forvaltningsorgan

I den ene model bliver Fondsrådet **et forvaltningsorgan for Finanstilsynets** tilsyn med markedet. Rådets opgaver bliver da

at varetage den overordnede administration af de regler, der hører under børsområdet, ved at træffe afgørelser i principielle spørgsmål,

at blive konsulteret og informeret af Finanstilsynet i spørgsmål vedrørende den daglige administration.

Denne model for udformningen af rådets kompetenceområde svarer til den ordning, der gælder for Forsikringsrådet, der i forening med Finanstilsynet varetager tilsynet efter lov om forsikringsvirksomhed, jf. lovbekendtgørelse nr. 963 af 29. november 1994. Efter bekendtgørelse om forretningsordenen for forsikringsrådet varetager rådet den overordnede administration af de regler, der hører under forsikrings-tilsynets (Finanstilsynets) kompetenceområde. Forsikringsrådets virksomhed retter sig imidlertid mod et område (forsikringsmarke-

det), der er mindre omfattende end det område, som Fondsrådet skal dække (værdipapirmarkedet).

Finanstilsynet fungerer som sekretariat for Forsikringsrådet inden for rådets kompetenceområde og kan herudover også forelægge andre sager for rådet ud fra et hensigtsmæssighedskriterium.

12.3.3.2. Fondsrådet med eget kompetenceområde

I den anden model har Fondsrådet egne selvstændige regeludstedende kompetencer inden for tilsynet med værdipapirmarkedet. Rådets beslutninger gennemføres af Finanstilsynet. Rådets beføjelser vil være

at påse, at fondsbørsernes regler for så vidt angår børsetiske regler, gennemsigtighed og lignende er på et passende niveau. Udgangspunktet er, som angivet i afsnit 12.2., at fondsbørserne skal udstede de pågældende regler og Fondsrådet kan give pålæg om at ændre reglerne eller fastsætte supplerende regler. EU retsakter m.v. tilsiger dog, at reglerne eller dele heraf skal udstedes eller godkendes af Fondsrådet.

at påse overholdelsen af andre regler i værdipapirhandelsloven i forhold til andre institutters virksomhed på værdipapirmarkedsområdet, f.eks. at udbudsprospekter overholder lovgivningens krav.

at fortolke værdipapirhandelsloven og bekendtgørelser fastsat i medfør heraf samt anden lovgivning på værdipapirmarkedsområdet, f.eks. i relation til pengemarkeds-mæglere og clearingcentraler.

at træffe afgørelser på grundlag af værdipapirhandelsloven og bekendtgørelser fastsat i medfør heraf, samt fungere som ankeinstans for afgørelser truffet af fondsbørsen og clearingcentraler, jf. afsnittene 12.5.1. samt 12.5.3.

Modellen kendes fra konkurrencerådet, der administrerer konkurrenceloven. Formålet er bredt defineret, idet loven sigter på at fremme konkurrencen og dermed styrke effektiviteten i produktion og omsætningen af vare og tjenesteydelser m.v. ved størst mulig gennemsigtighed vedrørende konkurrenceforhold og ved foran-

stakninger imod begrænsninger i erhvervsfriheden og andre skadelige virkninger af konkurrencebegrænsninger.

Konkurrencerådet er kompetent til at bringe uhensigtsmæssige konkurrencebegrænsninger til ophør f.eks. ved at udstede påbud om hel eller delvis ophævelse af aftaler.

12.4. Principperne for den fremtidige tilsynsstruktur

Ved udvalgets overvejelser om, hvorledes tilsynet i fremtiden bør udøves, har to forhold spillet en afgørende rolle.

Det ene er, at en stor del af regeludstedelsen i dag ligger i Københavns Fondsbørs regi, og at det er ønskeligt, at disse opgaver, som ikke ved ophævelse af børsmonopolet kan ligge på fondsbørsen, fortsat udøves så tæt på og under så megen deltagelse af markedsdeltagerne som muligt.

Det andet er forholdet mellem udstedere, handlere og investorer. Hvis den fremtidige ejerstruktur i fondsbørsen bliver således, at indflydelsen i væsentligt omfang ligger hos de handlende, er det helt nødvendigt at sikre, at de øvrige interessenter kan have den fornødne tillid til markedet. Disses behov for at kunne sikre f.eks. gennemsigtighed vil kunne tilgodeses i et Fondsråd, der sikrer en fair behandling af alle. Det betyder tillige, at reglerne for og tilsynet med markedet m.v. behandles og kan/skal udformes i et forum, hvor alle interessenter har mulighed for at gøre deres indflydelse gældende. Det har været en forudsætning for udvalgets flertal, at Fondsrådet i denne udformning mest muligt skal overlade det til fondsbørserne selv at foretage den fornødne regulering af deres markedspladser, idet fondsbørserne skal have de fornødne rammer til at skabe effektive markeder. Fondsrådet forudsættes at gribe ind, såfremt denne regulering vurderes at være til skade for f.eks. investorbeskyttelsen eller hvis udstedernes vilkår er utilfredsstillende i forhold til konkurrerende markeder.

Et mindretal (Bent Mebus) kan ikke tiltræde flertallets forslag om etablering af et Fondsråd, da den ønskede effektivisering af værdipapirmarked ikke vil blive fremmet herved. Der er ikke dokumenteret et behov for et yderligere led mellem fondsbørsernes bestyrelse og Finanstilsynet, som hidtil har varetaget både sin tilsynsfunktion og sin regeludstedende kompetence på tilfredsstillende vis. Indførelse af en instans mellem værdipapirmarkedets centrale organisatio-

ner og Finanstilsynet vil dels skabe risiko for uklarhed i kompetencen og initiativretten/pligten, dels være fordyrende for værdipapirmarkedet. Netop det danske enhedstilsyn er en af kvaliteterne ved det danske værdipapirmarked. Der henvises endvidere til mindretalsudtalelsen i afsnit 21.7.2.1.

Et andet mindretal (Jens Bache) har ingen principielle indvendinger mod et Fondsråd med indflydelse, men finder, at de sektorpolitiske modsætninger omkring rådets dannelse og sammensætning vil udgøre et "kræfternes parallelogram", som holder modsatrettede synspunkter i skak og derved bremser markedspladsens udvikling. På den baggrund finder mindretallet, at en videreførelse af det nuværende enhedstilsyn i Finanstilsynet vil være at foretrække.

Der henvises i øvrigt til mindretalsudtalelserne i afsnit 10.8.1. og 10.8.2.

Et flertal af udvalget er af den opfattelse, at kun modellen med en egen kompetence vil kunne være tilfredsstillende som et bidrag til en samlet løsning af fordelingen af indflydelse mellem investorer, handlere og udstedere og dermed, at et rådgivende Fondsråd ikke vil kunne honorere de ønskede mål for det fremtidige tilsyn. Det er samtidig en forudsætning, at rådets sammensætning afspejler en passende afvejning af handler-, investor- og udstederinteresser:

Der foreslås derfor et råd bestående af 10 medlemmer. Formanden udpeges af erhvervsministeren og skal repræsentere generelle samfundsmæssige interesser. Et medlem udpeges efter indstilling af Danmarks Nationalbank. De institutionelle investorer indstiller tre medlemmer. De handelsberettigede indstiller tre medlemmer. Obligationsejderne og aktieejderne indstiller hvert et medlem. Børsudvalget finder, at den afbalancerede sammensætning og begrænsede medlemstal gør det ønskeligt, at der ikke er et forretningsudvalg.

Denne sammensætning har til hensigt at sikre den fornødne afvejning af de forskellige interesser i markedet ved udstedelse af regler og i forbindelse med afgørelse af konkrete sager. Da Fonds-

rådet i f.eks. direktivsammenhæng⁶⁾. vil være offentlig myndighed for markedet og skal sikre, at der udstedes regler, er det vigtigt, at rådet fungerer effektivt.

Et flertal af udvalget har derfor lagt til grund, at Fondsrådet skal sikres den fornødne beslutningsdygtighed. Det indebærer, at formanden skal have en status, der i tilfælde af stemmelighed sætter ham/hende i stand til på vegne af Fondsrådet at træffe endelig afgørelse.

Hvis Fondsrådet får regeludstedende kompetence, finder et mindretal (Lene Nielsen, Klaus Willerslev-Olsen og Klaus Struwe), at formandens stemme ikke skal være afgørende i tilfælde af stemmelighed. Herved kan der gives tilskyndelse til, at parterne indgår kompromiser om regeludstedelse. I lyset af den foreslåede sammensætning af Fondsrådet er mindretallet af den opfattelse, at handler- og udstederinteresser i modsat fald vil kunne tilsidesættes af Fondsrådet, f.eks. i forhold til regler om oplysningsforpligtelser og gennemsigtighed.

Der henvises til mindretalsudtalelse i afsnit 10.8.2.

⁶⁾ Der er ud over ISD og CAD udstedt følgende EU-retsakter på børsområdet: Kommissionens henstilling af 25. juli 1977 (77/534/EØF) om europæiske etiske regler vedrørende handel med værdipapirer, Rådets direktiv af 5. marts 1979 (79/279/EØF) om samordning af betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs med senere ændringer, Rådets direktiv af 17. marts 1980 (80/390) om samordning af kravene ved udarbejdelse af, kontrol med og udsendelse af det prospekt, der skal offentliggøres med henblik på optagelse af værdipapirer til officiel notering på en fondsbørs med senere ændringer, Rådets direktiv af 15. februar 1982 (82/121/EØF) om periodiske oplysninger, der skal offentliggøres af selskaber, hvis aktier er optaget til officiel notering på en fondsbørs, Rådets direktiv af 12. december 1988 (88/627/EØF) om offentliggørelse af oplysninger ved erhvervelse og afhændelse af en betydelig andel i et børsnoteret selskab, samt Rådets direktiv af 17. april 1989 (89/298/EØF) om samordning af kravene ved udarbejdelse af, kontrol med og udstedelse af det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden.

På denne baggrund er det et flertal af udvalgets konklusion, at modellen som beskrevet i afsnit 12.3.3.2. er den mest hensigtsmæssige opbygning af tilsynet med det danske værdipapirmarked. Denne er baseret på en sondring mellem på den ene side markedstilsyn og på den anden side solvens- og virksomhedstilsyn. Markedstilsyn vedrører regulering af markedspladsen, herunder krav til udstederes oplysningsforpligtelser, krav til oplysninger om handelen på markedet (gennemsigtighed) m.v. Ved solvens- og virksomhedstilsyn forstås tilsynet med virksomheder i relation til deres kapital, forretningsgange m.v.

På baggrund heraf er udvalget nået frem til en kompetencefordeling efter følgende principper:

Solvenstilsyn og virksomhedstilsyn, tilladelser og lign. varetages af Finanstilsynet som hidtil.

Markedstilsynet udøves af et Fondsråd efter følgende principper:

Et råd uden et forretningsudvalg.

Rådet skal have reel kompetence.

Rådet skal have repræsentanter for alle interessenterne.

Med rådskonstruktionen tilsigtes ikke for nuværende at ændre reguleringsniveauet, hverken i retning af lempelse eller skærpelse.

Lovgivningen skal indeholde hjemmel til, at Finanstilsynet og Fondsrådet inden for deres eventuelle respektive kompetencer kan sanktionere fondsbørser, udstedere og handlere, der ikke efterlever tilsynets, rådets eller fondsbørsernes afgørelser.

Den skitserede løsning rejser visse særlige problemer omkring fastsættelse af generelle retsregler (afsnit 12.5.2.) og ankeadgangen (afsnit 12.5.3.).

12.5. Nærmere om Fondsrådet og om forholdet til Finanstilsynet og Erhvervsankenævnet

12.5.1. Fordeling af kompetence

Som udgangspunkt skal Fondsrådet ikke udstede regler på de områder, hvor børser har pligt til at udstede regler. Fondsrådet får hjemmel til at meddele pålæg om at ændre regler eller udstede supplerende regler, hvor børsens regler ikke er på et passende niveau. Med et passende niveau forstås, at der tages udgangspunkt i det nuværende regelniveau under hensyn til særlige forhold som f.eks. blok-handler m.v. I forhold hertil er det således ikke hensigten at øge intensiteten af reguleringen.

Fondsrådet kan dog uddybe fondsbørsernes forpligtelser. Det kan ske ved generelle retsakter eller konkrete forbud og påbud. Det afgørende herfor er, at markedet kan betjene investorer og udstedere mindst lige så effektivt som i konkurrerende markeder, at investorbeskyttelsesniveauet er tilfredsstillende og betryggende, og at markedsdeltagerne behandles fair og ligeligt.

Der henvises i øvrigt til mindretalsudtalelserne i afsnit 10.8.1. og 10.8.2.

Udvalget har gennemgået de kompetencer, som skal udøves i det fremtidige system og har skitseret fordelingen af dem mellem Fondsrådet og Finanstilsynet:

vedrørende regeludstedelse

1. at udstede regler om solvens, forretningsgange og kontrolfunktioner m.v. (*Finanstilsynet*)
2. at fastsætte regler for børsprospekter og prospekter vedrørende offentligt udbud af værdipapirer. (*Fondsrådet*)
3. at fastsætte regler for værdipapirers optagelse til notering. (*Fondsrådet*)
4. at fastsætte regler for udstedernes oplysningsforpligtelser. (*Fondsrådet*)

5. at meddele fondsbørser pålæg om at ændre regler vedrørende gennemsigtighed eller fastsætte supplerende regler herom. (*Fondsrådet*)
6. at fastsætte regler vedrørende indberetning. (*Fondsrådet*)
7. at fastsætte regler vedrørende overtagelsestilbud (*Fondsrådet*)
8. at meddele fondsbørser pålæg om at ændre de børsetiske regler eller fastsætte supplerende regler herom. (*Fondsrådet*)

vedrørende tilladelse

9. at udstede tilladelse (europæiske pas) til danske kreditinstitutter og investeringsselskaber. (*Finanstilsynet*)
10. at udstede tilladelse til at drive virksomhed som fondsbørs, clearingcentral, værdipapircentraler, autoriseret markedsplads, værdipapirmægler og pengemarkedsmægler. (*Finanstilsynet*)

vedrørende solvens og teknik

11. at føre tilsyn med de danske markedsdeltageres solvens. (*Finanstilsynet*)
12. at føre tilsyn med, at kontrolforanstaltninger og forretningsgange hos de danske markedsdeltagere, fondsbørser, værdipapircentraler, værdipapirmarkedsmæglere, pengemarkedsmæglere, autoriserede markedspladser og clearingcentraler, herunder vedrørende anvendelsen af edb, er betryggende. (*Finanstilsynet*)
13. at føre tilsyn med pengemarkedsmæglere, værdipapirmæglere, autoriserede markedspladser, værdipapircentraler, clearingcentraler og fondsbørser. (*Finanstilsynet*).

vedrørende markedsovervågning

14. at påse at handel og notering foregår på betryggende og redelig vis på fondsbørser og andre markeder, herunder autoriserede markedspladser. (*Fondsrådet*)

15. at foretage en i forhold til fondsbørserne supplerende og koordinerende markedsovervågning af den handel, der foregår i de børsdrevne systemer og på det øvrige regulerede værdipapirmarked. (*Fondsrådet*)
16. at foretage undersøgelse af sager vedrørende overtrædelse af reglerne om *insider trading* og kursmanipulation m.v. (*Finanstilsynet*)
17. at påse den fornødne gennemsigtighed er til stede. (*Fondsrådet*)

vedrørende konkrete sager

18. at gribe ind i tilfælde af, at værdipapirer markedsføres under falske eller vildledende forudsætninger. (*Fondsrådet*)
19. at træffe afgørelse om sanktion i sager indenfor deres respektive områder vedrørende overtrædelse af lovgivningen, herunder handel, afvikling og registrering af fondsaktiver. (*Finanstilsynet og Fondsrådet*)
20. at træffe afgørelse i sager om overtagelsestilbud m.v. (*Fondsrådet*)
21. at træffe afgørelse i ankesager over clearingcentralers, værdipapircentralers, værdipapircentralers og fondsbørsers afgørelse, herunder vedrørende sletning og suspension samt i sager, som fondsbørserne har indberettet. (*Fondsrådet*)
22. at træffe afgørelser i sager, hvor en virksomhed har fået afslag på at blive deltager på en fondsbørs, værdipapircentraler, autoriserede markedspladser eller en clearingcentral eller i andre sager af vidtrækkende eller principiel karakter inden for lovkomplekset. (*Fondsrådet*)
23. at forestå internationale samarbejdsrelationer, herunder i forhold til EU. (*Finanstilsynet*)

vedrørende høring

24. på egen foranledning at høre rådet i sager af principiel betydning for markedet inden for Finanstilsynets eget kompetenceområde. (*Finanstilsynet*).
25. at rådgive regeringen og myndigheder i forhold, der vedrører værdipapirmarkedet (*Fondsrådet*).

Ovenstående kompetencefordeling vil indebære en række ændringer i forhold til i dag.

For fondsbørser vil den væsentligste ændring være, at disse ikke mere skal udarbejde regler vedrørende oplysningsforpligtelser. Denne opgave skal varetages af Fondsrådet, idet fondsbørsen dog kan udstede supplerende regler. Endvidere er reglerne om overtagelsestilbud foreslået lovfæstet, hvor de tidligere var en del af de børsetiske regler.

For det andet vil fondsbørsens tilsynsmyndighed i forhold til øvrig regeludstedelse og konkrete sager ikke mere være Finanstilsynet, men Fondsrådet. Fondsrådet vil have mulighed for ikke alene at anlægge en vurdering af lovmedholdeligheden af udstedte regler, men også en egentlig hensigtsmæssighedsvurdering.

For Finanstilsynet vil den væsentligste forskel til i dag være, at udstedelse af bekendtgørelser og afgørelser i konkrete sager nu skal ske i regi af sekretariatsfunktion for Fondsrådet. Det vil betyde, at erhvervsministeren ikke indenfor den gældende lovramme vil have beføjelser i forhold til regeludstedelsen.

Under alle omstændigheder bør det tilstræbes, at Fondsrådet ikke i unødigt omfang detailregulerer, hvilket vil hæmme institutionernes udviklingsmuligheder. Finanstilsynet/Fondsrådet bør primært forestå den overordnede regulering.

12.5.2. Fastsættelse af generelle regler

Det er nødvendigt at skabe en ramme, der giver Fondsrådet mulighed for at udstede retsregler, således at rådet kan varetage den tilsyns- og reguleringsmæssige opgave, som et flertal af Børsudvalgets medlemmer finder af central betydning.

Et aspekt er at sikre en koordination af lovgivningen på værdipapirmarkedsområdet og markedsføringsloven og selskabslovene. Der vil således være områder inden for markedsovervågning, der griber ind i aktieselskabslovens sfære og solvens- og virksomhedstilsynet. Det kan i enkelte tilfælde påvirke afgrænsningen mellem Finanstilsynets og Fondsrådet kompetencer.

Det forudsættes, at der mellem Finanstilsynet og Fondsrådet foretages en arbejdsdeling, herunder vedrørende afgrænsningen mellem Finanstilsynets opgaver som sekretariat for Fondsrådet. Fondsrådet kan delegerer sin kompetence til Finanstilsynet på områder, hvor rådet ikke finder, at det er nødvendigt, at rådet inddrages.

På en række områder forudsættes det endvidere, at Finanstilsynet inden for sit kompetenceområde hører Fondsrådet, forinden der træffes afgørelse.

Det er hensigten at tillægge rådet kompetence til at regulere markedsadfærd i store dele af værdipapirmarkedet. Det skal derfor af loven fremgå, at rådet er en del af den offentlige forvaltning. Den praktiske konsekvens heraf er, at forvaltningslovene gælder for Fondsrådet, ligesom tilfældet er for f.eks. Konkurrencerådet.

Medlemmerne af Fondsrådet er under ansvar efter straffeloven forpligtede til at hemmeligholde, hvad de gennem deres hverv bliver vidende om.

12.5.3. Ankeproblemer

Børsudvalget har overvejet, hvorledes reglerne for prøvelse af afgørelser og regler bør udformes.

I den forbindelse kan der opstilles følgende muligheder for anke:

1. Anke af fondsbørsers, autoriserede markedspladsers, clearingcentraler og værdipapircentralers afgørelser i konkrete sager til Fondsrådet.
2. Anke af Fondsrådets afgørelser i ankesager, jf. nr. 1.
3. Anke af Fondsrådets og Finanstilsynets afgørelser i konkrete sager, der ikke er omfattet af nr. 2.

4. Afgørelser af sager vedrørende forholdet mellem en privatkunde og en værdipapirhandler.
5. Prøvelse af regler udstedt af Fondsrådet.

I forhold til den gruppe af sager omfattet af kategori nr. 1, anke af afgørelser truffet af markedets institutioner, er udgangspunktet, at for anke af fondsbørser, autoriserede markedspladser, værdipapircentraler og clearingcentralers afgørelser i konkrete sager skal gælde et princip om, at disse skal kunne ankes til Fondsrådet. Børsudvalget er imidlertid også af den opfattelse, at det ikke ville være hensigtsmæssigt, såfremt enhver afgørelse truffet af fondsbørser, autoriserede markedspladser, værdipapircentraler og clearingcentraler skal kunne ankes til Fondsrådet. Det ville hindre den enkelte fondsbørs, autoriserede markedspladser, værdipapircentraler eller clearingcentral i at indrette deres virksomhed mest hensigtsmæssigt. Børsudvalget har på baggrund heraf konkluderet, at afgørelser truffet af fondsbørser, autoriserede markedspladser, værdipapircentraler og clearingcentraler kun skal kunne ankes til Fondsrådet, såfremt de er af vidtrækkende og principiel karakter. Det drejer f.eks. om nægtelse af tilslutning til en clearingcentral eller optagelse til notering.

I forhold til kategori nr. 1 er det vigtigt at gøre sig klart, at en del af fondsbørsernes relationer til de handelsberettigede og udstederne ikke længere er funderet på lov og bekendtgørelse, men på aftaleret. Det betyder, at tvister herom ikke skal løses ved anke til Fondsrådet men aftaleparterne imellem - eksempelvis ved voldgift - eller ved domstolene.

I relation til kategori nr. 2 (Fondsrådets afgørelser i ankesager) er et flertal af Børsudvalget af den opfattelse, at Fondsrådets afgørelser i disse sager bør være administrativt endelige, idet Fondsrådet er sammensat af personer med særlig indsigt i forhold, der vedrører værdipapirmarkedet.

Børsudvalget er - i relation til kategori nr. 3 (afgørelser truffet af Finanstilsynet og Fondsrådet) - herudover af den opfattelse, at afgørelser truffet "*i første instans*" af Finanstilsynet og Fondsrådet inden for deres respektive kompetenceområder bør kunne ankes til Erhvervsministerens Erhvervsankenævn. Det svarer til, hvad der gælder for afgørelser truffet af Finanstilsynet efter lov om Københavns Fondsbørs eller lov om en værdipapircentral.

I forhold til sager omfattet af nr. 4 finder Børsudvalget, at det ikke vil være hensigtsmæssigt at lade rådet behandle alle klagesager, herunder sager, der vedrører forhold mellem en forbruger og en værdipapirhandler. Erfaringerne med bank- og sparekasseloven viser, at der kan opstå et ikke uvæsentlig antal af sådanne sager. Såfremt rådet skal beskæftige sig med sager af denne karakter, vil rådets arbejdsopgaver få et omfang, der vanskeliggør, at rådet varetager opgaver af mere principiel eller overordnet karakter.

Både på pengeinstitut- og realkreditområdet er der klagenævn godkendt i henhold til forbrugerklagenævnsløven. I det omfang klager fra forbrugere relaterer sig til pengeinstitutter eller realkreditinstitutter henvises disse til de respektive nævn på området. Andre klager fra forbrugere bør henvises til det almindelige forbrugerklagenævn, jf. lovens § 1.

Børsudvalget har endelig drøftet, om regler udstedt af Fondsrådet skal kunne prøves administrativt. En anke til Erhvervsministeriets Erhvervsankenævn eller erhvervsministeren har været nævnt i denne forbindelse.

Et flertal af udvalget finder, at dette ville være ødelæggende for tilsynsstrukturen, idet dette ikke alene ville undergrave rådets virksomhed, men også være i strid med den myndighedsrolle, som tillægges Fondsrådet. I modsætning til almindelig praksis i forbindelse med administrativt fastsatte regler vil en ankeadgang lægge op til en politisering af Fondsrådets arbejde. En mulighed for at kunne anke regler udstedt af Fondsrådet vil endvidere modvirke det samarbejde om afvejningen af forskellige interessehensyn, der ligger bag fondsrådsstrukturen, og som er forudsætningen for at kunne delegerede regeludstedelse på en række områder til markedsinstitutionerne.

Et mindretal (Lene Nielsen, Klaus Willerslev-Olsen og Klaus Struwe) finder, at fondsbørser, clearingcentraler og autoriserede markedspladser bør kunne anke regler udstedt af Fondsrådet til erhvervsministeren, idet de ikke finder det hensigtsmæssigt, at regler af et så væsentligt omfang såsom regler om oplysningsforpligtelser m.v. skal kunne udstedes endegyldigt af rådet.

Der henvises til mindretalsudtalelse i afsnit 10.8.2.

Kapitel 13

Clearing, afvikling og registrering

13.1. Indledende betragtninger

Clearing og afvikling er en væsentlig del af den samlede infrastruktur, som betjener værdipapiriområdet. Med den stigende internationalisering - dvs. øget udenlandsk ejerskab af danske værdipapirer, øget omsætning af danske papirer i udlandet og mellem Danmark og udlandet - følger også en mærkbar konkurrence fra udenlandske afviklingssystemer.

Clearing og afvikling af værdipapirhandel i Danmark forestås af Værdipapircentralen og af Garantifonden for Danske Optioner og Futures i et tæt samspil med handlerne. Begge centraler registrerer også ejerskab til værdipapirerne. Danmarks Nationalbank er en væsentlig del af systemet ved at stille kontantkonti til rådighed for deltagerne i afviklingen.

Børsreformen skal muliggøre og bidrage til, at Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures i samarbejde med markedsdeltagerne kan fastholde og udvikle et effektivt dansk afviklingssystem.

Børsudvalget er endvidere af den opfattelse, at et velfungerende afviklingssystem og kapitalmarked i høj grad vil afhænge af, at en række juridiske og skattemæssige spørgsmål snarest afklares. Der tænkes bl.a. på afklaringen af konkursretlige forhold i forbindelse med netting, opnåelse af separatiststilling for aktiver på samlekonti, retsplejelovens regler for tvangsrealisering, stempelafgift i forbindelse med sikkerhedsstillelse ved værdipapirhandel samt bestemmelser i realrenteafgiftsloven og kursgevinstbeskatningsloven.

Disse spørgsmål drøftes i kapitel 19 og 20.

Efter en nøje behandling af hele emneområdet er det flertallet af Børsudvalgets opfattelse, at clearing og afvikling er af så væsentlig samfundsmæssig betydning, at der bør udarbejdes ét samlet sæt regler om clearing og afvikling, og at virksomhed som clearing-central bør kræve tilladelse. Som følge af den hastige udvikling på området lægger udvalget afgørende vægt på, at der bliver tale om en rammeregulering, der muliggør den nødvendige løbende udvikling af effektive clearings- og afviklingssystemer. Det er således nødvendigt at se systemerne som et hele og herud fra søge at forbedre konkurrenceevnen i forhold til udenlandske systemer.

Børsudvalgets kommissorium forudsætter, at de generelle formueretlige regler om rettigheders opståen og overgang ved registrering i Værdipapircentralen opretholdes. På en række områder foreslås dog ændringer. Det drejer sig især om at ændre eller fjerne detailregulering, som påvirker centralens konkurrenceevne i negativ retning. Mens de formueretlige regler foreslås opretholdt i en ajourført form, foreslår Børsudvalget, at Værdipapircentralens lovbestemte monopol ophæves og reglerne for værdipapircentralvirksomhed indsat i lov om værdipapirhandel, på lige fod med hvad der skal gælde for fondsbørser, clearingcentraler m.v.

I afsnit 13.2. gennemgås de i fremstillingen anvendte definitioner og begreber. Det skal bemærkes, at kapitel 4 skal læses i sammenhæng hermed, særlig vedrørende kategorier af risici. I den videre fremstilling af udvalgets overvejelser er der herefter sondret mellem clearing og afvikling (afsnit 13.3) og registrering (afsnit 13.4).

13.2. Anvendte definitioner og begreber

I betragtning af, at clearing og afvikling er forholdsvis "nye" begreber set i relation til lovgivningen, har det været hensigtsmæssigt at fastlægge en række begreber og definitioner. Disse anvendes i den følgende fremstilling.

"Clearing" er den proces, hvorunder parternes forpligtelser og rettigheder ved en forestående udveksling af værdipapirer og/eller penge i forbindelse med værdipapirtransaktioner opgøres.

"Afvikling" er udveksling af værdipapirer og/eller penge til opfyldelse af parternes gensidige forpligtelser.

Definitionerne bygger på internationale rapporter bl.a. udarbejdet i regi af G-1 O-landene og Group Of Thirty, jf. kapitel 4. De anvendte

definitioner er udformet således, at de omfatter **værdipapirer** som defineret i udkastet til lov om værdipapirhandel § 2.

Afviklingssystemer kan være forskellige i deres udformning. Ved registrering af finansielle kontrakter i Garantifonden for Danske Optioner og Futures indtræder clearingcentralen som part i kontrakten og garanterer dennes opfyldelse. Værdipapircentralen sikrer udvekslingen af ydelser men garanterer derimod ikke for parternes opfyldelse af deres værdipapirhandel. Reguleringen vedrørende clearing og afvikling bør være så overordnet, at sådanne forskelligheder kan eksistere og evt. udbygges i takt med markedets behov.

Ved "**clearingcentral**" forstås en virksomhed, der driver clearing- og/eller afviklingssystemer ("**clearingvirksomhed**") i overensstemmelse med udkast til lovgivning herom. I det sidstnævnte begreb ligger implicit, at denne virksomhed drives regelmæssigt, at transaktionerne foretages på vegne af deltagerne i clearingcentralen, samt at virksomheden optræder som neutral tredjemand. Deltagere i clearingcentralen benævnes "**clearingdeltagere**".

I henhold til de anvendte definitioner foretager kreditinstitutter tillige clearing og afvikling af transaktioner såvel over for danske kunder, virksomheder og institutionelle investorer, som over for udenlandske kreditinstitutter og investeringsselskaber. Det er som udgangspunkt ikke hensigten, at den type virksomhed skal kræve yderligere tilladelse, underlægges yderligere tilsyn eller udskilles i datterselskaber. Kreditinstitutter skal således forsat kunne foretage clearing og afvikling over for deres forretningsforbindelser på grundlag af deres tilladelse i henhold til de respektive love for kreditinstitutter.

Det kan dog ikke udelukkes, at clearing og afvikling, der finder sted i et kreditinstitut, kan få et sådant omfang, at det er hensigtsmæssigt, hvis denne udskilles. Det kan f.eks. være tilfældet, hvis denne virksomhed retter sig mod en så væsentlig del af markedet, at det påvirker konkurrenceforholdene på markedet. Tilsvarende gælder, hvis neutraliteten i clearingvirksomhed, der retter sig mod en meget betydelig del af markedsdeltagerne, kommer i fare, eller hvis der er fare for, at risici i andre dele af kreditinstitutets virksomhed kan påvirke clearing- og afviklingssystemet. I sådanne tilfælde kan der enten opstå behov for at kræve udskillelse af virksomheden i særskilt datterselskab eller for at kræve særskilt indkapsling af

clearingvirksomheden inden for kreditinstituttet efter bestemmelser fastsat af Finanstilsynet.

Der er behov for at skelne mellem betjening af forretningsforbindelser og egentlig drift af en clearingcentral. Børsudvalget har erkendt, at det ikke er nemt på forhånd at fastlægge en præcis afgrænsning heraf, men har konkluderet, at det ud fra ovenstående kriterier bør overlades til Finanstilsynet at afgøre, hvornår grænsen er overskredet.

Et mindretal (Klaus Willerslev-Olsen) finder det uacceptabelt, såfremt pengeinstitutters mulighed for at drive clearing- og afviklingsvirksomhed indskrænkes, jf. afsnit 10.8.3.

Ved "**registrering**" forstås udstedelse af fondsaktiver og indskrivning af rettigheder i et centralt register over disse i en værdipapircentral, dvs. at registrering er den sikringsakt, hvorved opståen (udstedelse), overgang, ændring eller udslettelse af rettigheder over værdipapirer fastslås med virkning både for udstedere, rettighedshaverer, aftaleerhververe og kreditorer. Registrering er en sikringsakt af formueretlig karakter.

Begreberne afvikling og registrering er tæt forbundet, idet afvikling betegner udveksling af ydelser, som medfører registrering af de deraf følgende ændringer i ejerforhold.

13.3. Clearing og afvikling

Clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner er kun i overordnet form reguleret i lov om en værdipapircentral. Loven beskæftiger sig især med registrering og berører kun perifert omsætningen og dermed clearing og afvikling af transaktioner med værdipapirer. Lov om en værdipapircentral har dog bl.a. på grund af sin meget detaljerede regulering af deltagerkredsen i centralen vist sig at være til hinder for den nødvendige løbende udvikling af clearings- og afviklingssystemerne i Værdipapircentralen. Clearing og afvikling i værdipapircentralsystemet er detailreguleret i de tilslutningsaftaler, som Værdipapircentralen har indgået med de kontoførende institutter og Danmarks Nationalbank.

Rammerne for clearingvirksomhed i værdipapirhandelsloven bør derfor udformes på en sådan måde, at markedet får de bedst mulige vilkår for at bestemme udviklingen på området. Målsætningen er at skabe klare, overordnede rammer for et effektivt og i en inter-

national sammenhæng konkurrencedygtigt clearing- og afviklings-system i Danmark. Der tages samtidig hensyn til muligheden for at inddrage nye aktiviteter og produkter og til udenlandske deltageres adgang hertil, således at systemet for udenlandske deltagere fremstår som et sammenhængende og sikkerhedsmæssigt betryggende hele.

13.3.1. Clearingaktiviteter

Formålet med clearingvirksomhed er at forestå clearing- og afviklingssystemer med værdipapirer for deltagerne i clearing-centralen.

Udvalget har efter sin drøftelse af clearingcentraler konkluderet, at clearingcentraler bør have adgang til at stå som part eller formidler i eller garantere for opfyldelsen af finansielle kontrakter og værdipapirhandler i forbindelse med clearing og afvikling, at foranstalte långivning og låntagning af værdipapirer, og at føre pengekonti for clearingdeltagerne og forestå pengesiden i forbindelse med afviklingen. Set i international sammenhæng er disse aktiviteter et kerneområde i en clearingvirksomhed og bør derfor ikke betragtes som accessorisk virksomhed. Typisk er dog kreditvurdering henlagt til kreditinstitutter. I Euroclear-systemet er det således Morgan Trust Guaranty, der forsyner Euroclear-systemet med likviditet og forestår kreditvurderingen af deltagerne, ligesom de tilsvarende aktiviteter i Cedel forestås af et konsortium af pengeinstitutter.

Clearingcentraler bør tillige have adgang til at indgå i samarbejde med andre institutioner på børs-, clearing-, afviklings- og betalingsformidlingsområdet, nationalt som internationalt, samt at drive accessorisk virksomhed efter godkendelse af Finanstilsynet, eventuelt at kunne varetage disse opgaver gennem datterselskaber. Endvidere bør clearingcentraler have adgang til at opnå status som kontoførende institut i en værdipapircentral.

For så vidt angår clearingcentralers udøvelse af accessorisk virksomhed bør princippet i bank- og sparekasselovens § 1a, stk. 2, anvendes. Herefter kan clearingcentralen drive accessorisk virksomhed. Finanstilsynet kan bestemme, at den accessoriske virksom-

hed skal udøves i et andet selskab⁷⁾. Der henvises i denne sammenhæng til § 68, stk. 2, i forslaget til en værdipapirhandelslov.

13.3.2. Adgang til at få clearet

Såfremt de opfylder de generelle betingelser og indgår tilslutningsaftale skal "som minimum" danske og udenlandske kreditinstitutter og investeringsselskaber samt Danmarks Nationalbank have mulighed for at cleare og afvikle transaktioner med værdipapirer gennem en clearingcentral.

Efter artikel 15, stk. 1, i ISD sikrer værtslandet, at investerings-selskaber, der af deres hjemlands kompetente myndigheder har fået tilladelse til at modtage og formidle ordrer vedrørende finansielle instrumenter⁸⁾ for tredjemands regning samt foretage forretninger for egen regning hermed, kan få adgang til eller blive medlemmer af de clearings- og afviklingssystemer, som står til rådighed.

Efter artikel 15, stk. 2, har værtslandet kun beføjelser til at stille kapitalkrav ud over CAD for så vidt angår forhold, der ikke er omfattet af dette direktiv. Adgangen til et reguleret marked eller muligheden for at blive medlem heraf

⁷⁾ Af bemærkningerne til § 1a, stk. 1, i bank- og sparekasseloven, jf. lovbekendtgørelse nr. 261 af 12. april 1994, fremgår det, at den nærmere afgrænsning af begrebet accessorisk virksomhed går på, at den skal ligge i naturlig forlængelse af pengeinstitutternes virksomhedsområde. Der stilles ikke krav om, at denne virksomhed skal være forbundet med varetagelse af funktioner i forbindelse med omsætning af penge, kreditmidler og værdipapirer. Den nærmere afgrænsning af begrebet må fastlægges ved administrativ praksis under hensyntagen til den samfundsmæssige udvikling. Efter bemærkningerne til stk. 2 bemyndiges Finanstilsynet til at afgøre, hvornår accessorisk virksomhed skal udskilles i et fra pengeinstituttet adskilt selskab. Denne afgørelse vil bl.a. afhænge af den risiko, der er knyttet til de planlagte aktiviteter, ligesom det er af væsentlig betydning, hvor forskellig fra pengeinstitutternes kernevirksomhedsområde de planlagte aktiviteter vurderes at være.

⁸⁾ Finansielle instrumenter som defineret i afsnit B i bilaget til ISD. I forslaget til værdipapirhandelsloven anvendes i stedet begrebet "værdipapirer".

"...er betinget af overholdelse af det regulerede markeds regler vedrørende *oprettelse*⁹⁾ og administration af dette marked samt overholdelse af reglerne vedrørende transaktionerne på det pågældende marked, de faglige krav, der stilles til det personale, der arbejder på dette marked eller i forbindelse med det og *reglerne og procedurerne for clearing og afvikling*, " [fremhævet]

Adgangen til at blive tilsluttet som direkte clearingdeltager er betinget af, at der indgås tilslutningsaftale med clearingcentralen. Loven bør ikke tage stilling til, hvilken kreds af selskaber m.v. der kan opnå status som clearingdeltager. Det er et ledelsesansvar for clearingcentralen at afgrænse denne kreds, der f.eks. kan omfatte et segment af finansielle virksomheder, institutionelle investorer som forsikringsselskaber, pensionskasser, ATP, LD o.lign., eller eventuelt række ud over den finansielle sektor.

Det har i denne forbindelse været diskuteret, om institutionelle investorer og andre skulle have et såkaldt retskrav til at klare og afvikle på egne vegne, dersom betingelserne for at indgå tilslutningsaftale er opfyldte. Et flertal i Børsudvalget har fundet det hensigtsmæssigt, at der i loven gives adgang for, at andre, herunder institutionelle investorer, kan indgå tilslutningsaftale med en clearingcentral om direkte clearing og afvikling på egne vegne, når de betingelser, som centralen stiller, er opfyldte.

I det omfang clearingcentralen vælger at begrænse muligheden for at blive tilsluttet som direkte clearingdeltager til for eksempel værdipapirhandlere, skal der naturligvis være reel adgang for andre aktører til at få clearet og afviklet på en fair og redelig måde som indirekte clearingdeltagere. Dersom dette ikke er tilfældet, skal Fondsrådet have klar og tilstrækkelig kompetence til at gribe ind og

⁹⁾ I den danske version af direktivets artikel 15, stk. 2, synes ikke helt i overensstemmelse med den engelske version, hvor den tilsvarende sætning lyder "... shall be subject to compliance with the rules in relation to *the constitution* and administration of ..." eller den franske version, "... sont conditionnés par le respect des regies de ce marché reglemente en ce qui concerne *la constitution* et l'administration du ..." Dette fører til, at ordet *oprettelse* i den gældende danske version af direktivet skal forstås som *indretning, struktur* eller *organisering*.

sikre de pågældende indirekte clearingdeltagere adgang til at clearing og afvikling i en clearingcentral.

Et mindretal (Klaus Willerslev-Olsen) finder kun, at danske og udenlandske kreditinstitutter og børsrådgivningselskaber bør have direkte adgang til en clearingcentral. Mindretallet finder desuden, at Fondsrådet ikke bør have kompetence til at pålægge en clearingcentral at give adgang til andre clearingdeltagere.

Et centralt element i forbindelse hermed er, at clearingscentraler vil få mulighed for at operere med forskellige tilslutningsformer, således at der kan etableres en **"lagdelt clearing"**, hvor direkte deltagere i clearingcentralen kan klare og afvikle transaktioner med værdipapirer for indirekte clearingdeltagere. Der opstilles således ikke krav om, at alle skal have direkte adgang, herunder kreditinstitutter og investeringsselskaber. Det er op til clearingcentralen at definere, efter hvilke kriterier direkte deltagere skal have adgang til at kunne foretage clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner for en indirekte clearingdeltager.

Børsudvalget finder, at der ikke bør være nogen kontraheringspligt for clearingdeltagerne med hensyn til den lagdelte clearing. Dette må afgøres efter konkurrencelovens almindelige regler.

Forudsætningen for at en virksomhed kan opnå adgang til clearingcentralens clearing- og afviklingssystemer direkte som centraldeltager eller indirekte gennem en centraldeltager er, at denne opfylder de af clearingcentralen eller den pågældende centraldeltager stillede økonomiske og systemmæssige krav, f.eks. at der foretages en kreditvurdering af den pågældende.

Skematisk opstillet er der i forhold til clearingcentraler tre tilslutningsformer:

1. direkte clearingdeltagere, der kan foretage clearing af værdipapirtransaktioner på egne vegne og på vegne indirekte deltagere.
2. direkte clearingdeltagere, der kun kan foretage clearing af egne transaktioner.

3. indirekte clearingdeltagere, der gennem en tilslutning til en direkte clearingdeltager kan få foretaget clearing af værdipapirtransaktioner. Det involverer ikke nødvendigvis en tilslutningsaftale med clearingcentralen.

13.3.3. Clearingcentralers organisation

Der er i Børsudvalget enighed om, at reglerne om clearing bør indeholde en bestemmelse, hvorefter nye clearingcentraler skal drives i aktieselskabsform, idet aktieselskabsformen er fordelagtig, fordi clearingvirksomhed herefter drives i en veldefineret og tilsynsmæssigt let overskuelig virksomhedsform. På baggrund af den væsentlige samfundsøkonomiske betydning, clearingvirksomhed har, er det tilsynsmæssige aspekt af betydning. Aktieselskabsformen gør det endvidere lettere at samarbejde internationalt.

Børsudvalget har drøftet, om Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralen indenfor en overgangsperiode skal omdannes¹⁰⁾ til aktieselskaber, eller hvorvidt en omdannelse til aktieselskab skal være frivillig.

Et flertal af Børsudvalgets medlemmer er af den opfattelse, at omdannelsen til aktieselskab bør være frivillig for Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralen. Det er vigtigt, at der gennem lov om værdipapirhandel sikres Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralen hjemmel til omdannelse, men en omdannelse til aktieselskab må ske ud fra forretningsmæssige overvejelser, der skal foretages af den ansvarlige ledelse i den enkelte institution.

Et mindretal (Finn Lauritzen, Annette Bjåland Andersen, Peter Sylvest Larsen, Jørgen Ovi, Otto Brøns Petersen samt Per Bremer Rasmussen) er af den opfattelse, at Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralen i en overgangsperiode indtil den 1. januar 1999 skal kunne fortsætte i deres nuværende former, hvorefter denne virksomhed skal finde sted i aktieselskabsform.

¹⁰⁾ Spørgsmål om omdannelse af Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures til aktieselskaber drøftes i kapitel 21.

13.3.4. Særligt om Værdipapircentralen

Børsudvalget finder, at Værdipapircentralen fortsat skal have mulighed for at udøve virksomhed i forbindelse med clearing og afvikling, og at dette skal ske i overensstemmelse med de foreslåede nye generelle regler på området. Formålet med de foreslåede ændringer i forhold til den gældende lov om en værdipapircentral er at optimere Værdipapircentralens muligheder for at effektivisere afviklingssystemerne og tilpasse organisationen til den internationale konkurrencesituation.

Børsudvalget er af den opfattelse, at spørgsmålet om ophævelsen af Værdipapircentralens lovbestemte monopol på at foretage registrering bør ses i sammenhæng med konklusionen vedrørende de tilsvarende spørgsmål for Københavns Fondsbørs. Der er enighed om, at en tvungen adskillelse af registreringsfunktionen og clearing- og afviklingssystemerne er uhensigtsmæssig, jf. i øvrigt afsnit 13.4.1.

13.3.5. Kapitalafdækning

Krav til clearingcentralers egenkapital bør klart fremgå af loven. Børsudvalget finder, at minimumsegenkapitalen bør være 40 mio. kr., ligesom for fondsbørser og dermed svarende til kravet til pengeinstitutter på 5 mio. ECU.

Afdækningen af risici i relation til clearing og afvikling afhænger af, hvilke former for risici der er tale om¹¹.

For transaktioner, hvor clearingcentralen ikke er part eller garant, er centralens risiko begrænset til en håndteringsrisiko. I det omfang clearingcentralerne eller clearingdeltagerne foretager transaktioner, der indebærer hovedstolsrisiko, genplaceringsrisiko eller andre former for kreditrisici, skal der foretages en afdækning heraf. Clearingcentraler gennemfører typisk afviklingen DVP¹², hvorefter der ikke er en hovedstolsrisiko. Hvis en clearingcentral påtager sig en risiko som part i afviklingstransaktioner, skal denne risiko afdækkes.

¹¹⁾ Der henvises til kapitel 4 for så vidt angår kategorisering af risici forbundet med afvikling.

¹²⁾ Der henvises til kapitel 4 for så vidt angår afgrænsningen af begrebet *Delivery versus payment* (DVP).

Clearingcentralen kan med en låneordning af værdipapirer øge kvaliteten af den samlede afvikling, d.v.s. reducere mængden af uafviklede handler i afviklingssystemet. Det er dog i denne sammenhæng nødvendigt at være opmærksom på, at såfremt en clearingcentral er part i en sådan låneordning, påtager denne sig risici udover, hvad der kendes fra det nuværende værdipapircentralssystem.

Den systemiske risiko vedrører det finansielle system som helhed og ikke kun clearingcentralerne. De juridiske spørgsmål, som behandles i kapitel 20, har afgørende indflydelse på den samlede systemiske risiko.

Afvejningen af, med hvilken vægt de mulige risici ved afvikling af værdipapirtransaktioner bør afdækkes eller minimeres, er snævert forbundet med den tekniske udvikling af clearing- og afviklingssystemerne og den generelle udvikling på markedet.

Regler for clearingcentralers afdækning af risici er derfor ikke egnet til fastsættelse i lovform. Loven bør alene indeholde hjemmel til, at sådanne regler kan fastsættes i en bekendtgørelse. Hvis clearingcentraler påtager sig risici omfattet af CAD og lignende regler, bør de være omfattet af disse.

Regler om sikkerhedsstillelse til afdækning af risici fastsættes mest hensigtsmæssigt af virksomhederne selv med godkendelse af Finanstilsynet.

13.3.6. Lovstrukturen

Børsudvalget finder, at der for clearing og afvikling ikke bør være et lovfæstet monopol.

Børsudvalget finder det hensigtsmæssigt så vidt muligt at samle lovgivningen på værdipapiriområdet i én lov, herunder reglerne om clearing og afvikling og registrering af værdipapirer.

Lovgivningen bør udformes i form af rammelovgivning, der regulerer formål, tilladelse, adgangskrav, tilsyn, regnskab og revision.

Reglerne om værdipapircentralers virksomhed inkorporeres i værdipapirhandelsloven.

Udvalget finder, at garantifondens virksomhed bør reguleres af de generelle regler, herunder reglerne om clearing og afvikling.

Lovgivningen på dette område må ikke hindre, at clearingcentralerne og det marked, der betjener sig heraf, har mulighed for løbende at tilpasse sig til udviklingen, men udformes således, at clearingcentralerne inden for lovgivningens rammer kan udvide kerneaktiviteten og derudover har mulighed for at drive anden/accessorisk virksomhed.

13.3.7. Tilsyn

Clearingvirksomhed og virksomhed som værdipapircentral skal kræve Finanstilsynets tilladelse. Tilladelsen kan inddrages, såfremt en central ikke overholder loven eller pålæg fra Finanstilsynet.

Som i den øvrige finansielle lovgivning må det være lovens udgangspunkt, at ansvaret for forsvarlig drift af registrerings-, clearing- og afviklingssystemer hviler på ledelsen af en clearingcentral. Det er op til clearingcentraler og værdipapircentraler inden for rammerne af lovgivningen at vælge den mest hensigtsmæssige måde at operere på.

Finanstilsynet fører tilsyn med, at virksomheder, der driver registrerings-, clearing- og afviklingssystemer overholder værdipapirhandelsloven og regler fastsat i medfør heraf, herunder regler om ansvarlig kapital, betryggende procedurer og systemer m.v. Clearing og/eller afvikling i et kreditinstitut udøves dog som hovedregel i henhold til bank- og sparekasselovens bestemmelser.

Da clearingcentraler og værdipapircentraler driver virksomhed af betydelig samfundsøkonomisk betydning, bør de i fremtiden underlægges et virksomhedstilsyn på linie med, hvad der allerede er gældende vedrørende Værdipapircentralen.

Clearing- eller værdipapircentralens ledelse skal fastsætte forretningsgange, kontrolforanstaltninger og risikodækning, ligesom betingelserne for, at clearingdeltagere kan blive tilsluttet en clearingcentral, skal være godkendt af Finanstilsynet. Der er i sådanne centraler både behov for et solvenstilsyn og et tilsyn med den tekniske indretning. Derfor bør Finanstilsynet kunne fastsætte bestemmelser om systemrevision for værdipapircentraler og clearingscentraler i lighed med, hvad der allerede er gældende for systemrevision i Værdipapircentralen.

Det er Børsudvalgets opfattelse, at lovgivningen bør indeholde bestemmelser, der giver Finanstilsynet mulighed for at stille krav til, at en eventuel risiko er afdækket tilstrækkeligt.

Såfremt en clearingcentral eller værdipapircentral ikke overholder reglerne for dens virksomhed, skal Finanstilsynet have mulighed for at pålægge denne at foretage de nødvendige foranstaltninger. Ved grove eller gentagne overtrædelser skal Finanstilsynet have mulighed for at fratage centralen tilladelsen til at drive virksomhed. Denne sanktion bør dog kun anvendes over for centraler, hvis forretningsgange er uforsvarlige, eller overfor centraler, som har tilsidesat et pålæg fra Finanstilsynet, eller over for centraler, hvis overtrædelse af gældende regler kan befrygtes at blive af mere varig karakter eller i øvrigt få skadevirkninger af betydeligt omfang. Det afgørende hensyn i denne forbindelse er opretholdelsen af tilliden til de danske afviklings- og registreringssystemer.

13.4. De formueretlige regler (registrering)

Registrering af værdipapirer i værdipapircentraler bør reguleres i lov om værdipapirhandel og bekendtgørelser udstedt i medfør heraf.

Når det lovbestemte registreringsmonopol ophæves, er det nødvendigt at tage udgangspunkt i en definition af, hvad der forstås ved registrering af dematerialiserede værdipapirer som fondsaktiver for derved at afgrænse virksomhed som værdipapircentral i forhold til anden virksomhed, der foretager lignende eller sammenlignelige aktiviteter.

Reglerne om registrering i værdipapircentraler tager sit udgangspunkt i, at værdipapirer kan udstedes og omsættes i ikke-fysisk form (dematerialiseret). Efter reglerne om registrering i forslaget til værdipapirhandelslov er begrebet fondsaktiver at betragte som en delmængde af begrebet dematerialiserede værdipapirer, idet fondsaktiver er omsættelige dematerialiserede værdipapirer, der er registreret i et centralt register i en værdipapircentral. Ved omsættelige værdipapirer forstås værdipapirer, der kan overdrages uden at det ændrer på retsforholdet mellem udsteder og erhverver, f.eks. aktier o.l. Derivater er som udgangspunkt ikke omfattet, dog kan den enkelte værdipapircentral beslutte at registrere sådanne som fondsaktiver, såfremt det måtte blive relevant. Dematerialiserede værdipapirer kan således udstedes og omsættes uden nødvendigvis at være omfattet af bestemmelserne om registrering og de formueretlige regler herom.

Udvalget bemærker i denne forbindelse, at det er vigtigt, at både lovgivningen og markedet indrettes således, at papirløse fondsaktiver i praksis bliver altovervejende.

For andre værdipapirer end de i værdipapircentraler registrerede gælder de almindelige formueretlige regler, og for værdipapirer registreret i udenlandske systemer, de udenlandske retssystemer.

13.4.1. Reglerne om registrering

Det er Børsudvalgets opfattelse, at Værdipapircentralens lovbestemte eneret til at foretage registrering i Danmark ikke bør opretholdes. Værdipapircentrallovens formueretlige regler om rettigheders opståen og overgang bør indholdsmæssigt dog forsat være gældende for registrering af fondsaktiver. Det er påkrævet, at der er et klart retsgrundlag, efter hvilket der kan udstedes og overdrages rettigheder til danske fondsaktiver i henhold til dansk ret, uden at udstedelse af et dokument er fornødent. Fjernelsen af monopoliet bør endvidere følges af et forsat intensivt tilsyn, der sikrer, at registreringssystemer har et højt sikkerhedsniveau og at disse virker på en fair og neutral måde i forhold til kunderne.

Det kan endvidere ikke udelukkes, at udviklingen på markedet på et tidspunkt kan gøre det hensigtsmæssigt med flere registreringsenheder (værdipapircentraler) på det danske marked. Dersom Københavns Fondsbørs, Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralen på et tidspunkt fusionerer vil konkurrerende fondsbørser eller clearingcentraler være tvunget til at oprette en forbindelse under en eller anden form til registreringsenheden (værdipapircentral-delen) i sin konkurrent. Dette må betragtes som uhensigtsmæssigt under hensyn til udvalgets målsætning om at etablere lige konkurrencevilkår for alle deltagere i markedet, det være sig markedets institutioner, clearingcentraler, fondsbørser m.v., som værdipapirhandlere o.l.

Børsudvalget er dog af den opfattelse, at de formueretlige regler i den gældende lov om en værdipapircentral bør modificeres på to felter i forbindelse med indsættelsen i værdipapirhandel sloven:

Efter den nuværende § 8, stk. 3, er det hovedreglen, at retsvirkningstidspunktet for registreringer i Værdipapircentralen er tidspunktet for anmeldelsen til det kontoførende institut. Som en undtagelse gælder, at retsvirkningerne for transaktioner, hvori en fondshandler er part eller, som er indrapporateret af en udlands-

central, f.eks. Euroclear, først indtræder på tidspunktet for den endelige prøvelse i Værdipapircentralen.

Det er uhensigtsmæssigt, at undtagelsen i bestemmelsen gælder for det altdominerende flertal af indrapporterede transaktioner både regnet i antal og økonomisk størrelse.

Som en konsekvens heraf er det Børsudvalgets opfattelse, at retsvirkningerne af en registrering i en værdipapircentral bør indtræde på tidspunktet for den endelige prøvelse. Det vil tillige medføre en betydelig regelforenkling.

I § 10 i lov om en værdipapircentral om ændringsmeddelelser fastsættes det, at Værdipapircentralen eller det kontoførende institut skal give meddelelse til den efter Værdipapircentralens register berettigede og til anmelderen. Der skal gives meddelelse til den berettigede om eventuelle hindringer for registreringen eller ved ændring eller udslettelse af rettigheder.

Bestemmelsen har været til hinder for, at Værdipapircentralen eller de kontoførende institutter kan efterkomme individuelle behov og ønsker om forenkling eller reduktion af omkostningerne hos modtagerne af meddelelserne.

Børsudvalget finder, at det stadig bør være en værdipapircentral, der som ansvarlig for meddelelsen, kan aftale med det kontoførende institut, at det er instituttet, der på den pågældende værdipapircentral vegne forestår udsendelse af meddelelsen. Finanstilsynet bør således have en generel bemyndigelse til at fastsætte regler om, i hvilke tilfælde meddelelsen skal gives. Dette muliggør bl.a., at det kan bestemmes, at meddelelsen kan gives periodisk med angivelse af ændringer i perioden i lighed med kontoudskrifter for kreditinstitutter.

13.4.2. Værdipapirer uden for værdipapircentral-systemet

Efter § 1, stk. 1, i lov om en værdipapircentral **skal** udstedelse og omsætning af danske aktier og obligationer m.v., der noteres på Københavns Fondsbørs, registreres i Værdipapircentralen. Dette indebærer, at det for danske udstedere ikke er muligt at få optaget fysiske fondsaktiver eller dematerialiserede fondsaktiver opstået gennem et udenlandsk registreringssystem til notering på Københavns Fondsbørs.

Baggrunden for oprettelse af Værdipapircentralen og lovens system var bl.a., at handlen med fysiske værdipapirer, obligationer og aktier, på daværende tidspunkt havde antaget et sådant omfang, at der opstod en række håndteringsmæssige og sikkerhedsmæssige problemer.

Denne sammenkædning af registrering i Værdipapircentralen og notering på Københavns Fondsbørs har imidlertid betydet, at en række danske udstedere, herunder den danske stat, i en vis udstrækning foretrækker at udstede værdipapirer uden om værdipapircentralsystemet med registrering af udstedelsen og børsnotering i udlandet. Baggrunden herfor er primært, at de danske udstedere henvender sig til udenlandske investorer.

Børsudvalget finder, at det er ønskeligt, at danske værdipapirer, der er noteret på en udenlandsk børs kan handles i Danmark uden forudgående af- og omregistrering. Reglerne om registrering af fondsaktiver i en værdipapircentral bør derfor ændres således, at danske og udenlandske fysiske værdipapirer og værdipapirer opstået gennem et andet registreringssystem kan noteres på danske børser, uden at der skal ske indkaldelse til registrering i en værdipapircentral.

Der synes ikke at være større risiko for, at børsnotering og handel med fysiske danske værdipapirer skal få et utilsigtet omfang, idet registrering i dematerialiseret form i en værdipapircentral er billigere end udstedelse og håndtering af fysiske værdipapirer.

13.4.3. Samlekonti

Samlekonti eller samledepoter er konti eller depoter hvor flere investorers værdipapirer opbevares samlet.

Samlekonti - herunder samlekonti i en værdipapircentral - har givet anledning til indgående drøftelser. Anledningen til drøftelserne er, at en konto med flere ejere kan give anledning til komplicerede juridiske problemer i tilfælde af konkurs og lignende.

Børsudvalget finder, at der bør ske en præcisering af lovgrundlaget, således at der bliver en klar hjemmel til anvendelse af samlekonti med henblik på beskyttelse af investorerne.

Fra værdipapirhandlernes side er anført en række argumenter for at anvende samlekonti i værdipapircentralsystemet, herunder at inter-

nationaliseringen af handlen med værdipapirer samt udvidelsen af deltagerkredsen i Værdipapircentralen vil nødvendiggøre, at der med børsreformen bliver et klart retsgrundlag for at anvende samlekonti i værdipapircentralsystemet. Det er videre blevet anført, at anvendelsen af samlekonti er international standard. Udenlandske virksomheders deltagelse i systemet vil bl.a. afhænge af, at der ikke i værdipapircentralsystemet er indført begrænsninger, der opfattes som usædvanlige. Endelig kan det nævnes, at samlekonti ofte er nyttige "mellemstationer" i afviklingen.

Efter god værdipapirhandlerskik og i overensstemmelse med almindelig hæderlighed skal kreditinstitutter og investeringsselskaber informere den enkelte investor om den grad af retsbeskyttelse, anvendelsen af en given form for samlekonto giver. Markedsdeltagerne skal foretage en "*tydelig flagning*" over for deres kunder. Anvendelsen af individuelle konti i værdipapircentralsystemet giver investor en høj grad af sikkerhed, hvorimod opbevaring af værdipapirer på samlekonti kan være forbundet med risici. Erstatningsreglerne i §§ 103-104 i forslaget til lov om værdipapirhandel (se kapitel 18) vil i givet fald kun være relevant for en samlekonto som helhed, men ikke for de enkelte ejendomsforhold registreret i det pågældende institut eller selskab, der fører kontoen (depositaren).

Det er vigtigt, at investorerne ved opbevaring af værdipapirer sikres en høj grad af beskyttelse i tilfælde af depositarens konkurs, betalingsstandsning m.v. Samtidig er det vigtigt at sikre værdipapircentraler og de danske markedsdeltagere vilkår, der ikke afviger fundamentalt fra udenlandske systemer.

Børsudvalget finder på baggrund heraf, at der forsat skal kunne anvendes samlekonti i værdipapircentralers systemer, og at man skal søge at opnå den bedst mulige beskyttelse af investorernes ejendomsret til værdipapirer på samlekonti. Der skal ligeledes opstilles krav om klar og tydelig information til investorerne.

Som følge af forbrugerbeskyttelseshensyn er det ikke hensigten, at registrering på samlekonti skal tage et betydeligt omfang. I så fald kan registrering på samlekonti karakteriseres som registreringsvirksomhed, hvorved aktiviteten bliver underlagt betryggende regulering. Tilsynsmyndigheden skal have mulighed for at pålægge et registreringssystem baseret på samlekonti at følge reglerne om værdipapircentral, hvis samlekonti får et for stort omfang.

Der henvises til mindretalsudtalelsen i afsnit 10.8.3.

Det er Børsudvalgets opfattelse, at det i lovens registreringskapitler bør præciseres, at der er klar hjemmel til at registrere aktiver i værdipapircentralsystemet på samlekonti, herunder med nominee. Yderligere regulering af anvendelsen af samlekonti bør henvises til de almindelige bestemmelser i værdipapirhandelsloven, jf. nedenfor.

Spørgsmålet om samlekonti er imidlertid ikke kun relateret til en værdipapircentralers systemer. I forbindelse med en række retssager har det vist sig, at investorernes retsstilling for så vidt angår udenlandske værdipapirdepoter i tilfælde af den danske depotførende værdipapirhandlers konkurs kan være forbundet med betydelig usikkerhed.

Børsudvalget finder, at det derfor i værdipapirhandelsloven bør fastsættes, at værdipapirhandlere - kreditinstitut, fondsmæglerselskab m.v. - kan anvende samlekonti eller samledepoter, hvor flere investorers værdipapirer opbevares sammen. Forudsætningen for at investorernes ejendomsret til værdipapirerne kan opretholdes er, at værdipapirhandleren skal føre et register, hvor de enkelte ejendomsforhold til de registrerede værdipapirer klart fremgår. Den af den danske værdipapirhandler foretagne registrering af det enkelte ejerforhold er herefter sidestillet med en individualisering af de pågældende værdipapirer som tilhørende den enkelte investor. For så vidt angår udenlandske depoter vil dette betyde en væsentlig forbedring af investorernes retsstilling.

Denne ordning medfører, at man analogiserer fra retsvirkningerne af værdipapircentralers elektroniske registrering af rettigheders overgang og opståen til kreditinstitutternes og fondsmæglerselskabernes interne registreringssystemer, jf. ovenfor under afsnit 13.4.1.

Det må i den forbindelse erkendes, at spørgsmålet om investorernes ejendomsret ikke kan reguleres ved alle former for samlekonti. Samlekonti anvendt i værdipapircentralsystemet og andre dansk-baserede samlekonti bør som beskrevet ovenfor undergives regulering. Såfremt investorer har fondsaktiver på samlekonti, der er uregulerede i forhold til dansk ret, til deponering af fondsaktiver, må det betyde, medmindre der foreligger en overtrædelse af markedsføringslovens § 1 eller af aftalelovens §§ 33 eller 36, at investorerne

accepterer de risici, der er forbundet hermed efter dansk eller fremmed ret.

13.5. Værdipapircentralers organisation m.v.

Børsudvalget har drøftet en række organisatoriske aspekter i forhold til værdipapircentraler.

13.5.1. Værdipapircentralers ledelse og organisation

Børsudvalget finder, at det er ledelsens ansvar at fastlægge den mest hensigtsmæssige organisering af Værdipapircentralens virksomhedsområde indenfor værdipapirhandelslovens rammer. Ud fra en afvejning af de samlede sektorpolitiske interesser har et flertal af udvalget foreslået, at der indsættes en yderligere repræsentant i Værdipapircentralens bestyrelse med henblik på at varetage investorernes interesser indtil en eventuel omdannelse.

Et mindretal (Klaus Willerslev-Olsen, Klaus Struwe og Sven-Karsten Topp) finder ikke noget behov for at ændre sammensætningen af den indtil nu velfungerende bestyrelse for Værdipapircentralen.

Sven-Karsten Topp og Klaus Willerslev-Olsen er endvidere af den opfattelse, at der af hensyn til det samlede afviklingsystems effektivitet og konkurrencedygtighed på særskilt afgrænsede områder fremover vil kunne være behov for, at Værdipapircentralen påtager sig risici ud over håndteringsrisici. Sven-Karsten Topp og Klaus Willerslev-Olsen har oplyst, at Realkreditrådet og Finansrådet i Værdipapircentralens bestyrelse vil arbejde for løsninger, som sikrer den ønskede forbedring af Værdipapircentralens funktionalitet med henblik på at understøtte clearing og afvikling af værdipapirhandlen, uden at det ændrer væsentligt ved Værdipapircentralens risikoprofil.

Værdipapircentralens lovbestemte monopol foreslås ophævet. Det betyder, at der bliver adgang til konkurrere på værdipapircentralområdet. Enhver værdipapircentral skal drive virksomhed i henhold til reglerne i værdipapirhandelslovens kapitler 22-28. Herudover skal det foregå i en decentral struktur med kontoførende institutter. Er der flere centraler, vil de formentlig dække hver sit område.

Udgangspunktet er, at værdipapircentraler skal reguleres på linie med fondsbørser, clearingcentraler, autoriserede markedspladser m.v. i lov om værdipapirhandel. Det betyder, at der på linie med reglerne for disse virksomheder er en række betingelser, der skal være opfyldt for at opnå tilladelse som værdipapircentral. Kun en af betingelserne for at opnå tilladelse som værdipapircentral adskiller sig fra de øvrige virksomheder i lovudkastet.. Den pågældende værdipapircentral skal efter § 105 i forslag til lov om værdipapirhandel opstille et kapitalberedskab, der til enhver tid skal udgøre 1 mia. kr. i hæftelse.

13.5.2. Tilslutning til en værdipapircentral

Børsudvalget foreslår, at der vedrørende tilslutningsformer skal foretages følgende ændringer i forhold til de gældende regler i lov om en værdipapircentral:

1. at kreditinstitutter og investeringsselskaber fra EU, EØS samt tredjelande skal kunne tilsluttes som kontoførende institut, dersom de har hjemlandets tilladelse til at opbevare og forvalte værdipapirer.
2. at danske clearingcentraler kan tilsluttes som kontoførende institutter, herunder også Værdipapircentralen og Garanti-fonden for Danske Optioner og Futures.
3. at værdipapircentraler får mulighed for at tilbyde en tilslutning som storkunde, der er udvidet i forhold til den gældende lovs § 19, stk. 2, ved at omfatte andre end institutionelle investorer og ved direkte at kunne anvende Værdipapircentralen som kontoførende institut.
4. at depotbanker kan tilsluttes en værdipapircentral på samme vilkår som udlandscentraler, jf. forslaget til lov om værdipapirhandel § 86.

Det er Børsudvalgets opfattelse, at kredsen af kontoførende institutter principielt skal forblive uændret. Der er dog behov for visse justeringer:

Efter 2. bankdirektiv og ISD er opbevaring og forvaltning af værdipapirer omfattet af adgangen til at drive grænseoverskridende virksomhed. Der bør således være adgang til for kreditinstitutter og investeringsselskaber, der har det »europæiske pas«, samt for

virksomheder fra tredjelande med en tilsvarende adgang til at varetage opbevaring og forvaltning af værdipapirer, at opnå status som kontoførende institut.

Endvidere bør danske clearingcentraler kunne opnå status som kontoførende institut.

En effektiv og sikker afvikling af værdipapirtransaktioner afhænger af, at levering af værdipapirer mod betaling af vederlaget herfor foretages **samtidigt** og **uigenkaldeligt**. I forhold til afvikling af grænseoverskridende værdipapirtransaktioner kan der være tidsmæssige og systemmæssige divergenser mellem de forskellige afviklingssystemer: værdipapirerne leveres f.eks. tidligere end betaling kan foretages. Der er derfor et behov **for**, at værdipapircentraler kan føre en *mellemkonto* på vegne af køber eller sælger, hvorpå værdipapirerne posteres, indtil en samtidig udveksling af ydelserne kan foretages, det vil sige at penge krediteres sælger samtidig med, at værdipapirerne leveres til købers konto. Hidtil har Værdipapircentralen ikke haft mulighed for at føre konti i systemet, heller ikke *mellemkonti*.

Det skal bemærkes, at Værdipapircentralen herefter skal tage stilling til en ændret risikoprofil, idet Værdipapircentralen i sin egenskab af clearingcentral kan påføres en genplaceringsrisiko for værdipapirer eller penge, der ikke afvikles som forventet ved grænseoverskridende værdipapirtransaktioner. Risici i forbindelse med clearing må afdækkes efter regler om risikoafdækning fastsat af Finanstilsynet i medfør af § 70, stk. 2, i forslaget til lov om værdipapirhandel og kan eventuelt afdækkes gennem tilslutningsaftale og andre aftaler. Der henvises til mindretallets udtalelse i afsnit 13.5.1.

En værdipapircentral bør have ret til som kontoførende institut at foretage registreringer i værdipapircentralsystemet bl.a. med henblik på at effektivisere afviklingen. Se i øvrigt nedenfor vedrørende begrænset tilslutning.

Det antages, at en gruppe af udenlandske og muligvis også danske kreditinstitutter, investeringsselskaber m.v., ikke finder en tilslutning til en værdipapircentral som kontoførende institut attraktiv, idet de med en tilslutning som kontoførende institut er undergivet en række pligter efter loven samt bekendtgørelse om registrering m.v. af fondsaktiver. Der er således behov for en i forhold hertil begrænset tilslutningsform.

Der henvises til mindretallets udtalelse i afsnit 10.8.3.

I henhold til de gældende regler er det muligt for en afgrænset kreds af virksomheder at få status i systemet som storkunde. Efter § 19, stk. 2, i lov om en værdipapircentral kan Arbejdsmarkedets Til-lægspension, Lønmodtagernes Dyrtdsfond, Den Sociale Pensionsfond, Garantifonden for Danske Optioner og Futures samt forsikrings-selskaber og pensionskasser efter regler fastsat af erhvervsministeren direkte i Værdipapircentralen indhente oplysninger om egne beholdninger samt gennem denne til de kontoførende institutter overføre meddelelser om salg (storkunder). I medfør af § 51 i bekendtgørelse om registrering af fondsaktiver m.v. i Værdipa-pircentralen er forudsætningen herfor, at der indgås en tilslutnings-aftale med Værdipapircentralen.

Den gældende storkundeordning er snæver, og et flertal af Børsud-valget er derfor af den opfattelse, at der skal være en bredere mulighed for at kunne tilsluttes en værdipapircentral med rettigheder og pligter, der er begrænsede i forhold til de kontoførende institut-ters rettigheder og pligter. Dette kan gøres ved at fjerne begræns-ningen for, hvem der kan være storkunde efter lov om en værdipa-pircentral samt at give disse mulighed for at foretage anmeldelse om registrering på egne konti direkte til en værdipapircentral, der således kommer til at fungere som kontoførende institut for den pågældende storkunde.

Et mindretal (Klaus Willerslev-Olsen) finder som udgangs-punkt ikke behov for at udvide kredsen af deltagere i værdipapircentraler, udover hvad Danmark er forpligtet til i henhold til 2. bankharmoniseringsdirektiv og investerings-servicedirektivet. Heraf følger, at EU- og EØS-kreditinstitut-ter og -investeringsselskaber skal sikres adgang, hvis de opfylder de krav, der stilles af værdipapircentraler for tilslutning. Der henvises i øvrigt til mindretallets udtalelse i afsnit 10.8.3.

Det skal ikke i lovgivningen fastsættes, hvilke selskaber, institutter m.v. der kan tilsluttes en værdipapircentral som storkunde. Be-slutning herom træffes af den pågældende værdipapircentrals be-styrelse.

Efter § 6a i lov om en værdipapircentral kan Værdipapircentralen indgå tilslutningsaftale med udenlandske værdipapircentraler, der er under tilsyn i deres hjemlande (udlandscentraler).

Udenlandske depotcentraler er i nogen lande organiseret som kreditinstitutter. Efter den gældende lov om en værdipapircentral ville der ikke være hjemmel til, at sådanne kunne indgå aftale med Værdipapircentralen om tilslutning, uagtet at de funktionelt opererer som depotcentraler. Sådan hjemmel bør indføres.

En værdipapircentral bør desuden have mulighed for at indgå tilslutningsaftale med depotbanker for bl.a. på den måde at opnå indirekte forbindelse med udlandscentraler, hvor udenlandsk lovgivning eller andre forhold hindrer, at en værdipapircentral kan indgå i en direkte tilslutning til disse udlandscentraler.

13.5.3. Adgang til en værdipapircentralens registre

Ved udformningen af lov om en værdipapircentral var det et primært hensyn, at der var fuld tillid til systemet, herunder at uvedkommende ikke kunne få oplysninger fra Værdipapircentralens system.

Efter § 32, stk. 1, i lov om en værdipapircentral må Værdipapircentralen ikke afgive oplysninger til andre end de kontoførende institutter og udlandscentraler, undtagen hvor der i lov om en værdipapircentral er hjemmel til dette. Efter forarbejderne til bestemmelsen var formålet at skabe et værn mod misbrug af værdipapircentralens oplysninger.

Det kan nævnes, at Finanstilsynet i forbindelse med ændringen af reglerne om insider-handel ikke fik adgang til at indhente oplysninger fra Værdipapircentralen.

I forbindelse med en straffesag har Vestre Landsret afsagt kendelse af 25. april 1994, hvorved Værdipapircentralen blev pålagt at udlevere oplysninger om en specifik konto, hvor nærmere angivne aktier beroede, og derved belyse, fra hvilken anden konto aktierne

er overført, eventuelt også i tidligere led, samt til hvilke konti aktierne eventuelt senere er overført¹³⁾.

To dommere har udtalt, at Værdipapircentralen efter sin struktur og sit formål må sidestilles med en offentlig institution og derfor må anses som omfattet af retsplejelovens § 169. Udgangspunktet er herefter, at Værdipapircentralen ikke har pligt til at give de oplysninger, som anklagemyndigheden har anmodet om. Da oplysningerne imidlertid skønnes at have afgørende betydning for straffesagens udfald, bør hensynet til hemmeligholdelse vige for sagens oplysning, jf. retsplejelovens § 169, stk. 2, 2. pkt.

En dommer har udtalt, at uanset Værdipapircentralen udfører opgaver, hvortil der er knyttet en væsentlig offentlig interesse, kan den ikke ligestilles med en offentlig institution. Værdipapircentralen kan derfor ikke anses for omfattet af retsplejelovens § 169.

Børsudvalgets finder, at man bør afvente Højesterets afgørelse i denne sag inden, at der eventuelt tages stilling til, om reglerne i lov om værdipapirhandel vedrørende værdipapircentralers tavshedspligt bør ændres.

¹³⁾ I UfR 1994 s. 576-594 udtaler Landsretten: "Bestemmelserne om tavshedspligt i §§ 32 og 34 i lov om en værdipapircentral medfører ingen anden begrænsning i adgangen til at kræve edition end den, der følger af reglerne om vidneudelukkelsesgrunde eller vidnefritagelsesgrunde i retsplejelovens §§ 169-172, hvortil der henvises i retsplejelovens § 827 i slutningen. Dette har støtte i forarbejderne til § 34 i lov om en værdipapircentral, idet det i bemærkningerne til lovforslaget for så vidt angår denne bestemmelse anføres, jf. Folketingstidende 1979-80, tillæg A, spalte 4000, at *"Brud på tavshedspligten foreligger ikke, såfremt.... (videregivelse af oplysninger) sker efter retskendelse."*

Kapitel 14

Pengemarkedet

14.1. Afgrænsning

Pengemarkedet afgrænses almindeligvis til ind- og udlånsforretninger mellem pengeinstitutter med kort løbetid.

Transaktionerne på pengemarkedet er organiseret på flere forskellige måder fra små pengeinstitutter i den ende af skalaen, hvor en korrespondentkonto med et større institut normalt er tilstrækkeligt, til en markedsplads hos pengemarkedsmæglerne i den anden ende, hvor der tillige findes marked maker-aftaler i de forskellige segmenter af markedet.

Grundstenen i pengemarkedet er udlånsforretninger mellem pengeinstitutter. I sin oprindelige form var pengemarkedet alene usikrede udlån mellem pengeinstitutter primært for at udligne likviditetsbehov, men også for at afdække og/eller tage positioner i den korte ende af løbetids spektret.

Udveksling af likviditet er fortsat kernen i markedet, men der er indtrådt en klar tendens til at reducere den kreditrisiko, der er forbundet med usikrede mellemværender, ved anvendelse af forskellige former for sikkerhedsstillelse. Endvidere anvendes flere typer af finansielle instrumenter, der kan bruges til afdækning af renterisici uden udveksling af hovedstolsbeløb. I de seneste år er sikkerhedsstillelse i form af genkøbsforretninger i statspapirer blevet af stor betydning på pengemarkedet.

De underliggende værdipapirtransaktioner i form af en spotforretning og en modgående terminsforretning i statspapirer er efter deres formål ikke værdipapirtransaktioner, men et udtryk for en sikkerhedsstillelse iklædt en værdipapirtransaktion, der udnytter, at værditransaktionen i form af et ejerskifte giver långiver sikkerhed for sit udlån.

En anden udbredt form for sikkerhed er indskud i fremmed valuta. Sikkerheden opnås ved at sælge kroner mod fremmed valuta spot og samtidig aftale den omvendte transaktion i terminsmarkedet - en såkaldt foreign exchange swap. Herudover har FRA's (Forward Rate Agreements) - dvs. aftaler om at modtage/betale en aftalt rente i en fremtidig periode - fået en betydelig udbredelse på den professionelle pengemarkedsplads. I sidstnævnte forretninger udveksles ikke hovedstol.

Sideløbende med disse udprægede pengeinstitutprodukter er fremkommet forskellige produkter, der har nogenlunde samme økonomiske karakteristika, men hvor der anvendes børsnoterede instrumenter. Som eksempler kan nævnes børsnoterede værdipapirer med en kort løbetid som skatkammerbeviser og børsnoterede afledte kontrakter som CIBOR-futures i Garantifondens regi.

Pengeinstitutprodukterne samt nogle af de børsnoterede pengemarkedsrelaterede instrumenter formidles på den professionelle markedsplads hos pengemarketsmæglerne.

Pengemarkedet er karakteriseret ved et kernemarked for de professionelle, som skaber grundlaget for en effektiv prisdannelse, der smitter af på de næste led i kæden helt ud til detailldedet.

14.2. Pengemarketsmæglerne

Det organiserede pengemarked opstod i begyndelsen af 1970'erne. I mange år var Astley & Pearce eneste mægler, men i midten af 1980'erne etableredes Harlow Butler i København.

I dag er de dominerende markedspladser for pengemarketshandel i Danmark mæglerfirmaerne Astley & Pearce og Harlow Butler. Begge firmaer er danske aktieselskaber, som er ejet af udenlandske modervirksomheder. Firmaet Nexor-broker formidler hovedsagelig forretninger mellem pengeinstitutter og det næste led lige uden for kernemarkedet, f.eks. aftaleindlån fra institutionelle investorer. Desuden anvendes mæglerne placeret i udlandet, men omfanget er ukendt. Pengemarketsmæglerne er ikke underlagt særlige lovmæssige reguleringer i dag, og der er fri etableringsret. Aktiviteterne kræver alene et forretningsgrundlag.

Formidling af kroneudlån og andre pengemarketsprodukter mellem pengeinstitutter er ikke mæglerfirmaernes eneste aktivitetsområde. Således er formidling af valutahandel mellem professionelle - der

fundamentalt er traditionelle ind- og udlån, men denomineret i fremmed valuta - en af de mest betydningsfulde aktiviteter.

En række af deltagerne på den professionelle markedsplads har lavet aftaler om market making i de forskellige instrumenter. Aftalerne indeholder bl.a. bestemmelser om maksimale forskelle mellem stillede købs- og salgspriser og det mindste beløb, de pågældende satser gælder for. Deltagerne stiller løbende priser til pengemarkedsmæglerne i de forskellige segmenter og har samtidig adgang til at se de bedste købs- og salgspriser på det skærbillede, som mæglerne udsender på elektroniske informationssystemer.

Mæglerens funktion er anonymiseret sammenføring af parter med modstående interesser i pengemarkedet. Skærbillederne, hvor priserne i markedet kan aflæses, er et af mæglerens virkemidler. Herudover udføres mere direkte arbejde via telefoner m.v. for at føre modparter sammen. Mæglerne foretager kun sammenføring og tager ikke positioner på egne bøger i denne proces. Mæglerens sælger for dette arbejde aftales mellem mægler og det enkelte pengeinstitut.

De vigtigste instrumenter, der omsættes på kronesiden hos pengemarkedsmæglerne, er usikrede indlån (deposits), foreign exchange swaps, genkøbsforretninger i statspapirer, rentekontrakter (FRA's), CIBOR-futures og skatkammerbeviser. Renten på foreign exchange swaps, der er kronelån mod sikkerhed i indskud i fremmed valuta, kvoterer ikke direkte, men er afledt af spotvalutakursen og valutaterminspræmien på USD.

Der er store forskelle i dybden af markedet i de forskellige instrumenter, og statistikdækningen er ikke komplet. Nationalbanken har i mange år indsamlet renteoplysninger fra pengemarkedsmæglerne. Disse rentesatser dækker dog kun en beskeden del af omsætningen på pengemarkedet, da omfanget af direkte handel mellem pengeinstitutter uden om mæglerne er betragteligt.

Siden begyndelsen af 1993 har Nationalbanken desuden indsamlet oplysninger om omsætningen af forskellige former for pengemarkedsudlån med løbetider over en uge hos market makerne i pengemarkedet.

Oplysningerne viser, at markedet for genkøbsforretninger i statspapirer er vokset betydeligt siden midten af 1993, jf. afsnit 14.3 om udviklingen på pengemarkedet i de senere år.

Også i helt korte løbetider (under 8 dage) er der en betydelig omsætning på pengemarkedet. Bl.a. spiller helt korte genkøbsforretninger en stor rolle for finansieringen af obligationshandlen.

14.3. Udviklingen på pengemarkedet

Et velfungerende pengemarked er vigtigt ud fra to hensyn.

For det første spiller pengemarkedet en betydningsfuld rolle i den pengepolitiske transmissionsmekanisme. Igennem mange år har pengepolitikken alene været indrettet på at påvirke den korte rente, hvorimod ikke-markedsmæssige reguleringer ikke har været anvendt. I dette univers er det afgørende, at Nationalbankens rentesignaler transmitteres gennem pengeinstitutterne til kunderne/markedet med et minimum af støj. Dette kræver, at pengemarkedet fungerer effektivt med hensyn til prisdannelse og konkurrenceforhold.

Rentedannelsen i pengemarkedet danner basis for pengeinstitutternes rentesatser over for kunderne, eksempelvis en lang række kontrakter på det finansielle marked, der er relateret til CIBOR. En dårlig prisdannelse og svage konkurrenceforhold ville medføre, at CIBOR-fastsættelsen bliver usikker. Det ville stille det danske marked i et dårligt lys nationalt og ikke mindst internationalt.

For det andet er et effektivt pengemarked en meget vigtig del af den infrastruktur, som er nødvendig for et velfungerende værdipapirmarked. En stor del af den professionelle værdipapirhandel forudsætter, at der løbende er en velfungerende mulighed for kortfristet finansiering og placering. Dette opnås med et effektivt kernemarked.

Pengemarkedet i kroner er tæt knyttet til Nationalbankens rolle som pengepolitisk myndighed og vil som sådan altid have betydelig tyngde i Danmark. Derimod kan et dårligt fungerende pengemarked medføre, at vilkårene for værdipapirhandel forringes, således at danske værdipapirer ikke bliver attraktive for udenlandske investorer.

For et par år siden opstod der en klar tendens til, at villigheden blandt pengeinstitutterne til at låne hinanden penge på usikret basis i pengemarkedet, bortset fra lån med helt korte løbetider, blev stærkt reduceret. Samtidig gennemførte næsten alle større pengeinstitutter, der udgør deltagerkredsen i pengemarkedet, en tilpasning af balancestruktur og forretningsstrategi. Under omstillingen koncentrerede en række pengeinstitutter sig navnlig om egne forhold og

nedprioriterede deres markedsdeltagere. I samspil med strukturen i det danske banksystem med få dominerende pengeinstitutter medførte denne udvikling en udvidelse af forskellen mellem de rentesatser, markedsdeltagerne var villige til at betale for indlån og rentesatserne, der krævedes for udlån. Endvidere opstod der mellem de enkelte delmarkeder på pengemarkedet til tider renteforskelle, som ikke var forenelige med de vilkår, der vil gælde i et effektivt marked præget af konkurrence.

Ved overgangen til nye likviditetspolitiske instrumenter i april 1992 besluttedes det at basere pengeinstitutternes adgang til lån i Nationalbanken på genkøbsforretninger i skatkammerbeviser. En årsag hertil var markedsdeltagernes ønske om at basere et marked for sikrede pengemarkedsudlån på skatkammerbeviser. Der opstod imidlertid hurtigt tendens til, at pengeinstitutternes beholdning af skatkammerbeviser reserveredes til genkøbsforretninger med Nationalbanken. Långivningen mellem bankerne koncentreredes i stedet om foreign exchange swaps. Det formindskede konkurrencen yderligere, da danske pengeinstitutter har vidt forskellige vilkår for adgang til fremmed valuta. Reservationen af skatkammerbeviser forstærkedes af de tilbagevendende perioder med pres mod kronen, der nødvendiggjorde, at Nationalbanken med forskellige likviditetsinddragende foranstaltninger fremtvang meget høje og stærkt fluktuerende pengemarkedsrenter.

Først med en væsentlig udvidelse af adgangen til at indgå genkøbsforretninger med Nationalbanken i juni 1993 ændredes forholdene afgørende. Ved ændringen fik pengeinstitutter adgang til at indgå genkøbsforretninger med Nationalbanken i alle indenlandske statspapirer. Hermed forbedres de enkelte institutters muligheder for at deltage i pengemarkedet og dermed konkurrenceforholdene.

Efterfølgende er markedet for genkøbsforretninger i statspapirer vokset meget stærkt og er nu et dominerende delmarked på pengemarkedet. I Finansrådets regi er der etableret en generel market maker-aftale for genkøbsforretninger i statspapirer med deltagelse af for tiden 10 pengeinstitutter. I denne aftale er det likviditeten, der driver transaktionerne, og långiver kan ikke stille krav om sikkerhed i specifikke værdipapirer.

Herudover har pengeinstitutterne siden foråret 1993 igen været villige til at yde hinanden usikrede lån på andet end helt kort sigt. Denne tendens er blevet fastholdt sideløbende med væksten i

markedet for genkøbsforretninger. Samtidig er den tonegivende rentesats ikke som tidligere dag til dag renten, men derimod en lidt længere rentesats, hvilket også afspejler Nationalbankens ændrede instrumentarium.

14.4. Pengemarkedet og EU-direktiverne

På EU-plan eksisterer der ikke et særskilt direktiv eller andre regler, der direkte omhandler og dermed regulerer pengemarkedet betragtet som en markedsplads for omsætningen af pengemarkedsinstrumenter. Dette er i overensstemmelse med, at der heller ikke findes et direktiv vedrørende andre former for finansielle markedspladser som f.eks. børser.

Selvom der ikke er EU-bestemte regler om pengemarkedets indretning, så medfører andre direktiver, at der findes bestemmelser vedrørende de typiske aktører på pengemarkedet, eller bestemmelser, der udelukker nogle fra markedet, ligesom pengemarkedsinstrumenter indgår i listen over finansielle instrumenter i direktiver på det finansielle område. De væsentligste EU-direktiver i denne sammenhæng er ISD og direktiverne på bankområdet, herunder især 2. bankharmoniseringsdirektiv og solvensnøgletalsdirektivet.

Ind- og udlånsvirksomhed, herunder også valutahandel - jf. at professionel valutahandel må karakteriseres som handel med indskud i fremmed valuta - falder ind under listen over aktiviteter, der er undergivet gensidig anerkendelse for kreditinstitutter i 2. bankharmoniseringsdirektiv.

I 2. bankharmoniseringsdirektiv slås det samtidig fast, at medlemsstaterne er forpligtet til at forbyde andre end kreditinstitutter erhvervsmæssigt at tage imod indlån fra offentligheden.

Det fremgår af ISD's bilag, at investeringsselskabers accessoriske tjenesteydelser, eksempelvis udlån, udelukkende kan foretages i den udstrækning, at långivningen har tilknytning til udførelsen af en transaktion i et finansielt instrument, og investeringsselskabet selv deltager i transaktionen. På samme måde er valutahandel kun omfattet af ISD som en accessorisk tjenesteydelse og kun, når dette sker i forbindelse med ydelsen af investeringsservice. Det nævnes eksplicit i ISD's betragtninger, at det er en omgåelse af direktivet, hvis man etablerer sig med en filial for f.eks. udelukkende at foretage valutatransaktioner. Der er således ikke medtaget almindelig kreditinstitutvirksomhed i ISD's aktivitetsområde.

En særlig aktivitet for kreditinstitutter, der nævnes i 2. bankharmoniseringsdirektiv uden uddybende kommentarer, er "money broking". En fortolkning af dette punkt kan være, at kreditinstitutter med det europæiske pas har adgang til at deltage i et mæglerbaseret pengemarked på linie med de nationale kreditinstitutter, når de har hjemlandets tilladelse til det pågældende aktivitetsområde. Derimod forekommer bestemmelsen ikke beregnet på virksomhed som pengemarkedsmægler.

Kredsen på det professionelle pengemarked "defineres" eller begrænses også indirekte via kapitaldækningsreglerne i solvensnøgletalsdirektivet. Indskud i andre kreditinstitutter har således en lavere kapitalbelastning end fordringer på ikke-banksektoren.

På denne baggrund må det vurderes, at de traditionelle instrumenter på pengemarkedet falder uden for ISD's anvendelsesområde. Pengemarkedet forstået som ind- og udlånsforretninger såvel over en særlig markedsplads som bilateralt mellem de professionelle aktører må betragtes som pengeinstitutvirksomhed. Tilsvarende må det vurderes, at det europæiske pas i givet fald tildeles i henhold til 2. bankharmoniseringsdirektiv.

Når man i stedet bevæger sig til børsnoterede kortfristede pengemarkedsinstrumenter, vil der være tale om aktiviteter, hvor såvel bankdirektiverne som ISD har betydning for henholdsvis kreditinstitutter og investeringsselskaber. I den udstrækning handlen foregår på en børs, vil det være ISD, som giver adgangen til dette regulerede marked via det europæiske pas. Ligeledes vil ISD's regler for de regulerede markeder have betydning for transaktioner i børsnoterede pengemarkedsprodukter mellem handelsberettigede, når dette sker uden om børsens handelssystemer.

Mens kernen i den traditionelle pengemarkedsaktivitet i vid udstrækning er forbeholdt pengeinstitutter, vil handel med kortfristede værdipapirer som f.eks. skatkammerbeviser være en aktivitet, hvor der kan deltage såvel pengeinstitutter som investeringsselskaber.

I 2. bankharmoniseringsdirektivs og ISD's lister over instrumenter indgår sådanne pengemarkedsinstrumenter. Som eksempler på pengemarkedsinstrumenter nævnes i ISD's betragtninger skatkammerbeviser, indskudsbeviser (CD's) og commercial papers.

Disse kategorier er alle kendetegnet ved at være kortfristede omsættelige papirer.

I listen over tjenesteydelser i henhold til ISD indgår formidling af ordrer på investorers vegne. Derimod falder ren formidlingsvirksomhed mellem professionelle deltagere - som den pengemarkeds-mæglerne foretager på kernemarkedet - uden for direktivets anvendelsesområde. Omsætningen på pengemarkedet ved brug af pengemarkeds-mæglere må i stedet betragtes som en markedsplads underlagt værtslandets lovgivning. Vurderet i forhold til ISD's krav til et reguleret marked falder pengemarkeds-mæglerne uden for definitionen.

Da pengemarkeds-mæglerens virksomhed ikke er direktivbestemt, er det et nationalt anliggende at fastsætte regler for pengemarkeds-mæglerens virksomhed.

I praksis afgrænses det professionelle pengemarked i betydelig udstrækning af den faktiske opbygning af pengemarkedet, herunder centralbankernes tilrettelæggelse af den pengepolitiske styring. Det fremgår af såvel 2. bankharmoniseringsdirektiv som ISD, at det fortsat er medlemsstaterne, der har ansvaret for iværksættelsen af foranstaltninger på det pengepolitiske område dog under hensyntagen til de nye initiativer på det monetære område i EU.

14.5. Den nationale regulering i EU-landene

Hidtil har der ikke været krav om autorisation for pengemarkeds-mæglere i Danmark. Det betyder, at de som flere andre mæglere reguleres gennem de almindelige regler i formueretten og markedsføringsretten m.v. samt ikke mindst branchekutymen.

Situationen i andre europæiske lande vedrørende pengemarkeds-mæglerens virksomhed giver et indtryk af at være forskelligartet.

I visse lande er situationen stort set som hidtil i Danmark, dvs. mæglerne alene er underlagt almindelig erhvervslovgivning. I nogle lande udfører centralbankerne alt efter behovet et vist oversyn med mæglerne for at sikre en redelig adfærd på det pågældende marked.

I andre lande findes der en mere eksplicit regulering af pengemarkeds-mæglerne, og der bliver i denne forbindelse stillet krav om opfyldelse af "fit and proper" krav og krav til redelig adfærd for at få et blå stempel. Hertil kommer, at visse udenlandske mæglere har

mulighed for at tage egne positioner og som følge heraf underlægges mere omfattende lovmæssige regler.

14.6. Reguleringen af pengemarkedet i den fremtidige værdipapirlovgivning

Eksistensen af et velfungerende pengemarked mellem pengeinstitutter vil også fremover være af afgørende betydning for at sikre en effektiv likviditetsudveksling mellem de professionelle markedsdeltagere. Samtidig er det vigtigt, at pengemarkedet fungerer effektivt af hensyn til den pengepolitiske transmissionsmekanisme, jf. afsnit 14.3.

I sin traditionelle form kan pengemarkedet på sin vis ses uafhængigt af implementeringen af ISD. Størstedelen af likviditetsudvekslingen sker bilateralt mellem kreditinstitutter, der er omfattet af den eksisterende banklovgivning. Det er hverken ønskeligt eller nødvendigt at anvende de regler, som Børsudvalget foreslår for børser og mæglere for denne del af pengemarkedet.

Imidlertid har Børsudvalget fundet det hensigtsmæssigt at benytte lejligheden til at fastsætte nogle overordnede bestemmelser for pengemarkedsmæglernes virksomhed. Baggrunden for at foreslå en vis, om end beskeden, regulering af pengemarkedsmæglernes virksomhed, der ikke hidtil har været omfattet af særskilte lovregler, har flere elementer.

Pengemarkedsmæglerne får, som det allerede er tilfældet med den eksisterende børslovgivning, adgang til at drive et marked, hvor der mellem deltagerne på pengemarkedet formidles handel med børsnoterede pengemarkedsprodukter. Denne adgang har karakter af et brud med børsernes eneret til at sammenføre handel med børsnoterede produkter mellem professionelle markedsdeltagere. Børsudvalget finder det naturligt at kræve, at de pengemarkedsmæglere, der benytter en undtagelse fra børsreglerne, kommer under en vis regulering med tilhørende tilsyn. Det skal i denne forbindelse nævnes, at pengemarkedsmæglere pålægges at sikre, at der for børsnoterede pengemarkedsprodukter sker indberetning af de indgåede handler i den udstrækning, at dette ikke sker af de involverede værdipapirhandlere.

Det er tanken, at pengemarkedsmæglere skal autoriseres af Finanstilsynet i den udstrækning, at de ønsker at formidle handel med børsnoterede pengemarkedsprodukter. Hvis en mægler ikke har til

hensigt at drive et marked i børsnoterede pengemarkedsprodukter men kun være mægler for andre pengemarkedsinstrumenter, vil autorisationen være en option for den pågældende virksomhed. Det må i denne forbindelse erindres, at en autorisation kan give en form for "blåstempling" af virksomheden.

Reguleringen af pengemarkedsmæglere vil blive begrænset. Det vil være et krav, at pengemarkedsmæglere er organiseret som et aktieselskab.

Det har for Børsudvalget været et afgørende hensyn, at pengemarkedsmæglernes virksomhed omfattes af reglerne om redelighed, der følger af værdipapirhandelsloven, og som måtte udstedes i medfør heraf. Herved skabes en tryghed hos værdipapirhandlere om, at de pågældende handler er indgået på en fair måde. Kravene til pengemarkedsmæglerne på dette område vil også sikre mæglernes upartiskhed og sikre en "seriøsitet" vedrørende denne markedsplads, uden at de generelle og mere detaljerede børsregler af denne grund udstrækkes til hele pengemarkedet mellem de professionelle aktører.

Derfor opstilles visse spilleregler for mæglernes virksomhed, herunder aflæggelse af regnskaber, regler om fairness, "fit and proper" krav til ledelsen, afgivelse af statistiske oplysninger o.l.

Af hensyn til pengemarkedets funktion og markedet makernes lyst til at deltage vil det være u hensigtsmæssigt at stille krav om offentligt tilgængelige priser. Dels skal markedet makere have et afkast af deres indsats, dels er det relativt nemt for de deltagende institutter at basere hele aktivitetsomfanget på bilateral kontakt, hvorved markedspladsen forsvinder. Hertil kommer, at mæglervirksomhed uden store problemer kan flyttes til udlandet. Det skete med skatkammerbeviserne, før pengemarkedsmæglerne fik adgang til at formidle disse papirer.

Det vil på den anden side være hensigtsmæssigt at få skabt mulighed for at indsamle og offentliggøre oplysninger om effektuerede pengemarkedsforretninger, herunder især om renteforholdene i de forretninger, der formidles af pengemarkedsmæglere. Sådanne oplysninger vil udgøre et nyttigt referencegrundlag for markedsdeltagere uden for kernemarkedet og skabe større gennemsigtighed på pengemarkedet.

Da indretningen af pengemarkedet er værtslandskompetence, kan også udenlandske pengemarkedsmæglere i givet fald kræves eller kræve sig autoriseret ved etablering her i landet. Autorisationen til pengemarkedsmæglervirksomhed udstedes af Finanstilsynet, der vil føre det nødvendige tilsyn med disse mæglere, eventuelt i samarbejde med hjemlandet.

14.7. Den videre udvikling af pengemarkedet

Analytisk er overgangen mellem pengemarkedet og værdipapirmarkedet ikke en klar grænse. Dette illustreres ved, at der findes rent likviditetsbaserede genkøbsforretninger svarende til den eksisterende marked maker-aftale for statspapirer, hvor låntager frit kan vælge det statspapir, der leveres som sikkerhed. Samtidig eksisterer der genkøbsforretninger, som er drevet af værdipapiret, dvs. udlån af specifikke værdipapirer med sikkerhed i likviditet. Afgrænsningen mellem de to typer genkøbsforretninger vanskeliggøres af, at et pengeinstitut, der efterspørger likviditet, ofte vil forsøge at få likviditeten til den lavest mulige rentesats ved at tilbyde et særligt efterspurgt værdipapir som basis for genkøbsforretningen. I praksis vil det derfor efterfølgende være vanskeligt at adskille likviditets- og værdipapirdrevne genkøbsforretninger.

Det er Børsudvalgets opfattelse, at Fondsrådet i takt med udviklingen på pengemarkedet bør have mulighed for at foretage de nødvendige tilpasninger i afgrænsningen af hvilke produkter, der kan formidles af pengemarkedsmæglere. Fondsrådet må have generel adgang til at tage stilling til hvilke typer af børsnoterede pengemarkedsinstrumenter, som kan formidles af pengemarkedsmæglerne.

Ved at vælge denne fremgangsmåde skabes i lovgivningen et pragmatisk grundlag, der afspejler den eksisterende struktur på pengemarkedet, men som også giver mulighed for, at markedet kan tilpasse sig til nye udviklingstendenser.

Endvidere er det hensigtsmæssigt, at den fremtidige lovmæssige ramme for fastlæggelse af afgrænsningen er tilstrækkelig fleksibel, således at eventuelle tilpasninger til markedsudviklingen ikke kræver en administrativ tung procedure.

Kapitel 15

Virksomheder, der kommer under regulering

15.1. Indledende bemærkninger

Investeringsservicedirektivet forudsætter, at virksomheder, der handler med eller formidler værdipapirer samt udfører porteføljepleje for andre, skal under regulering. Der henvises til kapitel 9.

I dag udfører pengeinstitutter, børsmæglerselskaber, kreditinstitutter med særlig tilladelse og realkreditinstitutter disse aktiviteter. Investeringsservicedirektivet og kapitalkravsdirektivet forudsætter imidlertid, at der med de nye og mere komplicerede finansielle instrumenter skulle ske en kapitaldækning ud fra et investerings-synspunkt.

Direktivet forudsætter også, at der sker en regulering af og tilsyn med en række andre virksomheder, der handler med eller formidler værdipapirer. Det drejer sig om en gruppe af overvejende små virksomheder, der driver forskellige former for vekslerervirksomhed eller andre former for investeringservice.

I overvejelserne om den fremtidige lovgivning for de eksisterende børsmæglerselskaber og de nye virksomheder, der skal under tilsyn, har Børsudvalget fundet det mest hensigtsmæssigt at udarbejde en ny lov om fondsmæglerselskaber. Det er fundet naturligt, at anvende en stor del af terminologien og regelopbygningen fra bank- og sparekasseloven til denne virksomhedslovgivning.

Baggrunden herfor er, at investeringsservicedirektivet og 1. og 2. bankharmoniseringsdirektiv på en række punkter har sammenfaldende regler med de fornødne tilpasninger.

15.2. Aktører på det uregulerede marked

Hovedparten af de virksomheder, der i dag udfører vekslerervirksomhed med hjemmel i næringslovens § 22, vil blive omfattet af den kommende lovgivning. Ved vekslerervirksomhed forstås i denne lov køb eller salg af værdipapirer for fremmed regning, arbitrageforretninger og veksling af penge.

Næringsloven forudsætter alene, at disse selskaber skal have et næringsbrev. Betingelsen for at få et næringsbrev er, at personen har dansk indfødsret, har bopæl i Danmark og er myndige og ikke er under konkurs. Kravet om dansk indfødsret og bopæl i Danmark bortfalder i det omfang, dette har hjemmel internationalt.

Allerede i 1986 under Børsreform I blev det overvejet, om man skulle udarbejde regler for vekslerere. Det fandtes ikke fornødent ved den lejlighed.

I 1987 i betænkning nr. 1108 - Brancheglidning i den finansielle sektor behandledes spørgsmålet igen. Det anføres i betænkningen, at det uregulerede kapitalmarked har et meget begrænset omfang i forhold til f.eks. pengeinstitutternes aktiviteter, og at en betydelig del af finansiering af selskaberne er sket gennem låntagning i pengeinstitutter.

Man overvejede, om der var behov for at bringe det uregulerede marked under regulering. Udvalget kunne ikke anbefale en lovgivning. Det blev påpeget, at en regulering næppe kunne begrundes med hensynet til, at der herved skabes en konkurrencemæssig ligestilling mellem pengeinstitutterne og uregulerede selskaber, idet disse ikke har haft nogen særlige fordele ved at være uregulerede.

Udvalget fandt sammenfattende, at der ikke var grundlag for at etablere tilsyn med de selskaber, der opererer på det uregulerede kapitalmarked, men at man kunne overveje, at skabe en større gennemsigtighed på kapitalmarkedet gennem bedre statistiske oplysninger om deres aktiviteter. For ikke-børsnoterede investerings-selskaber m.v., der udbyder værdipapirer og anpartar til offentligheden, anbefalede udvalget at der blev opstillet regler om oplysningspligt, markedsføring m.v., således at det fortsat var muligt at foretage risikobetonede investeringer samtidig med, at investorerne blev gjort opmærksom på den risiko, der herved blev taget. Man anså det for et problem, at kunderne troede, at sådanne virksom-

heder i lighed med investeringsforeninger og pengeinstitutter var under tilsyn.

Man fandt imidlertid, at der i markedsføringslovens regler om god markedsføringsskik var tilstrækkelig hjemmel til, at gribe ind over for vildledende markedsføring.

Danmark er et af de få lande, der ikke har vekselervirksomheder under tilsyn. Næsten alle øvrige lande i EU har sådanne virksomheder under tilsyn. Tilsynet indebærer, at virksomhederne bliver underkastet en regulering, og at der føres et løbende tilsyn samtidig med, at man skal følge regler om god værdipapirmarkedsskik m.v. Dette vil alt andet lige give en væsentlig forbedret forbrugerbeskyttelse end der er i dag. På den anden side har man ikke fundet grundlag for at lovregulere factoring-, leasing-, venture- og finansieringsselskaber m.v. Disse virksomheder er ikke omfattet af investeringsservicedirektivet og er i øvrigt ikke i kontakt med forbrugere. Hertil kommer, at de i større eller mindre omfang er ejet af pengeinstitutter m.v.

15.3. Kortlægning af det uregulerede marked

Udvalget har gennemført en undersøgelse med henblik på at kortlægge størrelsen af det uregulerede marked. Det har imidlertid vist sig vanskeligt at drage konklusioner på baggrund af undersøgelsens resultat, idet kun en mindre del af de adspurgte virksomheder besvarede spørgeskemaet.

Hertil kommer, at en større del af virksomhederne har besvaret de i spørgeskemaet stillede spørgsmål på en sådan måde, at disse besvarelser ikke har været egnet til at indgå i undersøgelsens resultat. Det har derfor været svært at vurdere, hvor mange virksomheder der vil blive omfattet af den fremtidige lovgivning.

Med et meget løst og usikkert skøn kan det dog vurderes, at det drejer sig om ca. 100 virksomheder.

15.4. Udvalgets overvejelser og forslag

Med de relativt faste rammer for implementering i lovgivningen, som investeringsservicedirektivet giver, er det fundet hensigtsmæssigt, udover at genanvende terminologi og opbygning fra bank- og sparekasseloven, at der udfærdiges en helt ny lov i form af det foreliggende udkast til lov om fondsmæglerselskaber og ikke blot en ændring af lov om Københavns Fondsbørs.

I forslaget til fondsmæglerloven er investeringsservicedirektivet implementeret med undtagelse af bestemmelserne om de etiske regler og retningslinjer for, hvorledes virksomheder, der yder investeringsservice, skal forholde sig over for deres kunder.

Børsudvalget har derfor foreslået, at de etiske regler og retningslinjer blev indsat i forslag til værdipapirhandelsloven, fordi sådanne regler bør gælde for alle, som beskæftiger sig med værdipapirhandel.

I lovudkastet er betegnelsen fondsmæglerselskaber valgt for bedre at kunne karakterisere virksomheder, der yder investeringsservice. Dertil kommer, at det er hensigtsmæssigt, at fondsmæglerselskaber driver deres investeringsservicevirksomhed i aktieselskabsform, fordi denne virksomhedsform er velkendt og reguleret. Loven vil omfatte børsmæglerselskaber og andre virksomheder, der driver investeringsservice, som i dag er omfattet af næringslovens § 22.

Efter forslaget til lov om værdipapirhandel vil fondsmæglerselskaber sammen med pengeinstitutter, realkreditinstitutter, kreditinstitutter, Danmarks Nationalbank samt Kongeriget Danmarks Hypotekbank og Finansforvaltning have eneret til erhvervsmæssigt at rette henvendelse til offentligheden og tilbyde sig som køber, sælger eller formidler af værdipapirer. Efter forslaget til lov om fondsmæglerselskaber vil fondsmæglerselskaber med denne eneret f.eks. kunne modtage og formidle for investorers regning ordrer vedrørende værdipapirer, pengemarkedsinstrumenter og derivater, aktiviteter der i dag omfattes af næringslovens § 22, jf. dog lov om Københavns Fondsbørs.

Det har været overvejet at afskaffe næringslovens § 22, fordi det foreliggende udkast til lov om fondsmæglerselskaber i en vis udstrækning indeholder bestemmelser af samme materielle karakter som næringslovens bestemmelser om vekselerere.

Afskaffelse af næringslovens § 22 har ikke vist sig mulig, fordi direkte veksling af valuta og handel med pantebreve ikke er omfattet af begrebet investeringsservice, således som dette er defineret i lovforslagets § 1, stk. 3, og ikke er medtaget i investeringsservicedirektivets bilag B om instrumenter. Vekselerer med tilladelse efter § 22 i næringsloven vil herefter være henvist til udelukkende at handle med pantebreve og forestå direkte veksling af valuta.

Udvalget har i øvrigt fundet det naturligt at give eksisterende børsmæglerselskaber mulighed for at bevare titlen "børsmæglerselskaber" og samtidig give fondsmæglerselskaber, der ønsker at blive medlem af en fondsbørs samme mulighed.

Det har herunder været overvejet, om virksomheder, der udelukkende handler med pantebreve, skulle omfattes af begrebet investeringsservice, hvorved denne type virksomhed skulle reguleres. En regulering af pantebrevsselskaber vil på den ene side betyde, en væsentlig bedre forbrugerbeskyttelse. På den anden side er pantebrevsselskabernes aktiviteter begrænset til pantebrevshandel.

Børsudvalget har derfor ikke fundet, at det regelsæt, som fondsmæglerselskaberne skal følge, er et velegnet regelsæt for pantebrevsselskaber. Børsudvalget anbefaler imidlertid Erhvervsministeriet, at følge udviklingen i pantebrevshandlen med henblik på at underkaste pantebrevsselskaber en eller anden form for regulering på et senere tidspunkt.

Børsudvalget har drøftet, hvilke aktiviteter fondsmæglerselskaber må udøve. Efter investeringsservicedirektivet får fondsmæglerselskaber ret til at forestå formidling og handel med værdipapirer samt porteføljepleje og emissionsgarantier. Børsmæglerselskaber har efter den gældende lov adgang til at udøve disse aktiviteter. I dag er børsmæglerselskaber afskåret fra at forestå handel med pantebreve. Det skyldes, at pantebreve indgår i en virksomheds balance som et aktiv og betragtes som udlån mod pant i fast ejendom eller løsøre ifølge gældende fortolkning af bank-og sparekasseloven. Baggrunden for denne fortolkning er, at pantebrevet er det dokument, hvori aftalen om stiftelse af en viljesbestemt panteret, der giver sikkerhed for udlånet, er nedfældet.

Hvis der derimod kun sker *formidling* af pantebreve, det vil sige, at en virksomhed for kreditor påtager sig at købe eller sælge pantebreve, uden at dette på noget tidspunkt medfører, at virksomheden skal medtage disse pantebreve i egenbeholdningen, kan denne aktivitet ikke betragtes som et udlån.

Det er fra Udvalgets side fundet hensigtsmæssigt, at fondsmæglerselskaber skal kunne formidle pantebreve, uden at dette kræver tilladelse.

Det er i øvrigt fundet hensigtsmæssigt at give fondsmæglerselskaber mulighed for at handle med råvareinstrumenter. Dette betyder, at kun de virksomheder, der har tilladelse til at udøve investerings-service i Danmark, kan tilbyde handel med råvareinstrumenter m.v., herunder tilsvarende instrumenter, der afregnes kontant over for offentligheden. Denne tilladelse giver dog ikke adgang til, at der kan ydes investeringservice med råvareinstrumenter i udlandet.

Udvalget har i øvrigt overvejet, om fondsmæglerselskaber skulle have adgang til at drive bank- og sparekassevirksomhed, men har forkastet denne mulighed, fordi de kapitalkrav, der stilles til fondsmæglerselskaber er beskedne.

Om afgrænsningen mellem virksomhed som pengemarkedsmægler og fondsmæglerselskab henvises til kapitel 14.

Udvalget har desuden overvejet, hvilke kapitalkrav der kan stilles til fondsmæglerselskaberne. I kapitalkravsdirektivet er start- og minimumskapitalen fastsat til 730.000 ECU.

Selskaber, der ikke handler finansielle instrumenter for egen regning eller deltager i emissioner, behøver efter direktivet alene at have en start- og minimumskapital på 125.000 ECU. Hvis de hverken har tilladelse til at forvalte kunders penge eller værdipapirer, handle for egen regning eller deltage i emissioner, kan kapitalkravet reduceres til 50.000 ECU, det vil sige, at de kun får adgang til at handle i kommission. Børsudvalget har set helt bort fra at foreskrive et kapitalkrav på 125.000 ECU og 50.000 ECU. Dels fordi aktiekapitalen i et aktieselskab ifølge aktieselskabsloven skal være på mindst 500.000 kr., dels fordi så lave kapitalkrav ikke er forenelige med at selskab påtager sig investeringservice for kunder.

Børsudvalget har i stedet foreslået, at startkapitalen for selskaber der er ønsker at blive medlemmer af en fondsbørs eller en clearing-central, handler for egen regning, stiller emissionsgarantier eller opbevarer og forvalter værdipapirer for kunder m.v. skal have en startkapital på 1 mio. ECU. Dette beløb svarer til en indeksregulering af de 5 mio. kr. der i sin tid blev fastsat som minimumskapital for danske børs-mæglerselskaber.

For øvrige fondsmæglerselskaber, der ikke handler for egen regning, skønnes der ikke efter Børsudvalgets opfattelse at være behov for samme kapitalkrav. Det skyldes, at de ikke gennem deres virksom-

hed er udsat for samme risici. Derfor foreslås det, at kapitalkravet for disse selskaber fastsættes til 300.000 ECU.

Et mindretal (Klaus Struwe og Klaus Willerslev-Olsen) er af den opfattelse, at et kapitalkrav på 500.000 ECU, som foreslået af underudvalg 1, vil være mere i overensstemmelse med de opgaver som et fondsmæglerselskab vil kunne få tilladelse til at udføre.

Udvalget har også foreslået, at der skal være specielle overgangsordninger, således at kapitalen inden 3 år efter lovens ikrafttræden skal være 150.000 ECU og senest 5 år efter lovens ikrafttræden skal være 300.000 ECU. Baggrunden herfor er, at disse selskaber i dag opererer uden at der stilles nogen som helst krav. Det forekommer Børsudvalget rimeligt, at man tager et stort hensyn til denne personkreds ved at lave en sådan trinvis overgangsordning.

Trods denne overgangsordning må det forventes, at visse virksomheder vil ophøre med at drive virksomhed på baggrund af, at der skal ske regulering og at visse kapitalkrav skal være opfyldt.

Kapitel 16

En markedsplads for mindre og mellemstore virksomheder

16.1. Indledning

Som nævnt i Del I fik Børsudvalget ved tillægskommissorium af 3. juni 1994 pålæg af erhvervsministeren om at drøfte spørgsmålet om en særlig markedsplads for vækstorienterede mindre og mellemstore virksomheder. Børsudvalget fik til opgave at belyse problemstillingen og i givet fald stille forslag til, hvordan lovgivningen kan etablere rammerne for en markedsplads for mindre og mellemstore virksomheder.

Tillægskommissoriet skal ses på baggrund af, at Industri- og Samordningsministeriet i 1994 nedsatte en arbejdsgruppe, der fik til opgave at afklare problemer omkring egenkapitalfinansieringen af mindre og mellemstore virksomheder og fremkomme med forslag til forbedringer af formidlingen af egenkapital. Arbejdsgruppen har behandlet en række strukturproblemer i det danske kapitalmarked, der bl.a. danner baggrund for overvejelserne omkring behovet for en markedsplads for mindre og mellemstore virksomheder. Dersom et sådant marked kan medvirke til løsningen af disse strukturproblemer, skønnes det erhvervsudviklingsmæssige potentiale at være stort.

Det danske kapitalmarked vurderes således i dag at være kendetegnet ved både at afvige fra den samarbejdstradition mellem pengeinstitutter, fonde og virksomheder, der bl.a. kendes fra Tyskland og Japan, og den tradition for aktie- og markedsinvesteringer, der bl.a. kendes fra Holland, UK og USA. Manglen på et egenkapitalmarked for de virksomheder, der er for små til børsnotering, har været medvirkende til en forholdsvis lav soliditet¹⁴⁾

¹⁴⁾ Soliditeten udtrykker egenkapitalens andel i forhold til den samlede kapital.

for mindre og mellemstore virksomheder i Danmark. Lav soliditet medfører en forhøjet følsomhed over for konjunkturudsving og reducerer virksomhedernes udviklingsmuligheder.

Problemstillingen er ligeledes berørt i Erhvervsredegørelsen 1994.

Nyhedsbrevet Vækstfocus gennemførte i forsommeren 1994 en undersøgelse for Erhvervsministeriet¹⁵⁾, hvori det konkluderes, at der blandt de mindre og mellemstore virksomheder er interesse for en særlig markedsplads for mindre og mellemstore virksomheder som middel til at tiltrække egenkapital og derigennem bidrage til en forbedring af virksomhedernes finansieringsmuligheder. Det fremgår endvidere af rapporten, at investorerne i dag finder, at manglende information og åbenhed samt behov for en uforholdsmæssig stor analyseindsats svækker incitamentet til at gå ind med investeringer i mindre virksomheder. Handel over en særlig markedsplads for mindre og mellemstore virksomheder kunne være investors mulighed for at overvinde disse barrierer.

Bla. Lønmodtagernes Dyrtidsfond, Københavns Fondsbørs og Børsmæglerforeningen er gået ind i drøftelserne omkring oprettelse af et nyt marked for mindre og mellemstore virksomheder. Børsmæglerforeningen har foreslået, at Københavns Fondsbørs opretter en OTC-liste og som et særligt marked en vækstbørs. Forslaget er omtalt i afsnit 16.5.

16.2. Formålet med en markedsplads for mindre og mellemstore virksomheder

Formålet med en markedsplads for mindre og mellemstore virksomheder er at samle udbud og efterspørgsel af egenkapital i vækstorienterede mindre og mellemstore virksomheder. Dette kan give mulighed for matching af flere handler og dermed for, at flere investorer kan finde potentielle investeringsobjekter og flere virksomheder kan få adgang til kapital på gunstige vilkår. Endvidere kan handel på en markedsplads give større sikkerhed for, at handlerne udføres på en rimelig og redelig måde.

I et større perspektiv kan en sådan markedsplads udgøre rammerne for en forbedret kultur omkring egenkapitalformidling til mindre og mellemstore virksomheder i Danmark og igennem en synliggørelse

¹⁵⁾ Rapporten er resumeret i Erhvervsredegørelsen 1994, s. 235 ff.

af disse virksomheder tilvejebringe mere kompetence og kapital til virksomhederne. Derved gives virksomhederne forbedrede udviklings- og vækstmuligheder.

En mere effektiv matching af opsparing og kapitalbehov kan reducere virksomhedens kapitalomkostninger uden at forringe investors mulighed for at afveje afkast og risikospredning.

I det følgende betegnes markedspladser for mindre og mellemstore virksomheder for MMV-markeder. Det bemærkes, at afgrænsningen heraf er forskellig i de enkelte lande, jf. bilaget til dette kapitel.

16.3. MMV-markeder i andre lande¹⁶⁾

Alle EU-lande undtagen Luxembourg har eller har haft MMV-markeder. EU-landenes MMV-markeder har haft faldende omsætning i de senere år og lever i de fleste lande en hensygnende tilværelse. Der er derfor i flere lande truffet beslutning om afvikling af markederne. Samtidig forsøges der dog i en række lande etableret nye markedspladser for mindre og mellemstore virksomheder, hvor erfaringerne fra sidste "generation" af MMV-markeder søges udnyttet til at opnå større succes.

Det fremgår af tabel 16.1. og 16.2., at MMV-markederne generelt ikke i større omfang har bidraget til kapitaltilførsel eller omsætning over markederne i de senere år.

¹⁶⁾ Se bilag 4 for beskrivelse af MMV-markederne i enkelte lande.

Tabel 16.1: Kapitaltilførsel over MMV-markeder, 1993

Land	Nyoptagede virksomheder	Kapitaltilførsel (Mio. ECU)
Belgien	0	0
Danmark ⁵⁾	0	0
Frankrig ⁴⁾	5	13
Tyskland	5	229
Grækenland	0	1,9 ³⁾
Irland	1	31
Italien ⁴⁾	1	107
Holland	1 ¹⁾	139 ²⁾
Portugal	1	n.a.
Spanien	4	n.a.
UK	13	122
EU total	31	661
USA - NASDAQ ⁴⁾	432	8455
Japan	100	8585

Kilde: Se fodnote 6.

Noter: P.g.a. at data kommer fra forskellige kilder og år, er de ikke nøjagtigt sammenlignelige.

- ¹⁾ Overført fra USM
 Kilde: *Quality of Markets Review*, LSE, forår 1993
- ¹⁾ Incl.
- ⁴⁾ 1992.
- ⁵⁾ Børs 3, jf. afsnit 16.4.

Tabel 16.2: Antal virksomheder, cirkulerende mængde og omsætning for MMV-markeder, 1992

	Antal virksom- heder	Cirkule- rende mængde (ECU mio.)	Omsæt- ning (ECU mio.)	Omsæt- ningshas- tighed Pct.	Gennem- snitlig størrelse ³⁾ (ECU mio.)
Belgien	29	197	52	26	7
Danmark	9	20	5	25	2
Frankrig	276	19.233	2.683	14	70
Tyskland	240	15.117	5.949"	39	63
Grækenland	8	70	8	12	9
Irland	20	1.208	63	5	60
Italien	37	7.135	319	5	193
Holland	63	1.140	306	27	18
Portugal	87	866	514	59	10
Spanien	27	100	7	7	4
UK	308	6.139	882	14	20
EU total	1.104	51.204	10.781	21	46
USA - NASDAQ	3.850	514.561	711.171	138	134
Japan ²⁾	910	134.105	14.075	28	147

Kilde: Se fodnote 6.

Noter: For USA, UK, Japan og Spanien vises kun tal for indenlandske virksomheder. Cirkulerende mængde vises **ekskl.** investeringsforeninger og UCITS. Antal virksomheder og omsætninger incl. investeringsforeninger og UCITS, hvorfor tallene ikke i alle tilfælde stemmer overens med oplysningerne i bilaget.

Tysklands omsætning er skønsmæssigt baseret på omsætningen i Frankfurt.

²⁾ 1993.

Søjlen angiver forholdet (afrundet) mellem den cirkulerende mængde og antal virksomheder som et tilnærmet udtryk for virksomhedernes gennemsnitlige størrelse.

I 1992 var omsætningshastigheden (ændring i forhold til cirkulerende mængde) i gennemsnit for disse europæiske MMV-markeder 21 pct. Dette var under det halve af omsætningshastighedsperioden på de officielle markeder, som var 49 pct.

En årsag til, at omsætningshastigheden er lavere på MMV-børser (og den absolutte omsætning derfor klart lavere end på de officielle markeder) kan være, at de relative informationsomkostninger for

investorerne er størst på MMV-markederne, fordi det kræver stort set samme informationssøgning at få oplysninger om en stor virksomhed som en lille.

Det fremgår af tabel 16.2., at omsætningshastigheden og dermed likviditeten er relativt stor på Aktiebørs 3 i forhold til markedets beskedne størrelse.

Det fremgår endvidere af tabellen, at Aktiebørs 3 virksomheder er markant mindre¹⁷⁾ end den gennemsnitlige størrelse af virksomhederne på øvrige markedspladser. Der er her en stor variation, hvilket understreger problemerne omkring sammenlignelighed af markedspladserne.

I USA og Japan har MMV-markederne været succeser. NASDAQ-markedet blev introduceret i USA i 1971 som et skærmbaseret telefonmarked, og nu handles der også aktier i store, veletablerede virksomheder på NASDAQ. På NASDAQ er omsætningshastigheden særdeles høj, jf. tabel 16.2.

Det japanske JASDAQ, der er en pendant til NASDAQ, er vokset siden restruktureringen i 1984, hvor det modelleredes i lighed med NASDAQ.

Ved international sammenligning af MMV-markeder skal det bemærkes, at regulering og målgruppe langt fra er ens. Således er der mange virksomheder på NASDAQ, som i Europa ville være noteret på det officielle marked, ligesom virksomheder på det japanske JASDAQ typisk er ældre og større end virksomheder på europæiske MMV-markeder. Da skal derfor udvises forsigtighed, når der drages konklusioner på grundlag af internationale sammenligninger.

Det fremgår af tabel 16.3., at spredningskravene¹⁸⁾ ikke adskiller sig markant fra marked til marked. Her er det generelle niveau mellem 10 og 20 pct. Den danske Børs 3 adskiller sig her ikke nævne-

¹⁷⁾ Forholdet mellem antal virksomheder og cirkulerende mængde udtrykker i realiteten den gennemsnitlige størrelse af virksomhedens udbudte kapital over markedet. Dette forhold kan tages som et udtryk for den gennemsnitlige virksomhedsstørrelse.

¹⁸⁾ Dvs. kravene til den andel af aktiekapitalen, der skal være i offentlig omsætning.

værdigt fra andre MMV-markeder med et krav på 15 pct. Minimumskapitalkravene varierer fra 0.2 mio. ECU (Spanien) til 7.4 mio. ECU (Frankrig). Her ligger børs 3 på et lavt niveau (0.3 mio. ECU).

Tabel 16.3: Optagelseskrav på MMV-markeder

Land	Regnskabsperiode (år)	Krav om pct. i off. omsætning	Minimumskapital (mio. ECU)
Belgien	0	2,5	1,0
Danmark	3	15	0,3
Frankrig	2	10	7,4
Tyskland			0,3
Grækenland	3	13	0,3
Italien	2	10	0,5
Holland	3	10	2,2
Portugal	1	10	0,6
Spanien		20	0,2
UK (Irland)	3	10	
Japan	5	12,5	3,3 ¹⁾
NASDAQ uden NMS ³⁾	-	²⁾	3,4 ¹⁾

Kilde: Se fodnote 6.

Noter: ¹⁾ Totalt aktiver.

²⁾ Minimum på 100.000 aktier.

NMS er den del af NASDAQ, der har karakter af en almindelig børs.

En rapport udarbejdet af EU-Kommissionen i august 1994¹⁹⁾ konkluderer på baggrund af studier af udviklingen i MMV-markeder i forskellige lande bl.a.:

at EU-landenes manglende succes med MMV-markeder i forhold til Japan og USA ikke skyldes mangel på virksomheder, investorer, uhensigtsmæssige handelssystemer, regulering eller dårlige konjunkturforløb,

¹⁹⁾ "European second-tier markets for NTBF's" - a study carried out for the European Commission, DG XIII-D4: Sprint/EIMI, Graham Bannock & Partners Ltd., London, June 1994.

men at problemerne hovedsageligt skyldes mangel på konkurrence inden for EU-landene²⁰⁾ og mellem disse. De europæiske MMV-markeder er præget af isolation fra hinanden. Den manglende konkurrence har modvirket fremkomsten af alternative markedspladser, og den manglende konkurrence mellem medlemsstaterne har modvirket udnyttelse af stordriftsfordele og internationaliseringsgevinster,

at private investorer er nødvendige for markedspladser for mindre virksomheder. De institutionelle investorer driver udviklingen af de officielle aktiemarkeder, og deres tilstedeværelse er nødvendig, hvis markedsinfrastrukturen her skal udvikles effektivt,

at universalbanksystemet kan have haft negativ betydning for udviklingen af alternative markedspladser.

Trods den nedslående udvikling i de europæiske MMV-markeder er der på det seneste taget tilløb til at etablere en særlig markedsplads for mindre, vækstorienterede virksomheder, der går på tværs af flere europæiske lande.

Baggrunden er, at der for at skaffe tilstrækkelig volumen i MMV-markeder, kan være behov for at udvide kredsen af investorer og udstedere til flere lande. Der synes herved at være bedre muligheder for matching af investorer og udstedere, ligesom et sådant marked vil kunne fremme internationale alliancer, som kan give de mindre virksomheder nye vækstmuligheder.

EVCA, som er den europæiske sammenslutning af ventureselskaber, har planer om at etablere en pan-europæisk børs for vækstvirksomheder, en såkaldt EASDAQ. EASDAQ er en fuldt ud elektronisk børs, der bygger på samme koncept som NASDAQ, og som forventes igangsat fra 1. januar 1996. EVC A forventer i løbet af en årrække at få noteret omkring 500 virksomheder på EASDAQ, hvoraf kun nogle få kan forventes at være danske virksomheder. Derfor vil EASDAQ næppe udfylde behovet for et dansk MMV-marked.

²⁰⁾ Manglen på konkurrence i de enkelte lande skyldes ifølge den citerede rapport, at de fleste MMV-børser er ejet af "hovedbørsen" i samme land.

Børsen i Paris overvejer for tiden oprettelse af en særlig børs for mindre og mellemstore højteknologiske virksomheder, ligesom London har lanceret et "Alternative Investment Market".

16.4. Det danske MMV-marked - Børs 3

I 1982 etableredes Aktiebørs 3 på Københavns Fondsbørs for at give mindre og mellemstore virksomheder, som ikke ellers havde mulighed for optagelse på Københavns Fondsbørs, adgang til børsmarkedet. Aktiebørs 3 er ikke et "officielt" marked, hvorved EU's børsdirektiver som udgangspunkt ikke finder anvendelse.

Aktiekapitalen i virksomhederne på børs 3 skal være mellem 2 og 15 mio. kr. Der skal ved optagelse på børs 3 udbydes mindst 15 pct. af aktiekapitalen, dog mindst 1 mio. kr. Fondsbørsen stiller krav om, at dette beløb skal være spredt på et passende antal investorer. Udgangspunktet er her 150 - 200 investorer mod 500 for det officielle aktiemarked. Øvrige optagelsesbetingelser følger de regler, der gælder for det almindelige aktiemarked.

Prospektkravene for børs 3 er yderst sparsomt reguleret og omfatter en beskrivelse af selskabet, dets historie og nuværende virksomhed samt dets resultatopgørelse og balance i en 3 årig periode. Uanset den sparsomme regulering sammenlignet med prospektbekendtgørelsen for det officielle aktiemarked, har introduktionsprospekterne på Aktiebørs 3 imidlertid i realiteten opfyldt prospektbekendtgørelsens krav.

De øvrige forpligtelser, herunder oplysningsforpligtelserne, er de samme som for officielle børsnoterede selskaber.

Der har i perioden 1982 til 1994 været noteret i alt 48 selskaber på Børs 3. Antallet toppede i 1986 med 34 noterede selskaber. I dag er kun 7 selskaber noteret på børs 3. Der har ikke været tilført kapital til virksomhederne på dette marked siden 1989. Ud af de noterede selskaber er 20 blevet overflyttet til børs 1 og 2, mens 3 af de øvrige er fusioneret ind i andre virksomheder. I disse 23 tilfælde må børs 3 siges at have levet op til formålet, nemlig at være med til at børs- og vækstmodne de mindre virksomheder. I de senere år er aktiviteten på børs 3 reduceret til et minimum.

Konjunkturtilbageslaget i anden halvdel af 1980'erne er en væsentlig årsag til, at mange investorer, der havde satset på børs 3 virksom-

heder, måtte realisere tab. Dette konjunkturtilbageslag ramte de mindre virksomheder relativt hårdt.

Ydermere var mange investeringer i børs 3 virksomheder små og gav ikke ekstern deltagelse i virksomhedernes ledelse, som kunne være med til at sikre en professionel ledelse og aktionærkredsens tillid. Dette gav de øvrige børs 3 virksomheder et incitament til at søge at komme på børs 1 eller 2, ligesom det afholdt andre fra at søge ind på børs 3.

Endvidere var der i høj grad tale om førstegangsudbud, der ikke senere blev fulgt op af yderligere emissioner. Dette har betydet, at den udbudte aktiekapital har været begrænset. Der har også været eksempler på, at emissionsprovenuier ikke anvendtes til virksomhedsformål.

16.5. Børsmæglerforeningens forslag om en vækstbørs

Den danske Børsmæglerforening har i et oplæg²¹ stillet forslag om oprettelse af en vækstbørs som et selvstændigt marked i fondsbørsens regi. Børsmæglerforeningen mener, at hensynet til beskyttelsen af investor bør være udgangspunkt for et sådant marked. Tilsvarende må der nødvendigvis være et tilstrækkeligt forretningsmæssigt grundlag for alle parter i markedspladsen.

Grundlaget for markedet skal ifølge forslaget være:

Vækstvirksomhederne kan skaffe "fremmed" egenkapital på børsen til en attraktiv pris.

Investorerne tilbydes tilstrækkelig gennemsigtighed på såvel selskabsinformationer som handelspriser.

Børsen tilbyder en handelsplads, hvis der er regelmæssig handel.

De handelsberettigede skal kunne rådgive deres kunder ud fra et tilstrækkeligt informationsniveau.

²⁰ Børsmæglerforeningen, august 1994: "Handel med danske aktier". Rapporten indeholder ligeledes forslag om en OTC-liste på Københavns Fondsbørs og et særligt indeks for mindre og mellemstore virksomheders aktier.

Hovedaktionærerne må ikke sælge aktier for mere end 10 pct. af sin beholdning de første 2 år.

Der skal være minimumskrav til løbende informationer fra selskabet.

Et selskab kan kun få adgang til markedspladsen med en handelsberettiget som sponsor. Sponsor får betaling for udarbejdelse af prospekt. Sponsoren har intet udbyderansvar, men er forpligtet til at aftage/garantere 10 pct. af udbudt kapital.

Selskabet skal betale prospektafgift og noteringsafgift til Specialbørsen. Provenuet fra børsnoteringen må udelukkende benyttes til virksomhedsformål. Specialbørsen skal godkende prospektet ud fra en række minimumskrav og sikre, at der står mindst en sponsor bag selskabet. Allokeringen af aktierne skal sikre, at der bagefter er grundlag for handel i selskabets aktier.

Sponsor har pligt til at følge selskabet og udarbejde analyser og selskabskommentarer.

Hvis sponsorrettigheder og forpligtelser overgår til en anden handelsberettiget skal dette offentliggøres samt årsagerne hertil.

Selskabet betaler en handelsbetaling til sponsor for at denne understøtter regelmæssig handel gennem analyser og/eller en prisstillerordning.

Børsmæglerforeningen har opstillet et regneeksempel til belysning af udsteders omkostninger ved at hente 30 mio. kr. over vækstbørsen. Ved emissionen skal udsteder betale 810.000 kr. svarende til 2,7 pct. af aktiekapitalen. Disse tal baserer sig på udgifter til sponsor på 1 pct. af udbudt kapital samt 1 pct. i salgsprovision for dækning af prospektudarbejdelse, investorpræsentationer, børsgodkendelse og allokering. Til dækning af vækstbørsens godkendelse af prospekt betales 1 promille af aktieudbuddet, minimum 20.000 kr. og maksimalt 100.000 kr.

De løbende udgifter er 180.000 kr. svarende til 0,6 pct. af aktiekapitalen. Disse udgifter fremkommer ved noteringsafgiften til vækst-

børsen på 1 promille af aktieudbuddet, minimum 20.000 kr. og maksimalt 100.000 kr., samt en årlig handelsbetaling til sponsor på 0,5 pct. af udbudt kapital.

Hertil kommer udgifter til advokater, revisorer m.v.

De typiske omkostninger ved almindelig børsnotering på Københavns Fondsbørs vil være i størrelsesordenen 5 - 6 pct. af den udbudte kapital. Der er dog store variationer i disse omkostninger

16.6. De juridiske rammer for et MMV-marked

Der kan gives forskellige muligheder for, under hvilke lovgivningsmæssige vilkår en markedsplads for mindre og mellemstore virksomheder kan oprettes.

- 1) Markedspladsen kan etableres inden for fondsbørslovgivningens almindelige rammer, hvor de mindre og mellemstore virksomheders aktier optages til notering på et officielt børsmarked, såfremt de opfylder betingelserne herfor²²⁾.
- 2) Markedspladsen kan etableres som almindelig børsvirksomhed i lighed med den eksisterende Aktiebørs 3, hvor aktierne i de mindre og mellemstore virksomheder optages til notering. Den reguleringsmæssige forskel til 1) er, at en række regler baseret på EU-direktiver her ikke finder anvendelse. Det drejer sig bl.a. om optagelsesdirektivet, prospektdirektivet og direktivet om periodiske oplysninger.
- 3) Der kan åbnes mulighed for at etablere markedspladser for mindre og mellemstore virksomheder under en særlig regulering om autorisation af markedspladser, som giver mulighed for omsætning af unoterede aktier på et reguleret marked.
- 4) Markedspladsen kan endelig oprettes uden for værdipapirmarkedsreguleringen. Herved er der mulighed for at aftale sig frem til reguleringen på en sådan markedsplads. Ved at placere markedspladsen uden for lovgivningen gives

²²⁾ Allerede i dag er en lang række mellemstore virksomheder noteret på Københavns Fondsbørs officielle marked. I kapitel 1 er vist, at virksomheder noteret på andre europæiske børser i snit er 2 - 3 gange større end virksomheder på Københavns Fondsbørs.

der ikke betryggelse for markedsdeltagerne ved, at markedet er lovreguleret og under offentligt tilsyn. En sådan mulighed er derfor ikke anbefalingsværdig med henblik på at søge etableret en generel forbedret ramme for kapitalformidling til de mindre og mellemstore virksomheder.

16.6.1. Regulerede markeder i investeringsservicedirektivet

Begrebet "et reguleret marked" er et forholdsvist bredt dækkende begreb²³⁾, der omfatter de markeder, som har en række regler godkendt eller fastsat af en kompetent myndighed, og hvor markedet er anmeldt i henhold til investeringsservicedirektivets artikel 16. En fondsbørs er den almindelige form for reguleret marked, nemlig et marked hvor direktiv 79/279/EØF om samordning af betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering gælder.

Investeringsservicedirektivet bestemmer, at der for regulerede markeder skal gælde en række regler om adgang til markedet, indberetning, gennemsigtighed, m.v. Markedet skal tillige opfylde kravene i insider-direktivet.

Et MMV-marked vil skulle opfylde reglerne for et reguleret marked, såfremt der vælges de juridiske modeller under 1)-3).

16.7. Vilkårene for et MMV-marked

Børsudvalget har ikke set det som sin opgave at fremkomme med forslag til, hvordan den konkrete indretning af et MMV-marked bør tage sig ud.

Den nærmere udformning af et sådan marked må nødvendigvis fastlægges af deltagerne i markedet. Det bør ligeledes i sidste ende være markedet, der afgør, om der er behov for en eller flere MMV-markeder.

En nødvendig betingelse for, at et MMV-marked kan blive en succes, er, at markedsdeltagerne, dvs. udstedere, investorer og hand-

²³⁾ Kommissionen har således udtalt, at begrebet "reguleret marked" udover officielle markeder også omfatter andre markeder, herunder sekundære markeder, såsom MMV-markeder med mindre stram regulering end på børser.

lere, bakker op om markedet på baggrund af de forretningsmæssige muligheder, som tegner sig.

I nærværende afsnit er en række overordnede overvejelser omkring regulering af et MMV-marked og et sådant markeds rolle i værdipapirmarkedet præsenteret. Disse overvejelser bør ikke foregribe den regulering, som måtte blive fastsat af Fondsrådet eller markedspladsen selv, men det er vigtigt at overveje hvilke rammer, lovgivningen skal sætte for en sådan markedsplads.

Det er vigtigt, at en markedsplads for mindre og mellemstore virksomheder ikke virker undergravende i forhold til den almindelige børsnoter og bliver en "discountbørs". En markedsplads bør derfor ikke i første række være en konkurrent til det etablerede børsmarked, men derimod snarere et supplement, der retter sig mod et særligt markedssegment. Derfor bør markedspladsen udelukkes fra handel med papirer, som er noteret på Københavns Fondsbørs. Dette bør dog ikke hindre virksomheder, som aktuelt er noteret på Københavns Fondsbørs, i at "flytte" til MMV-markedet, dersom virksomheden opfylder kravene til registrering her, og dersom en afnotering fra fondsbørser opfylder de almindelige krav til sletning m.v.

MMV-markedet må - for at kunne tiltrække investorer - kunne give en rimelig sikkerhed for placeringer i markedspladsens virksomheder. Da der som hovedregel vil være tale om investeringer med en større risiko end på det almindelige børsmarked, fordi aktiekurserne på mindre selskaber erfaringsmæssigt er mere volatil end på store selskaber, skal der på en række områder fastsættes stramme regler for markedets funktion og udsteders oplysningsforpligtelser, der kan betrygge investorer.

Et MMV-marked skal ikke være en "kuvøse" for notering på den almindelige fondsbørs. Dette indebærer, at der ikke bør være noget krav om, at virksomheder, der efter en periode opfylder kravene til almindelig børsnoter, skal overføres til fondsbørsen. Markedspladsen skal, hvis den skal blive økonomisk selv bærende, have mulighed for at beholde attraktive virksomheder.

Et MMV-marked bør være adskilt fra den almindelige børsnoter, således at det klart signaleres, at der er tale om en anden regulering end på børsen. Investorbeskyttelsen er her anderledes og indrettet på de mindre og mellemstore virksomheders forhold og de særlige risici, som dette markedssegment indebærer for investorer. Dette vil

som hovedregel indebære, at der er behov for høje krav til beskyttelse af investor. Den formelle adskillelse af MMV-markedet og den almindelige børs behøver dog ikke hindre, at den generelle værdipapirinfrastruktur i f.eks. clearing-, afviklings- og registrerings-systemerne kan anvendes.

Lav omsætning og investorers exitproblem²⁴⁾

Der kan ikke forventes en stadig omsætning i de mindre virksomheders aktier, som kan ligge til grund for en løbende kursfastsættelse, som det kendes fra Københavns Fondsbørs²⁵⁾. Det skyldes som nævnt ovenfor, at omsætningshastigheden erfaringsmæssigt er mindre i små virksomheder end i store. Derfor er ordninger, hvor markedsdeltagere løbende stiller priser over for markedet en mulighed, der kan give markedet en indikation af til hvilke priser, der kan handles i markedet, og som også i et vist omfang kan erstatte den sikkerhed for at kunne realisere købs- og salgønsker, som en stadig omsætning kan give.

Der kan være behov for indførelse af særlige handelsformer på markedet, som tager hensyn til, at omsætningen må forventes at være klart lavere end på fondsbørser og derfor ikke vil kunne bære en omkostningstung infrastruktur. Eksempelvis kan der etableres et "gulv" enten fysisk eller elektronisk, for derved at sikre, at markedsdeltagerne samtidig retter deres opmærksomhed mod hvert enkelt udbudte papir.

På grund af den begrænsede omsætning kan markedet indrettes således, at der kun er åbent for handel i et begrænset tidsrum, og eventuelt kun udvalgte dage i ugen. Dette vil kunne medvirke til at reducere markedsomkostningerne. Et MMV-marked må tage højde for, at antallet af eksterne investorer kan være beskedent. Ligeledes må der stilles krav om, at en betydelig del af virksomhedens aktier udbydes på markedet.

²⁴⁾ Hermed forstås, at investorer ikke kan sælge aktier, der kun sjældent omsættes, uden at markedskursen påvirkes væsentligt i negativ retning. En løsning af exitproblemet er en forudsætning for nedbringelse af investors likviditetspræmie og dermed for, at MMV-markedet kan tilvejebringe billig kapital til virksomhederne.

²⁵⁾ Mange virksomheder noteret på Københavns Fondsbørs er der dog meget ringe omsætning i.

Optagelses- og udbuds krav

Optagelseskravene bør sikre, at der er tale om betydeligt vækstpotentiale i virksomheden således, at der kan forventes løbende emissioner af ny kapital og omsætning i virksomhedens aktier.

Oplysningsforpligtelser og gennemsigtighed

Oplysningsforpligtelser skal give markedet mulighed for løbende at vurdere aktiens kursfastsættelse på et retvisende grundlag. På fondsbørsen kræves, at alle forhold, der kan forventes at have indflydelse på aktiens kursfastsættelse, skal offentliggøres i markedet. MMV-markedet må fastsætte lignende krav. Der vil ikke være noget til hinder for, at markedspladsen har lempeligere formkrav, men samtidig på visse områder stiller skrapere oplysningskrav end fondsbørserne, for på denne måde at gøre markedspladsen attraktiv for investorerne. Der skal være regler om gennemsigtighed på markedspladsen.

Markedet kan eventuelt fastsætte krav om, at markedets deltagere skal udbyde alle handler i de optagne papirer over markedspladsen. Herved kan der opnås en høj grad af gennemsigtighed, også selv om den faktiske omsætning bliver lav.

Insiderregler

Der skal på MMV-markedet være forbud mod insiderhandel. Dette er nødvendigt for, at tilliden til markedspladsen kan opretholdes. Insiderreglerne betyder, at sælgere og købere i markedet skal have adgang til den samme information. Dette stiller store krav til spredning af virksomhedsinformationer i markedet.

16.8. Forslaget om autoriserede markedspladser

På baggrund af de overvejelser, der er præsenteret i kapitlet foreslår nogle af Børsudvalgets medlemmer, at der etableres en lovgivning omkring autoriserede markedspladser, som bl.a. skal give mulighed for etablering af MMV-markeder under en reguleringsform, der sikrer, at markedspladser for unoterede værdipapirer, herunder aktier, kan omfattes af en betryggende lovgivning. De autoriserede markedspladser vil ligeledes kunne anvendes som markedspladser fra andre typer af unoterede værdipapirer, eksempelvis pantebreve, anparter og råvarekontrakter.

Papirenes status som unoterede vil dels have skattemæssige konsekvenser, dels konsekvenser i forhold til placeringsregler for institutionelle investorer.

Autoriserede markeder vil være omfattet af de regler, der gælder for regulerede markeder i investeringsservicedirektivet.

Autoriserede markedspladser skal drives i aktieselskabsform, hvor der stilles lavere kapitalkrav, end hvad der kendes fra fondsbørser. Det foreslås, at en autoriseret markedsplads skal have en aktiekapital på mindst 1 mio. ECU, mod 5 mio. ECU for en fondsbørs.

Det foreslås endvidere, at adgangen til at handle på en autoriseret markedsplads ikke i lovgivningen af grænses nærmere. Det vil således være muligt at etablere autoriserede markedspladser, hvor værdipapirhandlere samt institutionelle investorer for så vidt angår handel fra og til egenbeholdningen²⁶⁾ har adgang til handlen. Endvidere vil udviklingsselskaber, venturevirksomheder og private investorer kunne have direkte adgang til markedet.

Autoriserede markedspladser vil både kunne oprettes uafhængigt af de nuværende institutioner og i form af datterselskab af f.eks. Københavns Fondsbørs.

Der fastlægges i lovgivningen en række overordnede krav til autoriserede markedspladser. Endvidere vil Fondsrådet kunne udstede nærmere retningslinier (bekendtgørelser) for de autoriserede markedspladser. Endelig vil den autoriserede markedsplads i høj grad selv kunne indrette reglerne for markedets funktion m.v.

Der foreslås en kompetencefordeling mellem Fondsrådet og de autoriserede markedspladser som principielt er den samme som for børsvirksomhed. Der er dog en forskel i, at MMV-markeder kan have ganske særlige forhold, der indebærer, at markedet som udgangspunkt selv bør fastsætte regler om udsteders oplysningsforpligtelser. Fondsrådet foreslås dog at have mulighed for at kræve ændringer i disse regler. Hvor Fondsrådet har pligt til at fastsætte regler om udsteders oplysningsforpligtelser på børsområdet foreslås denne pligt ikke at omfatte autoriserede markedspladser.

Nogle af Børsudvalgets medlemmer finder, at den foreslåede lovgivning om autoriserede markedspladser udgør en hensigtsmæssig juridisk ramme for eventuelle fremtidige markedssegmenter for værdipapirhandel med unoterede papirer, herunder for eventuelle

²⁶⁾ EU-direktiverne forbyder de institutionelle investorer at optræde som formidlere.

markedspladser for mindre og mellemstore virksomheder. Fordelen ved en status som autoriseret markedsplads vil være mulighederne for et højt investeringsbeskyttelsesniveau, omend anderledes udformet end på fondsbørsen. Samtidig vil papirernes status som unoterede skabe en klar skillelinie i forhold til en fondsbørs.

Et mindretal (Bent Mebus, Klaus Willerslev-Olsen, Klaus Struwe, Jens Bache, Lene Nielsen og Tyge Vorstrup Rasmussen) finder på den anden side, at der ikke er behov for at etablere en særlig adgang for autorisation af markedspladser for handel med unoterede papirer. Mindretallet finder ligeledes, at lovgivningen om fondsbørser giver udmærkede og tilstrækkelige muligheder for at indrette markedspladser for mindre og mellemstore virksomheder, og at der derfor ikke er grund til at etablere en særskilt lovgivning for denne type virksomheder i form af autoriserede markedspladser. Mindretallets afstandtagen er begrundet i, at der ved udformningen af reglerne for autoriserede markedspladser skabes basis for en markedsplads, der uundgåeligt efter deres opfattelse vil få karakter af en "discountbørs" og undergrave grundlaget for fondsbørsens virke.

Kapitel 17

Implementering af kapitalkravs-direktivet (CAD)

17.1. Underudvalg 1's arbejde

Børsudvalget nedsatte ved kommissorium af 12. oktober 1993 et underudvalg, der skulle fremlægge forslag til implementering af kapitalkravsdirektivet (CAD). Direktivet er kort beskrevet i betænkningens kapitel 9.

Underudvalget har til Børsudvalget udarbejdet en hovedrapport af 25. maj 1994 og en tillægsrapport af 13. september 1994. De to rapporter er optrykt som henholdsvis bilag 6 og bilag 7. Børsudvalgets anbefalinger i dette kapitel bygger på underudvalgets rapporter.

Underudvalg 1 afsluttede sit arbejde med tillægsrapporten af 13. september 1994. På baggrund af underudvalgets rapporter og Børsudvalgets drøftelser heraf har Finanstilsynet udarbejdet udkast til en ny kapitaldækningsbekendtgørelse for pengeinstitutter. Udkastet er i januar 1995 udsendt til de berørte institutter og datacentraler med henblik på, at disse kan få den fornødne tid til at tilpasse deres systemer til de nye regler inden ikrafttrædelsen 1. januar 1996.

Der er på tilsvarende vis udarbejdet forslag til ændring af bank- og sparekasseloven og realkreditloven med hensyn til de ændringer, der følger af CAD (opgørelse af kapitalgrundlag og engagementsgrænser) med henblik på, at forslagene kan fremsættes i Folketinget inden sommerferien 1995.

17.2. CAD's betydning i dansk ret

CAD indebærer væsentlige ændringer i de danske kapitaldækningsregler. Dette gælder i særlig grad for pengeinstitutter og real-

kreditinstitutter. Samtidig må de nye regler betegnes som omfattende og teknisk komplicerede.

Børsudvalgets anbefalinger bygger på et princip om, at de nye regler, der implementeres som følge af CAD, i videst muligt omfang skal tage udgangspunkt i de eksisterende danske regler. Dette gælder særligt på de områder, hvor CAD giver medlemslandene mulighed for at vælge mellem flere forskellige fremgangsmåder.

Børsudvalget anbefaler samtidig, at kapitaldækningsreglerne udstedes i tre bekendtgørelser for henholdsvis pengeinstitutter, realkreditinstitutter og fondsmæglerselskaber. Visse centrale bestemmelser bør dog indarbejdes i lovene.

Børsudvalget vurderer, at implementeringen af CAD vil medføre konsekvensrettelser i en del andre regler. Dette vil dog næsten udelukkende være bekendtgørelser.

17.3. Børsudvalgets hovedanbefalinger

Nedenfor er angivet Børsudvalgets væsentligste anbefalinger med hensyn til implementeringen af CAD i dansk ret. Da direktivet er omfattende, er det ikke muligt på dette sted at angive anbefalinger til de enkelte reglers udformning.

1. Kapitalkravene i CAD retter sig i store træk mod, hvad der betegnes som markedsrisici. Disse risici omfatter henholdsvis risiciene på handelsbeholdningen af værdipapirer og afledte finansielle instrumenter og risiciene på aktiviteter i fremmed valuta. **Definitionen af handelsbeholdningen** er derfor yderst central. CAD's definition er imidlertid ikke tilstrækkelig operationel til at kunne indgå direkte i danske regler.

Børsudvalget finder, at der bør være den størst mulige overensstemmelse mellem regnskabs- og kapitaldækningsreglerne. Derfor anbefaler Børsudvalget, at den gældende definition af finansielle omsætningsaktiver i regnskabsreglerne for pengeinstitutter anvendes som udgangspunkt for handelsbeholdningen. Børsudvalget anbefaler dog, at den gældende definition ændres på visse punkter herunder afgrænsningen af poster, der ikke skal kursreguleres.

Direktivet foreskriver, at der skal foretages en i mange tilfælde næsten umulig opdeling af institutternes beholdning. På denne baggrund anbefales, at Danmark ved revisionen af CAD, som skal

finde sted inden for en treårig periode efter implementeringen, arbejder henimod en ændring af direktivteksten således, at de uhensigtsmæssigheder, som underudvalg 1 har påpeget, i størst mulig udstrækning kan elimineres. Det fortsatte arbejde mod i højere grad at beregne kapitalkrav på basis af institutternes samlede risiko ses uafhængigt af modellen til beregning af fradrag i realkreditinstitutternes handelsbeholdning nævnt under pkt. 2. Underudvalg 1 har blandt andet anført, at markedsrisikoen på en position er den samme, uanset om positionen holdes i handelsbeholdningen eller anlægsbeholdningen. Opdelingen indebærer, at der skabes nogle uheldige skævheder i pengeinstitutternes risikoafdækning, som i værste fald fører til en uhensigtsmæssig incitamentsstruktur. Det er derfor hensigtsmæssigt, at man i det igangsatte arbejde om pengeinstitutters regnskabsregler bestræber sig på at rette op på disse skævheder, i det omfang regnskabsdirektivet giver mulighed herfor.

Et mindretal (Klaus Willerslev-Olsen og Klaus Struwe) finder, at Finansrådet og Børsmæglerforeningen i bilag 5 til underudvalg 1's hovedrapport (bilag 6) har beskrevet en model, som kan løse ovennævnte problemstilling. Modellen bygger på samme opgørelsesprincipper, som CAD-direktivet foreskriver, og vil give institutterne mulighed for at undlade kapitalkrav til renterisiko i handelsbeholdningen, som afdækker renterisiko uden for handelsbeholdningen. En kritik af modellen er, at den er asymmetrisk, idet eventuel renterisiko uden for handelsbeholdningen ikke i sig selv giver anledning til kapitalkrav, men at kapitalkrav til handelsbeholdningen ved anvendelse af modellen kan reduceres. Denne asymmetri er imidlertid begrundet i det forhold, at direktivet netop ikke stiller kapitalkrav til et instituts samlede renterisiko, men derimod foretager ovennævnte opdeling af et institut.

Asymmetrien bør derfor ikke lede til, at modellen forkastes, da den på en enkel og objektiv måde løser det problem, at vælger et institut at afdække renterisiko uden for handelsbeholdningen, bør det ikke kunne give anledning til et forhøjet kapitalkrav. Med modellen undgås således ovennævnte omtalte skævheder i pengeinstitutternes risikoafdækning.

Mindretallet er endvidere af den opfattelse, at modellen ligger inden for direktivets rammer. Ifølge CAD-direktivet kan positioner i handelsbeholdningen udelukkes i over-

ensstemmelse med en objektiv fremgangsmåde. De i modellen anvendte kriterier er som nævnt de kriterier, som CAD-direktivet foreskriver, og må derfor med rette kunne betegnes som objektive.

Den tilstræbte overensstemmelse mellem regnskabs- og kapitaldækningsregler medfører, at der fremover vil stilles nye krav til udformningen af regnskabsbekendtgørelserne, idet disse vil have en snæver sammenhæng med opgørelsen af de finansielle virksomheders markedsrisici.

2. For **realkreditinstitutter** gør sig det særlige gældende, at størstedelen af deres balance består af fast forrentede realkreditudlån (pantebreve) på aktivsiden og tilsvarende fast forrentede udstedte obligationer på passivsiden. Denne balancesammensætning indebærer, at et realkreditinstitut, der ønsker at begrænse sin renterisiko mest muligt, i et vist omfang skal have obligationer med en lang restløbetid/varighed i sin fondsbeholdning. Dette er der taget hensyn til i de gældende regler for realkreditinstitutter, herunder placeringsreglerne.

Nulpunktet, ud fra hvilket kapitalkravet til renterisici i handelsbeholdningen skal beregnes, bør efter Børsudvalgets opfattelse forskydes i overensstemmelse hermed.

Børsudvalget har bemærket, at modellen til beregning af fradrag i realkreditinstitutternes handelsbeholdning forsøger at forene dels det forhold, at realkreditinstitutterne har særlige placeringsregler samt skal leve op til et balanceprincip, dels at markedsrisiko skal kapitalbelastes identisk for alle institutter. Beregningerne af fradragene er baseret på en neutralisering af påvirkninger af realkreditinstitutternes økonomiske solvensprocent - som følge af renteændringer - ud fra argumentet om, at realkreditinstitutternes renterisikomæssige neutrale punkt i fondsbeholdningen ikke er nul som i et institut med udelukkende variabelt forrentede udlån. Det gennemsnitlige kapitalkrav i henhold til CAD-direktivet til realkreditinstitutters renterisiko vil med modellen blive mindre end for pengeinstitutter - givet den nuværende balancestruktur.

På den anden side er det opnået, at modellens marginale egenskaber sikrer, at en omlægning af et realkreditinstituts portefølje, så varigheden ændres, slår igennem på kapitalkravet i lighed med pengeinstitutter og børsrådgivningselskaber. Modellen kan derfor ses

som det bedst opnåelige under den nuværende regulering af institutterne omfattet af CAD.

Der er i Børsudvalget enighed om, at den valgte model tager sit udgangspunkt i gældende love og bestemmelser for realkreditinstitutter. Hvis der ændres grundlæggende ved realkreditlovens bestemmelser om balanceprincip, herunder regnskabsregler, kan det være nødvendigt at revidere modellen. Hvis realkreditinstitutterne f.eks. i forbindelse med en eventuel fremtidig opblødning af balanceprincippet får mulighed for påtage sig en større risiko, bør der selvsagt tages højde herfor i beregningen af kapitalkravet til markedsrisiko.

3. Med CAD introduceres et nyt kapitalelement, af Børsudvalget foreslået benævnt **kortfristet supplerende kapital**, der kun må anvendes til at dække markedsrisici.

Børsudvalgets flertal anbefaler, at den kortfristede supplerende kapital sammen med den eksisterende supplerende kapital ikke må overstige 100 pct. af kernekapitalen i institutterne. Denne grænse gælder i forvejen for den eksisterende supplerende kapital. Forslaget er en stramning i forhold til direktivets regler. Stramningen er foreslået, da flertallet finder, at kernekapitalen fortsat skal udgøre mindst halvdelen af den ansvarlige kapital. Desuden finder Børsudvalget, at kortfristet supplerende kapital så vidt muligt får samme egenskaber som den eksisterende supplerende kapital.

Endelig foreslår flertallet, at pengeinstitutternes mulighed for at medregne ansvarlig indskudskapital ved solvensopgørelsen bortfalder. Denne mulighed, der indebærer, at instituttet skal opfylde et solvenskrav på 10 pct. mod det sædvanlige krav på 8 pct., udnyttes kun i meget lille omfang, og bortfald af muligheden vil forenkle reglerne væsentligt.

Et mindretal (Klaus Willerslev-Olsen) finder, at der i overensstemmelse med direktivet og underudvalgets rapporter bør være adgang til at medregne ansvarlig indskudskapital ved dækning af kapitalkrav, eller at der i det mindste gennemføres overgangsordninger for medregning af ansvarlig indskudskapital. Såfremt ansvarlig indskudskapital bortfalder, finder mindretallet, at den øvre grænse for medregning af kortfristet supplerende kapital holdes uafhængig af supplerende kapital i øvrigt, således at direktivets

maksimumsgrænser for henholdsvis kortfristet supplerende kapital og eksisterende supplerende kapital anvendes.

Børsudvalget finder, at Finanstilsynet skal kunne tillade, at nettofortjenesten ved handelsbeholdningen indgår i den kortfristede supplerende kapital. Dette skal dog kun kunne ske efter aflæggelse af et revideret perioderegnskab.

4. **Minimumskapitalen for fondsmæglerselskaber**, der handler over fondsbørser, deltager i afviklingen over en afviklingscentral, handler for egen regning eller afgiver afsætningsgaranti ved emissioner, er i direktivet fastsat til modværdien af 730.000 ECU.

Børsudvalget finder, at den bør sættes til modværdien af 1 mio. ECU. Stramningen er bl.a. foreslået for at sikre en tilstrækkelig høj soliditet i forhold til det forventede forretningsomfang i de pågældende selskaber.

Børsudvalget finder samtidig, at minimumskapitalen for andre selskaber kan sættes til modværdien af 300.000 ECU.

Et mindretal (Klaus Struwe og Klaus Willerslev-Olsen) er af den opfattelse, at et kapitalkrav på 500.000 ECU, som foreslået af underudvalg 1, vil være mere i overensstemmelse med de opgaver som et fondsmæglerselskab vil kunne få tilladelse til at udføre.

Børsudvalget foreslår, at der bliver overgangsregler for de eksisterende selskaber.

5. I CAD er der givet mulighed for, at medlemslandene kan **vælge mellem løbetids- og varighedsmetoden** ved opgørelsen af risiciene på - og dermed kapitalkravene til - obligationer og andre gældsinstrumenter.

Børsudvalget anbefaler, at varighedsmetoden anvendes i Danmark. Varighedsmetoden giver efter Børsudvalgets opfattelse det mest korrekte mål for risikoen på gældsinstrumenter, bl.a. fordi denne metode tager hensyn til den løbende amortisering af realkreditobligationer. Metoden vil af denne årsag generelt medføre lavere kapitalkrav end løbetidsmetoden.

Ved beregningen af varigheden bør der efter Børsudvalgets opfattelse skulle tages hensyn til konverteringsrisikoen på realkreditobligationer.

6. CAD's hovedregel ved beregning af kapitalkrav til valutakursrisici er, at **alle aktiviteter i fremmed valuta indgår med samme vægt** i kapitaldækningsopgørelsen.

Børsudvalget finder imidlertid, at institutterne i overensstemmelse med direktivet bør have mulighed for tage højde for de forskellige valutaers historiske volatilitet og højere eller lavere samvariation. Denne metode anvendes i forvejen af pengeinstitutterne, når de beregner valutakursrisiko i forbindelse med månedlige indberetninger heraf.

7. Der bør i overensstemmelse med CAD fastsættes **lavere krav til kapitaldækningen af udstederrisikoen på realkreditobligationer** end til andre obligationer, der er udstedt af andre end stater m.v.

8. CAD opererer med en særlig opgørelsesmetode, hvorefter kapitalkravene til markedsrisici fradrages den ansvarlige kapital inden solvensberegningen. Til gengæld indgår posterne med markedsrisici ikke i solvensberegningen.

Børsudvalget finder imidlertid, at poster med markedsrisici bør indgå på samme måde som andre risici og dermed, at kapitalkravene i CAD bør omregnes til vægte. Børsudvalget er af den opfattelse, at denne metode giver et relevant billede af solvensprocenten i institutterne. Desuden er metoden indarbejdet i forvejen.

På den anden side finder Børsudvalget, at solvensprocenten tillige bør beregnes med anvendelse af CAD's beregningsmetode af hensyn til en lettere sammenligning mellem danske institutter og de udenlandske institutter, der anvender CAD's beregningsmetode. Børsudvalget finder desuden, at institutterne bør beregne og offentliggøre kernekapitalen efter fradrag i procent af de samlede vægtede poster. Dette kan bidrage til et mere nuanceret billede af institutternes solvens.

9. I CAD er der åbnet for, at **engagementsgrænserne i direktivet om store engagementer under visse betingelser kan**

overskrides med de handelsbeholdningsrelaterede dele af engagementerne.

Børsudvalget anbefaler, at danske institutter får denne mulighed, men dog kun i helt særlige tilfælde og med tilladelse fra Finanstilsynet. Samtidig anbefaler Børsudvalget, at Finanstilsynet konkret vurderer kapitalkravets størrelse. Anbefalingen er begrundet i, at institutterne ikke bør blive for sårbare overfor en enkelt kunde.

10. CAD stiller **ikke kapitalkrav til alle former for medkontrahentrisici**, herunder ikke medkontrahentrisici på fondsspot- og fondsterminsforretninger.

Børsudvalgets flertal finder, at der ikke er behov for generelt at udvide kapitalkravene til at omfatte sådanne risici, men visse kontrakter, der i dag ikke indgår i opgørelsen, bør dog indgå. Endvidere finder Børsudvalget det væsentligt, at medkontrahentrisiciene skal medregnes ved opgørelsen af store engagementer.

11. Børsudvalget finder, at institutterne skal have mulighed for at anvende **egne beregningsmodeller til fastlæggelse af deltaværdier for optioner m.v.**

Børsudvalget foreslår dog, at de institutter, der ikke anvender egne modeller, skal anvende en særlig model. Det af Børsudvalget nedsatte underudvalg har fremlagt et forslag til en sådan model. Den foreslåede model giver ikke helt nøjagtige deltaværdier, men den vil blive for kompliceret, hvis værdierne skal være mere nøjagtige. For at opfange de risici, der ikke opfanges af modellen, bør positioner i optioner pålægges et særligt tillæg til kapitalkravene.

12. CAD indeholder **ikke regler for råvarebaserede finansielle instrumenter**.

Børsudvalget finder, at der bør udarbejdes danske regler herfor. Der bør tages udgangspunkt i det forslag, der er fremsat af Basel Komiteen i juli 1994. Reglerne skal dog revideres, hvis der på et senere tidspunkt vedtages andre regler i EU-regi.

13. Det af Børsudvalget nedsatte underudvalg har beregnet kapitalbelastningen af **afløste finansielle instrumenter, der garanteres af Garantifonden for Danske Optioner og Futures**,

over for kapitalbelastningen af sammenlignelige ugaranterede OTC-instrumenter.

Konklusionen er, at de garanterede instrumenter belastes en del mere og i visse tilfælde meget mere end de ugaranterede instrumenter. Kapitaldækningsreglerne ligger imidlertid i alle tilfælde på henholdsvis solvensdirektivets og CAD's minimumsniveau. Børsudvalget finder, at beregningerne i underudvalget viser, at det i EU-regi ikke er lykkedes at opstille et samlet sæt kapitaldækningsregler, der tilgodeser alle de sikkerhedsmekanismer, som er indbygget i det børsnoterede/garanterede derivatmarked. Tværtimod belastes deltagelse i det organiserede marked i underudvalgets eksempel med højere egenkapitalkrav end deltagelse i et uorganiseret marked uden marginkrav. Dette resultat er i direkte modstrid med ønsker om at sikre konkurrenceevnen for den organiserede markedsplads og at fremme anvendelsen af sikkerhedstiltag så som marginstillelse og forebygge risici - herunder systemiske risici. Børsudvalget finder derfor, at problemstillingen bør drøftes i de relevante fora (EU).

17.4. Effekterne af CAD

Underudvalget har fået foretaget beregninger, der om end med nogen beregningsmæssig usikkerhed viser effekten af CAD.

Resultaterne bygger på de forudsætninger, at institutterne har det nuværende kapitalgrundlag og den nuværende porteføljesammensætning.

Beregningerne viser, at solvensprocenten i pengeinstitutterne bliver reduceret med knap 0,9 procentpoint i forhold til i dag, mens den for henholdsvis realkreditinstitutter og børsrådgivningselskaber bliver reduceret med en betydelig mindre størrelse.

Beregningerne viser samtidig, at effekterne vil være forskellige fra institut til institut, afhængig af sammensætningen af balancen.

Et mindretal (Klaus Struwe og Klaus Willerslev-Olsen) understreger behovet for, at danske institutter har de samme konkurrencemæssige muligheder som institutter i andre lande.

Mindretallet lægger derfor vægt på, at danske institutter ikke stilles over for særlige danske krav, der ikke stilles i CAD.

Da der i CAD ikke stilles kapitalkrav til alle former for medkontrahentrisici, herunder ikke medkontrahentrisici på fondsspot- og fondsterminsforretninger, kan mindretallet ikke tilslutte sig forslaget om, at visse kontrakter skal indgå i opgørelsen af det danske kapitalkrav.

Mindretallet anbefaler, at kapitaldækning af medkontrahentrisici, herunder for fondsspot- og fondsterminsforretninger, ikke indføres som et særligt dansk krav, men afventer, at sådanne krav eventuelt indføres i CAD ved en revision af direktivet.

Kapitel 18

Erstatningsansvar for værdipapircentraler

18.1. Indledning

Værdipapircentralen er ved lov pålagt et objektivt erstatningsansvar for fejl i forbindelse med registreringer i Værdipapircentralen.

Hovedbegrundelsen for, at loven om en værdipapircentral foreskriver et objektivt ansvar for fejl, er at den enkelte rettighedshaver stort set aldrig kan afværge eller bevise sådanne fejl. I 1980, da loven blev gennemført, var det tillige væsentligt at skabe tryghed ved overgangen fra fysiske til dematerialiserede værdipapirer. Situationen er i dag anderledes på flere måder.

For det første er værdipapirhandlen i stigende grad blevet internationaliseret, hvilket har bevirket, at institutionerne på det danske finansielle marked, herunder Værdipapircentralen, skal kunne betjene udenlandske markedsdeltagere.

For det andet er der i den finansielle sektor sket en generelt øget fokusering på risici, hvilket på fælleseuropæisk plan er fulgt op med krav om mere omfattende kapitaldækningsregler for markedsdeltagere og indførelse af investorgarantiordninger.

Muligheden for at tiltrække seriøse udenlandske deltagere til det danske marked og dermed sikre Værdipapircentralens konkurrenceevne kan imidlertid blive hæmmet af, at de erstatningsregler, som deltagerne i værdipapircentral-systemet pålægges i dag, er strengere end eller har et usædvanligt indhold i forhold til de regler, der gælder på de udenlandske markeder, hvor disse deltagere sædvanligvis driver virksomhed.

Udviklingen har således nødvendiggjort, at den nuværende erstatningsordning tages op til revision.

Der må i denne forbindelse tages hensyn til, at der også fremover er behov for en ordning, der skaber tillid til systemet, og som sikrer investorerne en høj beskyttelsesgrad også sammenlignet med beskyttelsen på andre markeder.

18.2. Værdipapircentralens nuværende erstatningsansvar

Værdipapircentralen er ifølge § 17 i værdipapircentralloven "erstatningspligtig for tab som følge af fejl i forbindelse med registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder på konti i Værdipapircentralen eller udbetalinger herfra, selv om fejlen er hændelig".

Dette betegnes ofte som Værdipapircentralens objektive ansvar. Erstatningsansvaret i § 17 er en udvidelse af dansk rets almindelige erstatningsregler, der bygger på culpa. De almindelige erstatningsregler omfatter, i modsætning til værdipapircentrallovens § 17, således ikke tab i forbindelse med hændelige fejl.

Da det på grund af Værdipapircentralens decentrale struktur er de kontoførende institutter, der udfører en række af de aktiviteter, der er forbundet med registreringen, er fejl begået i de kontoførende institutter også omfattet af centralens objektive ansvar.

Begrebet "fejl i forbindelse med registreringen" dækker bredt. En situation, hvor en (bedragerisk) medarbejder i et kontoførende institut, i strid med sine instrukser, registrerer effekter bort fra en VP-konto, er således dækket af § 17. Undlader det kontoførende institut derimod at registrere et køb af værdipapirer, og forudbetalingen hæves af en bedragerisk medarbejder, dækker § 17 ikke, da der ikke er foretaget nogen registrering, og der således heller ikke er sket fejl i forbindelse med denne.

Er fejlen sket i et kontoførende institut, kan Værdipapircentralen gøre regres gældende mod dette.

Kan Værdipapircentralen ikke få dækning for en udbetalt erstatning i medfør af regresadgangen mod et kontoførende institut, fordi fejlen ikke kan henføres til et kontoførende institut, eller fordi det pågældende institut er erklæret konkurs, må udgiften til erstatning afholdes af Værdipapircentralen. Da Værdipapircentralens politik har

været kun at akkumulere en forholdsvis begrænset egenkapital, vil en større erstatning skulle dækkes gennem opkrævning af ekstrabeta-
ling hos udstederne af fondsaktiver samt de kontoførende institutter
m.v., der hæfter solidarisk for Værdipapircentralens udgifter, jf.
værdipapircentrallovens § 21.

Den nærmere fordeling af udgifterne i forbindelse med Værdipapir-
centralens erstatningsansvar er ikke fastsat i loven. Fordelingen vil
ske gennem en fordelingsnøgle, der fastsættes af Værdipapircentra-
lens bestyrelse.

Det objektive erstatningsansvar efter værdipapircentralloven er, lige-
som det almindelige erstatningsansvar i dansk ret, ikke beløbsmæs-
sigt begrænset. Det er således alene det økonomiske tab hos den, der
berøres af en erstatningspådragende adfærd, der begrænser erstat-
ningsberegningen. Da udstedernes og de kontoførende institutters
solidariske hæftelse for Værdipapircentralens udgifter ikke er be-
løbsmæssigt begrænset, er den samlede hæftelse eller "økonomiske
formåen" i Værdipapircentralen ultimativt summen af egenkapitalen
hos alle udstedere og kontoførende institutter. Uanset størrelsen af
det tab, en erstatningspådragende adfærd efter værdipapircentrallo-
ven måtte give anledning til, vil hæftelsen således være tilstrækkelig,
da deltagerkredsens samlede egenkapital står bag.

I relation til Værdipapircentralens mulighed for at tiltrække seriøse
udenlandske markedsdeltagere må den manglende beløbsmæssige
begrænsning i hæftelsen, samt den solidariske hæftelse for fejl i de
kontoførende institutter, anses for problematisk.

Der har hidtil hverken været tale om at indbetale midler til dækning
for ordningen eller kapitalbelastning af den hæftelse eller garanti,
der i princippet stilles over for Værdipapircentralen. Med den øgede
fokusering på risici og det generelle krav om kapitaldækning af de
af kreditinstitutter og investeringsselskaber stillede garantier, fore-
kommer dette ikke længere holdbart.

Samtidig har den manglende beløbsbegrænsning gjort en fuld forsik-
ringsmæssig afdækning umulig.

18.3. Vurdering af risici i forbindelse med det nu- værende erstatningsansvar

Erstatningsansvaret efter værdipapircentrallovens § 17 har aldrig
været gjort gældende. Dette udelukker dog ikke, at ordningen in-

direkte har haft en effekt, idet kontoførende institutter på grund af reglen om regres kan have valgt selv at dække tab som følge af fejl begået af instituttet uden at involvere Værdipapircentralen.

De mulige fejlkilder, der kan medføre erstatningsansvar for Værdipapircentralen er

systemfejl, herunder tekniske nedbrud og kommunikations-
svigt i Værdipapircentralen eller de kontoførende institutter,
betjeningsfejl i Værdipapircentralen eller de kontoførende
institutter,
kriminelle handlinger i Værdipapircentralen eller de konto-
førende institutter,
uvedkommendes manipulation af systemet, og
tab af registrerede rettigheder som følge af falsk eller volde-
lig tvang.

Fejlene kan opdeles i fire kategorier afhængig af, om der er tale om fejl i de kontoførende institutter eller i Værdipapircentralen, og af om fejlene er culpøse eller hændelige. Se tabel 1 i bilag 5.

Ved en tidligere gennemgang af disse risici i Værdipapircentralen blev det vurderet, at den største del af de ansvarspådragende fejl måtte formodes at ville forekomme i de kontoførende institutter. På grund af de kontoførende institutters bredere og mere komplekse forretningsområde, den direkte kundekontakt og den større grad af manuelle håndteringer forekommer dette at være helt naturligt.

Det er opfattelsen, at de culpøse handlinger, der udover Værdipapircentralens objektive ansvar i forvejen vil være dækket af dansk rets almindelige erstatningsregler, udgør en større risiko end de hændelige fejl. Det skal i denne forbindelse bemærkes, at domstolene har udviklet en skærpet culpabedømmelse i sager, hvor der er tale om professionsudøvelse. Hvis et kontoførende institut eller Værdipapircentralen selv i forbindelse med registreringen begår en fejl, der påfører en investor et tab, må det således formodes, at en domstol vil anvende en skærpet culpabedømmelse. Den ekstra beskyttelse, der ligger i, at også tab som følge af hændelige fejl er omfattet af værdipapircentrallovens § 17, må således antages at være begrænset, idet en meget stor del af de fejl, der kan påføre investorer tab, vil blive betegnet som culpøse.

For investorerne indeholder opretholdelsen af et særligt ansvar dog en række fordele, hvoraf den vigtigste er, at man ikke selv skal løfte bevisbyrden og slipper for proces.

Det er svært at give præcise skøn over risikoen for fejl i forbindelse med registreringen i Værdipapircentralen. Risikoen for interne fejl i forbindelse med privatkundehandler generelt kan i pengeinstitut-sektoren anslås til ca. 1 pct. af samtlige transaktioner. Heraf skønnes det, at over 99 pct. af fejlene opfanges i kontroller i systemerne, og derfor ikke giver anledning til problemer i relation til kunderne. De fleste af de tilbageværende fejl må skønnes ikke at ville udløse et § 17-ansvar.

Antallet af fejl, der kan udløse et § 17-ansvar, skønnes af Finansrådet at være ca. 15 pr. år. Disse fejl vil typisk være forkerte konto-overførsler, eller manglende registrering af trediemandsrettigheder. I de pågældende situationer vil pengeinstituttet normalt erstatte kundens tab direkte, hvilket må antages at være baggrunden for, at der endnu ikke er rejst krav om erstatning efter værdipapircentrallovens § 17.

Beløbsmæssigt vedrører fejlene normalt transaktioner under 0,5 mio. kr. Dette skyldes, at der for større registreringer, f.eks. i forbindelse med begrænsede rettigheder (pant, udlæg m.v.), ofte er en større opmærksomhed. Det største beløb, som Finansrådet har kendskab til, at der er opstået fejl i forbindelse med, er en transaktion på 10 mio. kr.

Det er meget svært at vurdere, hvor store tab der i værste fald kan blive tale om. Den størst mulige risikokilde må vurderes at udgøres af tilfældet, hvor kriminelle medarbejdere i kontoførende institutter eller Værdipapircentralen fjerner værdipapirer fra kunders konti, sælger værdipapirerne og flytter provenuet til en udenlandsk konto, der ikke kan spores, eller hvor der ikke er mulighed for udlevering. Hvor store transaktioner af denne type, der kan passere uden indgriben fra centraldeltagerne, er svært at sige, men det må formodes selv i meget alvorlige tilfælde at dreje sig om et beløb, der kan opgøres i millioner og ikke milliarder kroner.

18.4. Det fremtidige erstatningsansvar for værdipapircentraler

Drøftelserne i Børsudvalget har vist, at følgende elementer i den nuværende erstatningsordning skal vurderes i forbindelse med en ændring:

at Værdipapircentralen i dag pålægges at dække risici for handlinger i de kontoførende institutter, som centralen ikke har indflydelse på og ikke kan kontrollere,
at ansvaret er beløbsmæssigt ubegrænset, og
at erstatningsansvaret i højere grad skal svare til de ansvarsregler, der findes for tilsvarende udenlandske registrerings-systemer.

De grundlæggende krav, der må stilles til denne ændring er:

at investorerne fortsat skal have en tilstrækkelig beskyttelse mod tab som følge af fejl,
at ordningen ikke er diskriminatorisk over for udenlandske deltagere, og
at administration af ordningen bliver så smidig og billig som mulig.

Man har derfor drøftet en model, hvor erstatningsansvaret mellem de kontoførende institutter og en værdipapircentral er adskilt, således at værdipapircentralens ansvar kun omfatter egne fejl samt anonyme fejl. Det har i forbindelse med denne model været drøftet, hvilken beløbsmæssig begrænsning der måtte anses for hensigtsmæssig ud fra såvel en sikkerhedsmæssig som omkostningsmæssig betragtning. Der foretages en opdeling af, om fejlen er sket i en værdipapircentral eller i et kontoførende institut, hvilket betyder, at der i alt skal tages stilling til to typer af fejlkilder. I afsnit 4.1. og 4.2. nedenfor er det diskuteret, hvordan en model for erstatningsansvaret for fejl begået i henholdsvis en værdipapircentral og i de kontoførende institutter kan udformes. Efterfølgende er de omkostningsmæssige og kapitalbelastningsmæssige spørgsmål søgt illustreret.

18.4.1. En værdipapircentralens egne fejl

Det objektive ansvar for tab som følge af en værdipapircentralens egne fejl samt de anonyme fejl, der ikke kan henføres til noget kontoførende institut, der har en tilslutningsaftale med centralen, foreslås bevaret, men beløbsmæssigt begrænset.

Med hensyn til den beløbsmæssige begrænsning forekommer der at være flere muligheder for udformningen. Det skal således overvejes, hvorvidt der skal indføres en beløbsmæssig begrænsning pr. begivenhed, eller hvorvidt der skal ske en begrænsning af de kontoførende institutters hæftelse over for den værdipapircentral, de er tilsluttet eller en kombination deraf.

Indføres der alene en beløbsmæssig *begrænsning pr. begivenhed* af det objektive ansvar i for en værdipapircentral, vil udstederne og de kontoførende institutter i visse situationer stadig i praksis hæfte ubegrænset for tab, såfremt den hidtidige bidragsregel i værdipapircentrallovens § 21 videreføres.

Det vil være tilfældet for så vidt angår tab, som skal erstattes efter dansk rets almindelige og ubegrænsede erstatningsregler, samt hvis der indtræffer et stort antal begivenheder, der hver især kan udløse en erstatning efter det objektive ansvar. De hidtidige erfaringer har vist, at denne situation dog ikke er relevant i praksis.

Indføres der i stedet en *begrænsning i deltagerkredsens hæftelse over for en værdipapircentral*, vil der ikke nødvendigvis i lovgivningen skulle være nogen beløbsmæssig begrænsning på det objektive ansvar. Derimod vil værdipapircentralens ansvarlige kapital inklusive hæftelser og garantier fra de kontoførende institutter være begrænset. En sådan ordning kan betyde, at tab først på året dækkes fuldt ud, mens tab sidst på året ikke kan dækkes, og evt. at værdipapircentralen opløses i skifteretten.

En løsning, der indebærer en kombination af en beløbsmæssig begrænsning af det objektive ansvar pr. begivenhed og en begrænsning i hæftelsen over for en værdipapircentral må anses for at være i bedst overensstemmelse med de overordnede hensyn som er nævnt ovenfor.

Den hidtidige hæftelse over for Værdipapircentralen i værdipapircentrallovens § 21 kan betragtes som en form for garanti eller tilsagn. Der er således ikke i dag noget krav om, at en del af "den ansvarlige kapital" i Værdipapircentralen skal indbetales. En løsning, der fortsat bygger på disse retningslinier, forekommer i forbindelse med de kontoførende institutters hæftelse for fejl i en værdipapircentral umiddelbart at være tilfredsstillende.

Såfremt der indføres en begrænsning i hæftelsen i over for en værdipapircentral, skal der tages stilling til, hvad der sker i tilfælde af, at hæftelsen bringes til anvendelse. I tilfælde, hvor der sker et træk på hæftelsen/garantien, er spørgsmålet, om der skal ske en opfyldning af hæftelsen/garantien, sådan som det kendes fra indskydergarantiordningen, eller om en udhuling af den samlede hæftelse skal tilledes.

Af hensyn til tilliden til registreringssystemet forekommer en løsning, der indebærer opfyldning mest hensigtsmæssig og egnet til at indgyde tillid. I praksis kan den udformes således, at hver enkelt værdipapircentral får ansvaret for at sikre opfyldningen.

For at vurdere omkostningerne ved forskelligt dækningsomfang har man taget udgangspunkt i en beløbsmæssig begrænsning af hæftelsen over for en værdipapircentral på henholdsvis 100, 500 og 1.000 mio. kr., jf. 18.5.

18.4.2. Fejl i de kontoførende institutter

På grund af den nuværende regresadgang i værdipapircentralloven - vil et kontoførende institut hæfte ubegrænset for culpøse fejl, dvs. med hele sin egenkapital. Såfremt tabet i forbindelse med fejl er større end instituttets egenkapital, vil instituttet i princippet gå konkurs, og Værdipapircentralen vil skulle dække det resterende tab.

Ved at adskille ansvaret for fejl i de kontoførende institutter fra fejl i en værdipapircentral tilpasses det danske system til international praksis. Dette betyder imidlertid samtidig, at det bliver det kontoførende instituts egenkapital, der bliver den maksimale grænse erstatning for fejl begået i det pågældende institut. Såfremt kapitalen er mindre end beløbsbegrænsningen pr. fejl, vil skadelidte således ikke få fuld erstatning. Til gengæld vil instituttet gå konkurs.

For den gruppe af investorer, der ikke opnår tilstrækkelig dækning gennem en kommende investorgarantiordning må det antages, at valg af kontoførende institut i højere grad i fremtiden vil blive baseret på, en vurdering af det enkelte kontoførende instituts forretningsgange, interne kontrolprocedurer m.v., samt instituttets egenkapital. Det er i denne forbindelse værd at understrege, at det samtidig foreslås, at der i værdipapirhandelsloven åbnes mulighed for, at en værdipapircentral kan tillade store og institutionelle investorer at indrapportere transaktioner over egne værdipapirer direkte til værdipapircentralen med centralen selv som kontoførende institut.

Ved at flytte den solidariske hæftelse for fejl i de kontoførende institutter væk fra værdipapircentralerne fjernes en hindring for danske værdipapircentralers konkurrenceevne, idet muligheden for at tiltrække seriøse udlændinge øges.

Samtidig vil investorernes mulighed for at få dækning for tab i forbindelse med de kontoførende institutters fejl dog afhænge kraftigt af valget af kontoførende institut. Det må derfor overvejes at etablere en obligatorisk solidarisk hæftelse mellem de danske kontoførende institutter indbyrdes i en værdipapircentrals regi, alene til dækning af de fejl, der kan henføres til de kontoførende institutter.

18.4.3. Den samlede model for erstatningsansvar i værdipapircentraler

Ovenstående overvejelser om erstatningsansvaret i værdipapircentraler vil betyde, at dækningsomfanget af den solidariske ordning med hensyn til hæftelsen for fejl i andre kontoførende institutter vil blive begrænset i forhold til i dag.

I tabel 1 i bilag 5 er overvejelserne om opdelingen af erstatningsansvaret og indførelse af en beløbsmæssig begrænsning opstillet skematisk.

18.5. Omkostningerne i den fremtidige model

18.5.1. Kapitalbelastning af de kontoførende institutters hæftelse over for en værdipapircentrals kapitalberedskab

I det omfang de kontoførende institutter hæfter eller stiller garantier for en værdipapircentrals kapitalberedskab, må det afgøres, hvordan disse hæftelser og garantier skal kapitalbelastes.

I kapitaldækningsbekendtgørelsen for pengeinstitutter opdeles garantistillelse og lignende forpligtelser i tre risikogrupper med vægtene 02, 0,5 og 1,0 afhængigt af forpligtelsernes karakter. Til den første gruppe hører bl.a. garantier stillet over for Danmarks Nationalbank i forbindelse med betalingsafviklingen i Værdipapircentralen, til den anden gruppe hører bl.a. garantier stillet over for Indskydergarantifonden, mens ansvarlig lånekapital i Garantifonden for Danske Optioner og Futures hører til den sidste gruppe.

Udover inddelingen i risikogrupper efter garantiens karakter skal også medkontrahenten tildeles en vægt. Kreditinstitutter i zone A

(EU m.v.) tildeles vægten 0,2, hvilket også forekommer naturligt for en værdipapircentral, idet en stor del af den finansielle sektor står bag værdipapircentralen, ligesom der foreslås et krav om et kapitalberedskab på 1 mia. kr. i værdipapircentraler.

Afhængig af valget af vægte og dækningsomfanget vil hæftelserne - over for en værdipapircentral således give sektoren som helhed et kapitalkrav på mellem 320.000 kr. og 8 mio. kr., se tabel 2a i bilag 5.

Med en medkontrahentvægt svarende til kreditinstitutters (0,2) og en garantivægt svarende til garantier stillet over for Indskydergarantifonden (0,5), vil kapitalkravet ved et dækningsomfang på 1 mia. kr. til hele sektoren udgøre 8 mio. kr.

Da nogle af garantistillerne bag en værdipapircentral ikke kapitalbelastes af garantier (dette gælder bl.a. staten) er den faktiske kapitalbelastning mindre end tallene i tabellen.

For at afgøre hvor store omkostninger, der er forbundet med ekstra kapitalbelastning, er det nødvendigt at kende "prisen" på ansvarlig kapital. Et mål for prisen er forskellen mellem den forrentning, ejerne af den ansvarlige kapital kræver, og den forrentning det konførende institut kan opnå ved en risikofri anbringelse af provenuet. Alternativt kan der tages udgangspunkt i forskellen mellem den forrentning, ejerne af ansvarlig kapital og fremmedkapital forlanger for den givne virksomhed. Som en ren beregningsteknisk forudsætning er det antaget, at forskellen er 3 pct. Omkostningerne ved det ekstra kapitalkrav kan herefter beregnes til 240.000 kr. årligt for hele sektoren, ved en medkontrahentvægt på 0,2, en garantivægt på 0,5 og et dækningsomfang på 1 mia. kr. Se tabel 2b i bilag 5.

Det skal bemærkes, at de omkostninger, som selve erstatningsudbetalingen for tab som følge af fejl i forbindelse med registreringen vil give anledning til, ikke er medtaget i ovenstående omkostningsberegning. Disse omkostninger vil blive søgt opgjort i afsnit 18.5.3.

Det er såvel i ovenstående betragtninger som efterfølgende forudsat, at forpligtelser over for en værdipapircentral er stempelfrie.

18.5.2. De kontoførende institutters garantistillelse for fejl i andre kontoførende institutter

Såfremt det vælges at lade de kontoførende institutter hæfte for egne fejl uden en solidarisk overbygning, vil der ikke komme noget krav om kapitaldækning. Der vil i dette tilfælde ikke være direkte omkostninger.

Hvis det i stedet vælges at lade fejl i de danske kontoførende institutter omfatte af en solidarisk garantiordning for alle danske institutter, som er tilsluttet den pågældende værdipapircentral, vil det medføre kapitalkrav.

Størrelsen af kapitalkravene vil være mellem 800.000 kr. og 40.000.000 kr. afhængig af, om man vælger garantivægten 1,0 eller 0,5 og afhængig af, om medkontrahentrisikoen sættes til 0,2 som for kreditinstitutter eller 0,5 som for børsmedglere. Se tabel 3a i bilag 5.

Omkostningerne ved de ekstra kapitalkrav vil under tilsvarende antagelser udgøre mellem 200.000 kr. og 1.200.000 kr. for hele sektoren. Se tabel 3b, bilag 5.

18.5.3. Beregningsmodel over omkostninger ved betaling af erstatning fra Værdipapircentralen efter værdipapircentrallovens § 17

Til brug for vurderingerne i Børsudvalget er Værdipapircentralen blevet anmodet om at opstille en mulig beregningsmodel, hvorefter udbetaling af erstatningsbeløb fra Værdipapircentralen i henhold til værdipapircentrallovens § 17 kunne finansieres.

Beregningsmodellen er opstillet under forudsætning af, at Værdipapircentralens bestyrelse har besluttet:

- at erstatningsbeløbet finansieres efter principperne for udskrivningen af basisydelser,
- at udskrivningen til dækning af erstatningsbeløbet gennemføres på baggrund af forbrugte basisydelser i et givet regnskabsår, og
- at der ikke er tegnet forsikring til dækning af sådanne tab.

De nærmere regler for dækning af Værdipapircentralens omkostninger fremgår af Værdipapircentralens vedtægter. Her er det bl.a.

fastsat, at Værdipapircentralens nødvendige funktioner - de såkaldte basisydelser - dækkes ved afgifter på hovedfunktionerne: udstedelse, kontoføring og omsætning. For Værdipapircentralens øvrige funktioner - særydelser - betaler deltagerne gebyrer, der svarer til de medgåede omkostninger.

Værdipapircentralens fakturering er i øvrigt baseret på, at betalingen fra den enkelte deltager afspejler dennes anvendelse af Værdipapircentralens ydelser.

Tages der udgangspunkt i regnskabsåret 1993, kan det beregnes, at et erstatningsbeløb på 100 mio. kr. kan fordeles på følgende måde:

Udstedelse:	40 mio. kr.
Kontoføring:	11 mio. kr.
Omsætning:	49 mio. kr.

Se endvidere tabel 4.

For alle aktieselskaberne - som ofte er tilsluttet gennem et kontoførende institut - medfører dette på baggrund af omkostningerne for aktier registreret i Værdipapircentralen i 1993, at en erstatning på 100 mio. kr. vil betyde en ekstra betaling for aktieselskaberne på ca. 4 mio. kr. Det vil være forbundet med uforholdsmæssige store vanskeligheder at foretage en opsplitning af aktieselskabernes omkostninger pr. branche.

18.6. Omkostningerne i den nuværende ordning

Hvis man skulle stille kapitalkrav til centraldeltagernes hæftelse over for Værdipapircentralen i henhold til den nuværende bidragspligt til det nuværende erstatningsansvar i værdipapircentralloven, er det nødvendigt at tage stilling til, hvordan en ubegrænset hæftelse skal omsætte til en endelig størrelse. Ethvert forsøg på at beregne omkostningerne i den nuværende ordning vil være fuldstændig afhængig af de forudsætninger, der lægges til grund for beregningerne. Det er sandsynligt, at netop vanskeligheden med at løse dette problem, er en af grundene til, at hæftelsen over for Værdipapircentralen ikke kapitalbelastes i dag.

Såfremt der alligevel forsøges sat tal på hæftelsen, synes det nærliggende at tage udgangspunkt i det ultimativt største beløb, hver af centraldeltagerne vil kunne bidrage med; nemlig deres ansvarlige kapital, hvilket naturligvis alene er en teoretisk og ikke praktisk

betragtning. Et alternativ kunne være at tage udgangspunkt i den samlede cirkulerende mængde af værdipapirer i Værdipapircentralen, idet dette kunne siges at være en teoretisk (omend helt usandsynlig) overgrænse for det maksimale tab.

Med udgangspunkt i den samlede kernekapital plus efterstillede kapital hos pengeinstitutter, realkreditinstitutter og børsmæglerselskaber ved udgangen af 1993 vil det samlede kapitalkrav ved den nuværende ordning variere mellem 960 mio. kr. ved en garantivægt på 0,5 og en medkontrahentrisiko på 0,2 og 480 mio. kr. ved en garantivægt på 1,0 og en medkontrahentrisiko på 0,5. Se tabel 5a i bilag 5.

Med en pris på 3 pct. på egenkapitalen vil de årlige omkostninger tilsvarende svinge mellem 28,8 mio. kr. og 14,4 mio. kr. Se tabel 5b i bilag 5.

18.7. Sammenhængen til investorgarantiordningen

Med opdelingen mellem en værdipapircentralens egne fejl og fejl i de kontoførende institutter, som er tilsluttede til den pågældende central, gøres det klarere, at centralens særlige hæftelse er en konsekvens af det dematerialiserede registreringssystem og nødvendig for tilliden hertil, mens fejl i de kontoførende institutter i forbindelse med registreringen på konti i værdipapircentralen har stor sammenhæng til den investeringsservice, kreditinstitutter og investeringsselskaber generelt udfører, og således falder ind under det bredere område, der dækkes af en eventuel investorgarantiordning.

Børsudvalget har ikke set det som sin opgave at forsøge at pege på, hvordan et kommende direktiv om investorgarantiordningen skal implementeres, hvorfor kapitlet ikke indeholder beregninger, der viser hvilke omkostninger, der i fremtiden vil være forbundet med denne type fejl. Det bør dog nævnes, at der i udvalget er en udbredt opfattelse af, at grænsen for, hvad der bør dækkes, må sættes noget højere end indskydergarantiordningens 250.000 kr.

Børsudvalget har fundet det vigtigt, at der i direkte fortsættelse af Børsudvalgets arbejde tages hul på en diskussion af investorgarantiordningerne, der omfatter flere produkter, idet de kontoførende institutters ansvar for egne fejl i forbindelse med registrering i en værdipapircentral, der med modellen adskilles fra værdipapircentralens ansvar, vil blive omfattet af denne. Uden et nærmere kendskab til indholdet af denne ordning kan de samlede omkostninger ikke

gøre op. Et flertal af Børsudvalgets medlemmer har således givet udtryk for, at det var svært at tage stilling til en løsning af en værdipapircentrals erstatningsansvar uden at kende indholdet af en dansk investorgarantiordning.

Den fremlagte model tager imidlertid ikke hensyn til denne kobling. Det er således lagt til grund, at karakteren af det erstatningsansvar, de to ordninger sigter mod at omfatte, er så forskellig, at de kan behandles uafhængigt. Dette betyder samtidig, at valget af løsning med hensyn til en værdipapircentrals erstatningsansvar ikke lægger hindringer for valget af finansiering, kapitaldækning m.v. i den løsning, der senere vælges for en investorgarantiordning. Det er ej heller drøftet, hvilken af ordningerne, der er subsidær i forhold til den anden. Sammenhængen mellem anvendelsen af hæftelser og indbetalt kapital, samt spørgsmålet om kapitalvægten for eventuelle hæftelser i en kommende investorgarantiordning, er således ikke bundet af den valgte løsning for værdipapircentralers ansvar.

Kapitel 19

Virkningen af realrenteafgiften, aktieomsætningsafgiften og kursgevinstlovgivningen

Et velfungerende børsmarked skabes ikke alene gennem børslovgivningen. Handlen med værdipapirer påvirkes også af beskatningsforholdene.

Danmark er karakteriseret ved at have et højt skatteniveau i forhold til stort set alle andre lande. Skatteforhold spiller en stor rolle for langt de fleste former for økonomisk aktivitet i det danske samfund. Det gælder også for værdipapirmarkedet. I erhverv, der er udsat for international konkurrence, er en hensigtsmæssig beskatning - og en stadig tilpasning heraf - af betydning. Givet det høje skatteniveau må de forvridninger, som følger af beskatning på et område imidlertid også afvejes mod eventuelle forvridninger, der opstår ved beskatning på alternative områder.

I det følgende beskrives kort de dele af skattesystemet, der har størst betydning for værdipapirmarkedet. I kapitel 20 er stempelafgiftens betydning behandlet, idet disse her ses i sammenhæng med øvrige retlige forhold.

Skattesystemet har betydning for værdipapirmarkedet på to måder. Den væsentligste er, at skattereglerne kan påvirke omsætningen af værdipapirer, således at markedets likviditet bliver mindre, og dermed mindre effektivt. Herudover kan skattereglerne være udformet på en måde, der i realiteten udelukker, at visse typer af værdipapirer eller finansielle instrumenter kan udbydes.

Hensynet til at sikre skatteprovenuet betyder, at skattereglerne på en række områder er udformet med henblik på at forhindre "skattear-

bitrage", der kan medføre provenutab, f.eks. ved at skattepligtige indtægter konverteres til skattefri kursgevinster.

Omsætningen af værdipapirer begrænses dels af skatteregler, der giver "indlåsnings effekter", dels hvis selve handlen med værdipapirer udløser beskatning.

Indlåsnings effekter m.v. behandles i 19.1. i forbindelse med en omtale af henholdsvis realrenteafgiftsloven og kursgevinstbeskatningsloven. Aktieomsætningsafgiften behandles i 19.2

19.1. Indlåsnings effekter

Indlåsnings effekter opstår, når kursgevinster er skattepligtige og beskatningen sker når gevinsten realiseres ved salg (realisationsprincippet). Det værdipapirmarkedsmæssige problem er, at sådanne effekter -alt andet lige - tilskynder til ikke at omsætte aktier og obligationer i perioder med kursstigninger og dermed formindsker markedets likviditet. I modsætning hertil opstår der ikke indlåsnings effekter, hvis kursgevinster er skattefri eller hvis ændringer i kursværdien beskattes løbende uanset om gevinsten realiseres ved salg, eller blot konstateres som en ændring i markedsværdien af værdipapirerne (lagerprincippet).

Beskatning efter realisationsprincippet er det generelle princip i skattelovgivningen. For "finansielle instrumenter" anvendes lagerprincippet dog, og de fleste pengeinstitutter anvender lagerprincippet. Betydningen af skattereglerne for værdipapirmarkedet afhænger af de forskellige typer af skatteyderes værdipapirbeholdning, dvs. det især er reglerne for de institutionelle investorer (livsforsikringsselskaber, pensionskasser, pengeinstitutter og kreditforeninger), der direkte har betydning for værdipapirmarkedet.

For personer beskattes aktieavancer efter realisationsprincippet²⁷⁾, ligesom gevinster på sortstemplede obligationer og fordringer i udenlandsk valuta beskattes efter realisationsprincippet. Finansielle instrumenter beskattes efter lagerprincippet.

²⁷⁾ Ved afståelse af børsnoterede aktier, der har været ejet i mere end 3 år, er avancen dog ikke skattepligtig, hvis den skattepligtiges samlede beholdning af børsnoterede aktier er under 100.000 kr. (1993-niveau).

For selskaber, bortset fra pengeinstitutter, anvendes realisationsprincippet ved beskattning af gevinster på obligationer. Aktieavancer er skattefri, hvis aktierne har været ejet i mere end tre år. Finansielle instrumenter beskattes efter lagerprincippet.

For realrenteafgiftspligtige beskattes gevinster på obligationer efter et modificeret realisationsprincip, mens aktieavancer er skattefri. Finansielle instrumenter beskattes efter lagerprincippet.

Udvalget har ikke foretaget en samlet vurdering af skattereglernes betydning, men har koncentreret overvejelserne om de regler, der skønnes at have størst betydning. Det gælder realrenteafgiftslovens regler om "overgangsfradrag", kursgevinstlovens betydning for udbuddet af realkreditobligationer og for finansielle instrumenter, samt aktieavancebeskatningslovens betydning for investeringsforeninger.

19.1.1. Realrenteafgiften

Realrenteafgiften, der indførtes i 1984 - jf. lov nr. 867 af 22. oktober 1992 med ændringer, der følger af lov nr. 186 af 14. april 1993 og lov nr. 702 af 2. september 1993 - begrænser principielt det gennemsnitlige afkast af realrenteafgiftspligtige aktiver til 3,5 pct. p.a. ud over inflationen. Afgiftsatsen beregnes på grundlag af det gennemsnitlige afkast af obligationsbeholdningen i livsforsikringselskaber, tværgående pensionskasser samt ATP og LD og varierer derfor i takt med inflation og den nominelle rente.

Afgiften pålægges afkast af opsparing i pensionsordninger, hvor indbetalingerne er fradragsberettigede. Der er dog to væsentlige undtagelser. Den del af opsparingen, der er foretaget før 1983 er friholdt for realrenteafgift. Rent teknisk sker det ved, at afgiftsgrundlaget reduceres forholdsmæssigt, svarende til forholdet mellem pensionshensættelserne ved udgangen af 1983 og de samlede passiver ved udgangen af af giftsåret (friholdelsesbrøken). Herudover er afkast af aktier, indeksobligationer og visse ejendomme fritaget for realrenteafgift.

Dette forhold betyder, at der har været incitament til at omlægge formue mod disse aktivtyper. Op imod 40 pct. af den bogførte formue er således i dag placeret i fritagne aktiver mod stort set ingenting før realrenteafgiftens indførelse.

Afgiftssatsen har siden 1984 ligget mellem 40 og 57 pct. Afgiftssatsen har været stigende fra 1991 til 1994, hvor den var 53,5 pct. I 1995 er afgiftssatsen 51,3 pct. Det forventes, at afgiftssatsen også fremover vil blive reduceret som følge af renteændringer og konverteringer.

Realrenteafgiftsprovenuet var 25,5 mia. kr. i 1994. I 1995 skønnes provenuet at blive ca. 4 mia. kr. lavere. Faldet skyldes, at afgiftssatsen er lavere, at det ekstraordinære provenu af kursgevinster fra konverteringer vil være væsentlig lavere i 1995, og at genplaceringer sker til en rente, der er lavere end den gennemsnitlige forrentning af de realrenteafgiftspligtiges obligationsportefølje.

Da kursgevinster på obligationer er realrenteafgiftspligtige ligesom renteindtægter, og kursgevinster beskattes efter realisationsprincippet, giver realrenteafgiften indlåsnings effekter, der begrænser omsætningen med obligationer.

Det er i realrenteafgiftsloven søgt at modvirke indlåsnings effekterne ved at anvende et modificeret realisationsprincip, hvor det kun er 20 pct. af den realiserede kursgevinst, der beskattes i salgsåret, mens resten beskattes over de følgende år, via 20 pct. saldoen. Hertil kommer, at der løbende sker en tilpasning af obligationernes bogførte værdi gennem den matematiske kursopskrivning.

Uanset dette har realrenteafgiften givet en betydelig indlåsning, fordi det næsten konstante rentefald siden 1982 medførte meget store urealiserede kursgevinster, samtidig med, at der var en forventning om at afgiftssatsen ville falde på længere sigt.

Konverteringsbølgen i 1993/94 har imidlertid medført en tilpasning i kurserne på de realrenteafgiftspligtiges obligationsbeholdning, der har reduceret indlåsnings effekten væsentligt.

Friholdelsesbrøken

Friholdelsesbrøken giver anledning til en særlig form for indlåsnings effekt i det omfang aktiver er bogført til en værdi, der er lavere end markedsværdien.

Ved salg vil kursgevinsten blive realiseret, hvilket medfører en stigning i den aktuelle formue, dvs. en forøgelse af nævneren i friholdelsesbrøken, der reducerer friholdelsesbrøken.

Denne specielle effekt betyder, at realrenteafgiften også kan give indlåsnings effekter for aktier, selv om kursgevinster på aktier ikke er realrenteafgiftspligtige.

Betydningen heraf er imidlertid begrænset i dag, fordi friholdelsesbrøken er faldet betydelig siden 1984. Mange pensionsinstitutter har endvidere ikke friholdte reserver, fordi de realrenteafgiftspligtige i stadig større udstrækning bogfører aktier til markedsværdien, således at salg ikke medfører nogen ændring af friholdelsesbrøken.

For obligationer har ændringen af friholdelsesbrøken tilsvarende betydet en ekstra indlåsning udover indlåsningsen som følge af beskattningen af kursgevinster. Her gælder imidlertid ligesom for aktierne, at friholdelsesbrøken er faldet, og at forskellen mellem den bogførte værdi og markedsværdien i dag er reduceret som følge af konverteringsbølgen.

19.1.2. Kursgevinstlovens virkninger på realkreditobligationer

Kursgevinstloven indgik som en del af 1985-aftalen om en skattereform og er senest ændret ved lov nr. 90 af 8. februar 1995.

Kursgevinstlovens asymmetriske beskattning af kursgevinster og kurstab på blåstemplede obligationslån har bevirket, at udbuddet af realkreditobligationer siden midten af 1980'erne er blevet spredt over en bred vifte af kuponrenter med små og illikvide serier som resultat.

For efterspørgslen efter realkreditlån er der især tre faktorer, som har bidraget til dette resultat:

For det første medfører mindsterentebestemmelserne generelt, at obligationer udstedes tæt på pari for at minimere låntagers rente efter skat. Selv mindre bevægelser i markedsrenten fører derfor til udbud af obligationer med ændret kuponrente.

For det andet er realkreditinstitutterne efter anvisning fra Boligministeriet afskåret fra at give lånetilbud i obligationer til kurs over pari. Ved kursudsving, hvor kurserne kommer over pari, vil der være serier, der er nødt til at lukke (uanset mindsterenten fastholdes), hvilket medfører kortere åbnings- tid og mindre serier.

For det tredje har realkreditkunders efterspørgsel efter konverterbare lån betydet en væsentlig forøgelse af antallet af obligationsserier, der optages til notering på Københavns Fondsbørs, som følge af lånekundernes forskellige konverteringsomkostninger, renteforventninger og ikke mindst skatteforhold.

Ved lov nr. 423 af 25. juni 1993 genindførtes muligheden for udstedelse af kontantlån. Ved kontantlån er låntagers skattemæssige præferencer for valg af kuponrente af væsentlig mindre betydning end ved optagelse af obligationslån. Realkreditinstitutter har hermed fået mulighed for at udstede færre og dybe serier.

For traditionelle realkreditlån er loven dog begrænset til lån ydet inden den 1. januar 1996.

Beskatningsreglerne har også virket hindrende for ønsker om at tilpasse udbuddet af realkreditobligationer til mere markedskonforme serier. Med ændringen af realkreditloven i 1989 blev der skabt mulighed for en adskillelse mellem realkreditinstitutternes funding og udlån. Samspillet mellem realkreditloven og kursgevinstloven har imidlertid generelt været en hindring fra produktudvikling på realkreditinstitutternes fundingside.

Udbuddet af statsobligationer har i modsætning hertil generelt været præget af store og likvide serier. Dette skyldes til dels, at statsgældens gennemsnitlige restløbetid har været markant mindre end for den cirkulerende mængde af realkreditobligationer. Mere afgørende har dog været, at staten som låntager ikke har været underlagt skattemæssige begrænsninger, hvilket har gjort det muligt at fastlægge en væsentligt enklere fundingstrategi.

Et udvalg under Det Tværministerielle Kontaktudvalg vedrørende Den Finansielle Sektor er i færd med at overveje foranstaltninger med henblik på en effektivisering af markedet for realkreditobligationer. En tilpasning af kursgevinstloven vil være af afgørende betydning for, om der kan tilvejebringes et børsmarked for realkreditobligationer med stor dybde, som ikke alene vil have danske institutionelle investorer interesse.

I kapitel 1 konstateres det, at markedet for aktierelaterede instrumenter er meget mindre i Danmark end i øvrige europæiske lande. Skattereglerne har antagelig været en medvirkende årsag hertil.

Der er på embedsmandsplan nedsat et udvalg under Skatteministeriet som skal gennemgå kursgevinstlovgivningen og udarbejde forslag til en teknisk revision af denne.

19.1.3. Kursgevinstlovens og aktieavancebeskatningslovens betydning for derivater og investeringsforeninger

Derivatmarkedet påvirkes af kursgevinstlovgivningen ad flere veje. Reglerne på området er - specielt for aktierelaterede instrumenter - meget komplicerede.

De relativt komplicerede regler skyldes, at aktieavancer tidligere var skattefri efter 3 år for ikke-næringsskattepligtige. Reglerne skal forhindre arbitrage mellem tab på kontrakter og skattefri gevinst på aktier. Med skattereformen i 1993 er muligheden for skattefri aktieavancer efter 3 år begrænset til aktiebeholdninger under 100.000 kr. for personer, men for aktieselskaber er reglerne ikke ændret. Aktieavancer realiseret efter 3 år er fortsat som hovedregel skattefri for selskaber.

For udloddende investeringsforeninger har aktieavancebeskatningsloven den konsekvens, at rene aktieafdelinger, som udgør 60 - 70 pct. af investeringsforeningernes formue, ikke kan investere i derivater, idet en avance, der realiseres efter 3 år, herved skifter status fra aktieindkomst til kapitalindkomst. Det udelukker i realiteten, at foreningerne kan anvende optioner og terminskontrakter til at beskytte investorerne mod kursfald.

Disse regler gælder dog ikke for realrenteafgiftspligtige investorer. Her er reglerne, bl.a. for at imødekomme dette problem, ændret således, at der i realrenteafgiftsmæssig sammenhæng "ses igennem" investeringsforeningen, således at investeringsforeningerne kan anvende finansielle kontrakter, hvor evt. gevinster er realrenteafgiftspligtige, uden at det medfører, at aktieafkastet herved bliver realrenteafgiftspligtigt.

Ændringen af aktieavancebeskatningsloven i 1993 har haft betydning for børsnoteringen af udloddende obligationsinvesteringsforeninger, selv om disse ikke beskattes efter aktieavancebeskatningsloven, idet investeringer i børsnoterede obligationsinvesteringsforeninger sidestilles med børsnoterede aktier under den såkaldte 100.000 kr.'s regler. Denne regel bevirker, at investor beskattes af fortjenester ved aktiesalg efter 3 år, hvis investors beholdning af børsnoterede aktier

og børsnoterede investeringsforeningsbeviser overstiger 100.000 kr. Når investeringsbeviserne afnoteres medregnes de ikke længere under 100.000 kr.'s grænsen.

19.2. Aktieomsætningsafgiften

Aktieomsætningsafgiften indebærer, at der skal betales afgift til staten ved salg eller bytte af danske og udenlandske aktier, aktiewarrants, omsættelige andelsbeviser og investeringsforeningsbeviser, jf. lovbekendtgørelse nr. 608 af 30. juni 1994. Afgiften påhviler indenlandske sælgere. Dog er fondshandlere fritaget fra afgiftspligt, uanset om der er tale om kommissionshandel eller handel for egen regning.

Ved en lovændring i 1991 bestemtes, at der ikke skal betales aktieafgift, når danskere køber aktier af en i udlandet hjemmehørende part. Der er heller ikke afgiftspligt for den første overdragelse fra udsteder til køber ved emission.

Som led i 1993-skattereformen er aktieomsætningsafgiften med virkning fra 1. januar 1995 nedsat fra 1 til 0,5 pct.

19.2.1. Afgiftens provenu

Formålet med afgiften er at skabe et provenu til staten og dermed aflaste andre skattekilder. Den danske afgift indbragte 840 mio. kr. i 1993 og 750 mio. kr. i 1994. Halveringen af afgiften fra 1995 anslås at indebære en reduktion på ca. 400 mio. kr, således at provenuet i 1995 forventes at udgøre 400 mio. kr.

Til sammenligning kan det oplyses, at Københavns Fondsbørs, Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralens samlede omkostninger i 1994 udgjorde ca. 244 mio. kr.

I følge amerikanske undersøgelser af omsætningsafgifter på værdipapirer refereret nedenfor vil handlernes adfærd ændre sig som følge af forsøg på at undgå eller omgå afgiftspligten, således at det reelle provenu udgør 50 pct. af det potentielle.

19.2.2. Afgiftens virkninger

Set ud fra hensynet til et effektivt aktiemarked virker afgiften uhensigtsmæssigt. Aktieomsætningsafgiften virker negativ på omsætningen af aktier, idet transaktionsomkostningerne øges. Selv om fondshandlere er fritaget for afgift, kan det ikke undgås, at likviditeten i markedet herved begrænses.

En manglende likviditet fører til usikkerhed i prisfastsættelsen og mere volatile kurser. Dette er med til at give lavere aktiepriser, idet investorer vil kræve en likviditetspræmie. Derved bliver virksomhedernes kapitalomkostninger forøget. Dette vil give virksomhederne incitament til en højere gældsfinansiering end ellers. Ligeledes påvirker afgiften virksomhedernes muligheder for tilførsel af egenkapital, da likviditeten er afgørende for et værdipapirs prisfastsættelse. Dermed påvirkes virksomhedernes kapitalomkostninger indirekte.

Afgiften kan medføre, at handelen føres til alternative geografiske markeder eller alternative aktiver. Det medvirker til en forvridding af markedet. Danmark er et af de få lande, der fortsat opretholder en aktieomsætningsafgift. I de omkringliggende lande har man i løbet af de senere år fuldstændigt afviklet denne form for afgift. Eksempelvis er der ingen af de andre nordiske lande, der har en aktieomsætningsafgift. Det bliver stadig lettere - teknologisk og infrastrukturelt - at omsætte aktier i udlandet. Da udlandet i de senere år i høj grad har afskaffet lignende afgifter, vil dette incitament være større end tidligere.

Tabel: 19.1: Aktieomsætningsafgifter på europæiske børser, 1992

	Sats i pct. af kursværdien
Amsterdam	0
Athen	0
Bruxelles	0,17
København	1
Dublin	1
Helsinki	0
Lissabon	0,9
London ¹⁾	0,5
Luxembourg	0
Madrid	0
Milano	0,05
Paris	0,3 - 0,15
Oslo	0
Schweiz	0,075
Stockholm	0
Tyskland	0
Wien	0,075

Kilde: FESE 1992. Københavns Fondsbørs har oplyst, at der på nær i Danmark ikke er sket ændringer i satserne siden 1992.

Omsætning af udenlandske aktier er undtaget fra afgift, jf. ISSA Handbook 1994.

Af tabel 19.1., der viser satserne i forskellige europæiske lande i 1992, fremgår, at det danske niveau for aktieomsætningsafgifter sammen med Irland i 1992 var de højeste i Europa. Efterfølgende er den danske afgift nedsat til 0,5 pct. med virkning pr. 1. januar 1995, hvilket svarer til satsen for indenlandske engelske aktier. Det meget større marked for udenlandske aktier er dog fritaget for omsætningsafgift.

Udenlandske undersøgelser tyder på, at værdipapiromsætning er meget følsom over for omsætningsafgifters størrelse²⁸⁾. Amerikanske beregninger viser, at en indførelse af en 0,5 pct. afgift sænker omsætningen med 70 pct.

Over 50 pct. af det svenske aktiemarked flyttede til London efter, at Sverige gradvist indførte en 2 pct. afgift i midten af 1980'erne. Det svenske obligationsoptionsmarked blev hårdt ramt af en afgiftsforhøjelse for optioner og futures i 1989. Handelen i stats-futuren forsvandt helt i de første måneder af 1989.

De svenske erfaringer med ophævelse af aktieomsætningsafgiften er meget positive. Ophævelsen af den svenske afgift har medført, at aktiehandelen i stort omfang er vendt tilbage fra London og København til Stockholms børs. Svenske undersøgelser tyder på, at en fjernelse af en omsætningsafgift på 1 pct. vil øge omsætningen med over 100 pct. og øge aktiepriserne med over 10 pct. Der foreligger endnu ikke oplysninger, der gør det muligt at vurdere, hvordan nedsættelsen af aktieomsætningsafgiften fra 1. januar 1995 har påvirket omsætningen af aktier i Danmark.

19.3. Afslutning

Sigtet med børsreformen er at implementere det indre marked for værdipapirhandel og sikre et konkurrencedygtigt dansk værdipapirmarked. Det har i den forbindelse betydning, at markedet ikke belastes af særlige danske afgifter, der kan virke hindrende for markedets internationale konkurrenceevne. Det er Børsudvalgets holdning, at skatte- og afgiftssystemet indenfor de givne finanspolitiske rammer bør indrettes, så det så vidt muligt er neutralt i forhold til omsætningen. Det er myndighedernes ansvar, at der inden for en samlet ansvarlig økonomisk politik tages initiativ til at finde løsninger, der ikke underminerer værdipapirmarkedets muligheder for at konkurrere internationalt.

Der kan her henvises til studier som "Aktieomsättning och omsättningsskatt - en empirisk studie på svensk data" af Lindgren og Westlund, november 1988, "Securities transaction taxes", Catalyst Institute, USA, april 1993, "The effects of stamp duty on equity transactions and prices in the UK Stock Exchange", Bank of England, Oktober 1985.

Kapitel 20

Retlige forhold

20.1. Indledende bemærkninger

Der er sket en øget fokusering, såvel nationalt som internationalt, på de risici, som clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner indebærer, og på årsagerne hertil.

En usikker retstilstand kan være en årsag til risici for deltagerne i et clearing- og afviklingssystem. Der kan desuden være retsregler, der stiller forhindringer i vejen for etableringen af et sikkert og effektivt clearing- og afviklingssystem.

Internationaliseringen af værdipapirhandelen medfører, at der i de enkelte clearing- og afviklingssystemer vil være deltagere fra forskellige lande. Dette kan medføre lovkonflikter, fordi de enkelte landes retssystemer har forskellig udformning. Problemet kan i en vis udstrækning løses ved, at der finder en harmonisering af lovregler sted. En sådan harmonisering har vist sig vanskelig at etablere, især med hensyn til formueretlige regler, herunder regler om konkurs, fordi nogle af reglerne hører til de grundlæggende principper i retssystemet.

Det er vigtigt, at det enkelte land får løst de juridiske problemer, der eksisterer i forbindelse med værdipapirhandel, og at det også i videst muligt omfang får løst lovkonfliktproblemerne.

Det er endvidere vigtigt at få en afklaret og tilfredsstillende retstilstand for at få et attraktivt dansk værdipapirmarked også for udenlandske deltagere. I den forbindelse vil det være hensigtsmæssigt, at der ved udformningen af lovgivningen også skeles til den måde, der er lovgivet på i udlandet. For udenlandske deltagere er det således en forudsætning, at de danske regler for værdipapirhandel er tilstrækkeligt klare, ligesom regelsættet ikke kan være fundamentalt afvigende fra udenlandske værdipapirmarkeder.

I forbindelse med Børsudvalgets arbejde er det blevet klart, at især følgende juridiske områder har givet anledning til overvejelser:

- 1) nettoopgørelser (netting) af deltagernes forpligtelser over for hinanden (20.2),
- 2) sikkerhedsstillelse ved afvikling af værdipapirhandel (20.3), herunder
 - a) tvangsrealisering af pantsatte værdipapirer (20.3.3.1),
 - b) stempelafgifter (20.3.3.2).

Børsudvalget har fundet det overordentlig vigtigt, at der vedtages et lovgrundlag, der afhjælper de juridiske problemer på de nævnte områder.

20.2. Netting

Både nationalt og internationalt anvendes der på det finansielle marked i stort omfang nettoopgørelser (netting) i forbindelse med de enkelte deltageres opgørelse af forpligtelser (evt. beholdninger) over for hinanden. Dette gælder f.eks. i relation til betalingssystemer og clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner.

Netting indebærer, at leverings- og betalingsforpligtelser mellem to eller flere parter udlignes, således at der kun er en nettoforpligtelse tilbage. Netting kan finde sted både i systemer baseret på ensidige betalingsoverførsler og i systemer baseret på clearing og afvikling af gensidige forpligtelser.

Netting forudsætter som udgangspunkt, at der er indgået en aftale herom²⁹⁾.

De juridiske spørgsmål, der kan opstå i forbindelse med aftaler om netting, er, om selve aftalen tilstrækkeligt klart og entydigt giver mulighed for netting, om parterne gyldigt kan indgå den pågældende aftale om netting, og endelig om aftalen er juridisk holdbar også i tilfælde af, at en af parterne går konkurs. De to første spørgsmål kan løses parterne imellem, mens spørgsmålet, om en aftale om netting er juridisk holdbar også i forhold til et konkursbo, vil afhænge af gældende rets regler om såkaldt konkursregulering.

20.2.1. Internationale drøftelser vedrørende netting

Netting har i de senere år været drøftet hyppigt i internationale fora. Særligt har der været fokus på følgerne for det finansielle system som helhed, hvis en deltager i et nettingssystem går konkurs.

²⁹⁾ Netting:

De nævnte beskrivelser af de forskellige former for netting er baseret på internationale rapporter.

Bilateral netting: Er udligning af to parter leveringsforpligtelser og/eller betalinger over for hinanden, således at kun den ene part får et samlet tilgodehavende på modparten.

Multilateral netting: Er netting mellem flere parter, hvor alle krav mellem parterne summeres op og resulterer i et krav på eller fra den enkelte part.

Multilateral netting med central modpart: Som bilateral netting, men hvor kravene på eller fra den ene part ikke er på en anden deltager, men en central modpart. Denne form for multilateral netting vil dog også kunne betragtes som bilateral netting mellem den centrale modpart og den enkelte deltager.

Netting by novation: Hver gang der indgås en ny forpligtelse, opstår der en ny nettofordring som følge af, at forpligtelsen er blevet nettet med den tidligere nettofordring. Aftalen har til formål at omdanne parternes modgående tilgodehavender fra enkeltstående forpligtelser til et enkelt tilgodehavende for hver afviklingsdag og eventuelt for hver type af forpligtelse.

Netting by close out: Ved denne form for netting vil det være aftalt, at indgåede, men endnu ikke endeligt clearede og afviklede forpligtelser vil skulle cleares og afvikles i tilfælde af konkurs. Denne form for netting anvendes ofte i forbindelse med netting by novation, hvorved de enkelte tilgodehavender for hver afviklingsdag/type af forpligtelse samles i en fordring.

Internationalt er der således en fokusering på, om der i de enkelte lande findes lovregler, der regulerer netting. Det er af afgørende betydning for et nettingsystems sikkerhed, at det fornødne retsgrundlag er til stede.

De internationale drøftelser er udmøntet i forskellige anbefalinger. G-10 landene har udgivet rapporter, der vedrører vigtigheden af at sikre et juridisk holdbart nettingsystem. I en af disse rapporter fastlægges minimumsstandarder for nettingsystemer, de såkaldte "Lamfalussy-standarder"³⁰⁾.

Derudover er EU-centralbankerne i forbindelse med fastlæggelse af minimumsstandarder for betalingssystemer blevet enige om, at det

³⁰⁾ Lamfalussy-standarder:

- 1) Nettingsystemer skal have et velfunderet juridisk grundlag i alle relevante retsområder.
- 2) Deltagere i nettingsystemer skal have en klar forståelse af det pågældende systems påvirkning af hver af de finansielle risici, der berøres af nettingprocessen.
- 3) Multilaterale nettingsystemer skal have klart definerede procedurer for styring af kreditrisici og likviditetsrisici, der specificerer de respektive ansvar for administratoren af systemet og deltagerne. Disse procedurer skal også sikre, at alle parter har både tilskyndelse til og mulighed for at styre og begrænse hver af de risici, som de har, og at grænser sættes på det maksimale niveau for de kreditrisici, der kan skabes af hver deltager.
- 4) Multilaterale nettingsystemer skal som minimum kunne sikre den daglige afvikling uden forsinkelse i tilfælde af, at deltageren med den største negative position ikke er i stand til at afvikle denne.
- 5) Multilaterale nettingsystemer skal have objektive og offentliggjorte adgangskriterier, som sikrer fair og åben adgang.
- 6) Alle nettingsystemer skal sikre den operationelle holdbarhed af de tekniske systemer og tilstedeværelsen af backup faciliteter, der kan gennemføre det daglige transaktionsbehov.

for at undgå systemiske risici er væsentligt, at der i de enkelte lande skabes et sikkert retsgrundlag for netting³⁰.

En del lande har allerede indført lovregler, der regulerer netting i forbindelse med afvikling af værdipapirtransaktioner, herunder særligt nettingregler for afvikling af valutahandel og afledte produkter, samt nettingregler i relation til betalingssystemer³². Deltagere fra andre lande, der har nettingregler, vil nære en vis skepsis over for at deltage i en clearingcentral eller et betalingssystem i et land, der ikke har særlige nettingregler, da det vil være vanskeligt at finde ud af den retstilstand, som er gældende for clearingcentralen/betalingsystemet.

20.2.2. Fordele ved netting

De væsentligste årsager til at anvende nettoprincippet er, at i det omfang forpligtelser kan opgøres på nettobasis, vil modpartsrisiciene falde. Det er væsentligt for deltagerne på det finansielle marked at minimere kreditrisikoen på modparten, og store bruttopositioner (dvs. uden netting) kan give en næsten uoverskuelig risiko.

Derudover vil behovet for likviditet i forbindelse med transaktioner mindskes. Netting vil i sidste ende betyde, at transaktionsomkostninger bliver mindre.

I det omfang netting ikke kan anses for at være juridisk holdbart efter et lands retsregler, vil det stille kreditinstitutter, investeringselskaber og clearingcentraler konkurrencemæssigt ringere end institutter/selskaber/centraler fra lande, hvor netting anerkendes også

³⁰ Se "REPORT TO THE COMMITTEE OF GOVERNORS OF THE CENTRAL BANKS OF THE MEMBER STATES OF THE EUROPEAN ECONOMIC COMMUNITY on MINIMUM COMMON FEATURES FOR DOMESTIC PAYMENT SYSTEMS by the Working Group on EC Payment Systems".

³² På baggrund af den stærke vækst i omfanget af genkøbsforretninger har en række lande ligeledes gennemført lovgivning, der afklarer de vigtigste juridiske tvivlstilfælde, som kan opstå i forbindelse med sådanne transaktioner. Lovgivningen har bl.a. til formål at få slået fast, at genkøbsforretninger er egentlige værdipapirtransaktioner og ikke fiktive transaktioner, der kan omstødes til at være almindelige udlån. Aftaler om genkøbsforretninger falder ligeledes ind under regler om bilateral netting.

i tilfælde af konkurs. Dette skyldes, at modparten må kalkulere med en markant større modpartsrisiko og eventuelt som følge heraf stille større krav om sikkerhedsstillelse eller krav om højere marginindbetalinger. Samtidig vil det være en legitim betingelse for tilslutning til betalingssystemer og clearingcentraler, at bl.a. kreditinstitutter og investeringsselskaber tiltræder en aftale om netting. Det forudsætter, at nettingaftalen ikke kan drages i tvivl på grundlag af hjemlandets retsregler.

Det finansielle markedes konkurrenceevne vil også blive forringet, i det omfang markedet ikke kan basere sig på netting, da dette vil kunne betyde, at der må forlanges højere krav om marginindbetaling eller anden form for sikkerhedsstillelse end på finansielle markeder, der kan basere sig på netting.

Endvidere vil deltagerne på det finansielle marked ofte have fastsatte grænser for, hvor stor en risiko man må have på de enkelte deltagere (limits). Det har i den forbindelse en betydning, om de enkelte aktørers forpligtelser over for hinanden beregnes på nettobasis eller bruttobasis.

I relation til drøftelser af juridiske spørgsmål vedrørende netting har der ofte været fokuseret på, hvilke systemiske risici manglende juridisk holdbarhed af netting kan medføre. Især har der været fokus på følgerne for det finansielle system som helhed, hvis en deltager i en clearingcentral går konkurs. Hvis netting ikke holder i en konkurs, vil kreditrisiciene være betydeligt større end ellers, og end deltagerne havde regnet med. Det kan give anledning til systemisk risiko, hvor en deltagers manglende opfyldelse af sine forpligtelser giver problemer for andre deltagere i systemet, der i yderste konsekvens kan "skubbe" problemet videre, således at det i sidste ende også kan mærkes uden for systemet. Denne "kædereaktion" vil kunne medføre alvorlige konsekvenser for det finansielle system som helhed.

20.2.3. Netting i forbindelse med clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner

Ved clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner kan spørgsmålet om netting opstå vedrørende både værdipapirsiden og pengesiden. Ofte vil en clearing af værdipapirtransaktioner medføre, at der mellem to eller flere deltagere udregnes en nettokøbs- og salgposition i hvert enkelt værdipapir og på pengesiden en nettolikviditetsposition.

Værdipapircentralens system fungerer som et multilateralt nettingssystem. I Værdipapircentralens system sker der en multilateral netting vedrørende hver type værdipapir (fondskode). Vedrørende pengesiden sker der en nettoopgørelse for hver valuta³³⁾. Bruttobeløbene i Værdipapircentralens daglige clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner er meget store med et dagligt gennemsnit i størrelsesordenen 40 milliarder kroner og nogle dage op til omkring 150 milliarder kroner. Hertil kommer, at aktørerne på værdipapirmarkedet ved behov for ændring af deres positioner ofte laver modsatrettede værdipapirtransaktioner frem for annullering af allerede indgåede transaktioner. Denne måde at ændre positioner på forudsætter, at aktørerne kan have tillid til, at der kan finde netting sted.

For afledte produkter sker der ofte, ud fra aktuelle markedsf forhold, en løbende opgørelse af forpligtelser og rettigheder, bl.a. med henblik på beregning af marginkrav. Ved marginindbetaling vil der normalt finde netting sted. Ved afledte produkter kan netting også finde sted i forbindelse med udløb af en kontrakt.

Garantifonden for Danske Optioner og Futures (Garantifonden) har i vidt omfang baseret sit clearing- og afviklingssystem på netting, ligesom tilsvarende systemer i udlandet har gjort det. Dette har bl.a. medført, at marginkravene har kunnet reduceres. Da Garantifonden optræder som part i alle garanterede kontrakter, er Garantifondens system et multilateralt system med en central modpart. Den foretagne netting vil også kunne betragtes som bilateral netting mellem clearingdeltagerne (brugerne) og den centrale modpart (Garantifonden).

20.2.4. Netting i relation til dansk ret

Det er som udgangspunkt muligt at indgå en aftale om, at en eller anden form for netting skal finde sted mellem parterne. Det afgørende er imidlertid, om sådanne aftaler kan gennemføres, uanset at en af parterne går konkurs. Hverken konkursloven eller anden særlovgivning indeholder bestemmelser, der specifikt vedrører netting.

³³⁾ Med hensyn til Værdipapircentralens kontrol af, om de enkelte deltagere i systemet holder sig inden for deres trækingsmaksimum, sker der en omregning til danske kroner og derefter en nettoopgørelse.

Konkursloven hjemler en ret for konkursboet til at indtræde i de af skyldneren indgåede gensidigt bebyrdende aftaler. Som udgangspunkt kan denne ret for konkursboet ikke indskrænkes ved aftale.

Modregning i konkurs reguleres af konkurslovens regler. Rækkevidden af disse bestemmelser i relation til de forskellige former for netting, bør reguleres i lovgivningen.

Konkurslovens regler er ikke udarbejdet med henblik på transaktioner som netting. Formålet med de enkelte bestemmelser i konkursloven er at hindre, at boet tømmes til skade for det grundlæggende princip om lighedeling kreditorerne imellem. Det er således en helt anden problemkreds end at sikre, at et nettingssystem er juridisk holdbart også i tilfælde af konkurs.

Baggrunden for bestemmelserne der regulerer modregning i konkurs er, at det vil være vanskeligt at acceptere, at en, som skylder noget til et konkursbo, skal indbetale hele det skyldige beløb, men kun få dividende af en fordring på konkursboet. Modregning i konkurs skal således ikke opfattes som en særlig sikringsform (som f.eks. en pantet), men som et naturligt forsvar mod misligholdelse i tilfælde af konkurs. Etableringen af fornuftige nettingregler er efter Udvalgets opfattelse ikke i modstrid med formålet med konkursloven, men snarere en tilpasning af modregningsbestemmelserne heri til den forløbne udvikling på det finansielle område. Lovregulering af bilateral netting indebærer næppe mere end en stadfæstelse af gældende ret. En anerkendelse af multilateral netting vil indebære en fravigelse af konkurslovens krav om gensidighed ved modregning. Fordelene herved vil imidlertid være så betydelige, at de retfærdiggør fravigelsen.

20.2.5. Netting i relation til udenlandsk ret

I en række lande (bl.a. USA, Storbritannien, Tyskland, Frankrig, Belgien og Holland) er der allerede indført regler, der direkte regulerer netting. I de fleste lande betyder dette, at alle former for bilateral netting anerkendes også i tilfælde af konkurs. For en del landes vedkommende betyder det også, at multilateral netting i visse særlige systemer/aftaler anerkendes. I de nordiske lande drøftes netting indgående, og både Sverige og Norge påtænker at indføre specielle regler vedrørende netting.

20.2.6. Kapitalbelastning i forbindelse med netting

I det omfang netting anses for at være juridisk holdbart også i tilfælde af konkurs, vil kreditrisiciene for deltagerne i et nettingssystem mindskes. Er dette tilfældet, vil det være en naturlig konsekvens, at netting får en risikoreducerende virkning ved beregningen af kapitalkrav.

En række lande, herunder G-10, anerkender allerede netting som reducerende faktor ved beregningen af kapitalkrav. Dette medfører, at i lande, hvor det f.eks. af specielle nettingregler fremgår, at netting er juridisk holdbart i tilfælde af konkurs, får netting en risikoreducerende virkning i relation til kapitalkrav for kreditinstitutter og investeringsselskaber.

For at kreditinstitutter/investeringsselskaber fra EU-lande skal gives samme mulighed for, at netting er en risikoreducerende faktor ved kapitalberegningen, har EU-Kommissionen fremsat et direktivforslag, som i højere grad end hidtil vil gøre det muligt at lempe kapitalkravene til kreditinstitutter og investeringsselskaber ved anvendelse af netting. En forudsætning herfor er, at netting er anerkendt i konkurslovgivningen. Direktivforslaget medfører et øget behov for at få løst de juridiske problemer i forbindelse med netting. Det skal samtidig anføres, at det hidtil gennem lovgivningen er tilstræbt, at kapitalkravene til den danske finansielle sektor ikke er mere restriktiv end for de øvrige EU-lande. Denne praksis mener Udvalget generelt ikke bør fraviges og særligt ikke på et kerneområde som værdipapirtransaktioner og betalingsformidling.

20.2.7. Konklusion

De gældende regler i konkursloven omhandler ikke netting. Et vel fungerende kapitalmarked, der er tæt forbundet med fremmede markeder, har behov for eksplicite regler, for så vidt angår netting.

Den nuværende usikkerhed med hensyn til retstilstanden kan begrænse udenlandsk deltagelse på det danske finansielle marked. Deltagerne vil ikke i fornødent omfang have et overblik over modpartsrisiciene og dermed deres kreditrisici. Herudover er der systemisk risiko dvs. risiko for, at en deltagers konkurs forårsager, at andre deltagere ikke kan overholde deres forpligtelser.

Der kan således dannes en kædereaktion, der vil medføre alvorlige konsekvenser for det finansielle marked som helhed. Usikkerheden

med hensyn til retstilstanden i Danmark vil med baggrund i samme hensyn hæmme danske kreditinstitutters/investeringselskabers deltagelse på de internationale finansielle markeder.

På baggrund heraf finder Børsudvalget det vigtigt, at der vedtages et sæt retsregler specielt med henblik på netting. Reglerne bør omhandle såvel multilateral som bilateral netting, således at den bilaterale netting også omfatter aftaler om genkøbsforretninger. Der er i denne forbindelse lagt vægt på, at det er et internationalt krav, at der etableres en velfunderet juridisk basis for nettingssystemer.

Et mindretal (Klaus Willerslev-Olsen) finder det afgørende, at også kreditinstitutters multilaterale clearingsystemer omfattes af bestemmelserne om multilateral netting. Såvel i forbindelse med drøftelserne om en ændret rolle for Danmarks Nationalbanks deltagelse i pengeclearingen som i forbindelse med drøftelserne om indirekte (lagdelt) clearing af værdipapirtransaktioner er pengeinstitutterne tiltænkt en rolle, hvor pengeinstitutterne stiller likviditet til rådighed for indirekte clearingdeltagere på samme måde, som Danmarks Nationalbank stiller likviditet - sikret eller usikret - til rådighed for de centrale clearingdeltagere. Herved vil der opstå et naturligt konkurrenceforhold mellem de ydelser, der tilbydes af Danmarks Nationalbank, og de ydelser, som pengeinstitutter tilbyder indirekte clearingdeltagere. Med henblik på at undgå konkurrenceforvridning og sikre en lige konkurrence mellem de forskellige dele af clearing- og afviklingssystemerne bør pengeinstitutter sikres de samme retlige muligheder, som de centrale institutioner. Der må ligeledes etableres ensartede vilkår for danske og udenlandske kreditinstitutter. Udenlandske kreditinstitutter, udøver multilateral clearingvirksomhed, vil kunne udøve denne virksomhed i Danmark som grænseoverskridende virksomhed.

20.3. Sikkerhedsstillelse ved afvikling af værdipapirhandel

Det er af Børsudvalgets drøftelser fremgået, at lovgrundlaget for værdipapirhandel skal muliggøre en hensigtsmæssig tilrettelæggelse af afviklingen af værdipapirhandlen, herunder at det er vigtigt at få ophævet eksisterende lovmæssige hindringer.

I lys af de store beløb, der er involveret i værdipapirhandlen, bør afviklingen være sikker for derved at begrænse såvel de enkelte markedsdeltageres risici som risiciene for det samlede finansielle system. Parterne i en værdipapirhandel - og tredjemand i form af långiver - skal kunne være sikre på at modtage de værdipapirer eller penge, som udgør modydelsen for deres egen ydelse, på det aftalte tidspunkt. Sikkerhed i afviklingen indebærer, at risikoen for tab af modydelsen minimeres, og at risikoen for kurs- eller likviditetstab nedsættes betydeligt.

Da afviklingssystemet udgør en væsentlig del af infrastrukturen på værdipapirmarkedene, er det samtidig ud fra konkurrencehensyn vigtigt at sikre et smidigt grundlag for afviklingen af værdipapirhandlen. Det vil derfor være vigtigt, at sikkerhedsgrundlaget ikke hæmmer omsætningen af værdipapirer og ikke er forbundet med nævneværdige omkostninger.

20.3.1. Afvikling af værdipapirhandler

Det nuværende danske afviklingssystem for værdipapirer, registreret i Værdipapircentralen, er bygget op omkring en kreds af direkte deltagere, der er tilsluttet Værdipapircentralen med fondshandlerstatus, og som har kontantafviklingskonti i Nationalbanken. Kredsen af direkte deltagere i afviklingen udgøres af pengeinstitutter, realkreditinstitutter, kreditinstitutter med særlig tilladelse og børsrådgivningselskaber.

Hvor både køber og sælger er direkte deltagere i betalingsformidlingen, vil udvekslingen af henholdsvis værdipapirer og penge ske samtidig (delivery versus payment). Afviklingen foregår ved, at der fra købers konto i Nationalbanken overføres et beløb svarende til købesummen til sælgers konto, alt imens værdipapirerne overføres fra sælgers konto i Værdipapircentralen til købers. Forud for afviklingen er såvel de solgte værdipapirer som købesummen blevet reserveret på sælgers konto i Værdipapircentralen, henholdsvis købers konto i Nationalbanken. Afviklingen gennemføres kun, hvis både penge (eller en tilstrækkelig overtræksadgang, jf. afsnit 20.3.2) og værdipapirer er tilstede på de respektive konti. Ved værdipapirhandler mellem direkte deltagere i afviklingen vil både køber og sælger således have fuld sikkerhed for, at ydelsen i form af betalingen respektive leveringen af værdipapirer ikke sker uden modtagelse af modydelsen.

Ved værdipapirhandler, der involverer andre end direkte deltagere i betalingsformidlingen, f.eks. udenlandske investeringsselskaber, institutionelle investorer, virksomheder og private kunder, er der ikke den samme tætte kobling mellem levering af værdipapirer og betalingen herfor. Ved salg af værdipapirer til indirekte deltagere vil værdipapirerne blive reserveret til registrering på købers konto i Værdipapircentralen i forbindelse med Værdipapircentralens afviklingskørsel, mens betalingen typisk først vil ske efterfølgende, når den indirekte deltager har sikret sig, at værdipapirerne vil blive overført til hans konto i Værdipapircentralen. Herved har sælger eller en udenforstående kreditgiver en risiko på det fulde handelsløb (hovedstolsrisiko). En sælgende fondshandler kan dog tage ejendomsforbehold i henhold til værdipapircentralloven, hvorved det kan sikres, at køber ikke får rådighed over værdipapirerne, medmindre køber betaler. Anvendelse af betalingsforbeholdet har imidlertid en række omsætningshæmmende effekter, jf. afsnit 20.3.3.

I praksis involverer en betydelig del af værdipapiromsætningen og dermed afviklingen af værdipapirhandler en indirekte deltager. Det må forudses også at blive tilfældet fremover uanset, at der foreslås mulighed for, at afviklingssystemet kan organiseres på en anden måde end i dag, jf. kapitel 13 om clearing og afvikling, hvoraf det fremgår, at det er opfattelsen hos et flertal i Børsudvalget, at clearingcentraler af hensyn til fremtidssikringen af lovgivningen bør have mulighed for at tage sig af pengesiden af værdipapirafviklingen, ligesom de bør have en vis handlefrihed med hensyn til at fastlægge kredsen af direkte afviklingsdeltagere.

Under alle omstændigheder er det efter Børsudvalgets opfattelse vigtigt, at der skabes grundlag for at etablere et lagdelt clearing- og afviklingssystem, hvorved de indirekte deltageres handler indgår sammen med de direkte deltageres handler i afviklingen. Derved sikres, at det størst mulige antal transaktioner omfattes af princippet om samtidighed i udvekslingen af penge og værdipapirer.

20.3.2. Behov for kredit og sikkerhed i afviklingen

Et effektivt afviklingssystem fordrer en eller anden form for kreditfacilitet. Udformningen heraf kan variere fra system til system, men det er karakteristisk, at kreditgivningen ydes af store pengeinstitutter og centralbanker. Den stadig større fokusering på risici har betydet, at afviklingskreditter ligesom anden form for kredit i stigende grad ydes mod sikkerhed. Denne tendens er særlig udtalt

for centralbankers vedkommende, hvor det internationalt set er hovedreglen, at centralbanker alene stiller likviditet til rådighed for markedsdeltagerne mod fuld sikkerhed.

Det nuværende danske afviklingssystem bygger i høj grad på, at Nationalbanken stiller en overtræksfacilitet til rådighed for de direkte deltagere i betalingsformidlingen. Disse vil typisk have gennemført en række købs- og salgstransaktioner, som medtages i samme afviklingskørsel. Nogle af handlerne vil udligne hinanden, idet der vil være foretaget både køb og salg af samme værdipapirtype. Tilbage bliver en nettokøbs- og en nettosalgspost i hvert værdipapir, og der beregnes en kontantsaldo, som enten kan være negativ eller positiv. Hvis saldoen er negativ, vil afviklingen kun blive gennemført, hvis Nationalbanken over for Værdipapircentralen accepterer et overtræk på den pågældende konto. I dag har kreditinstitutter, der har undertegnet de kreditpolitiske aftaler ubegrænset overtræksadgang i VP-afviklingen på usikret grundlag. Adgangen til usikret kredit i Nationalbanken vil gradvist blive afskaffet over en kortere årrække, så kreditinstitutter skal stille sikkerhed for træk på Nationalbanken.

Tilsvarende understøtter de direkte deltagere i betalingsformidlingen afviklingen ved i vid udstrækning at finansiere indirekte deltagers køb af værdipapirer - enten ved træk på deres konti i Nationalbanken eller ved på anden måde at stille likviditet til rådighed.

Ligesom det er en forudsætning for afviklingssystemet, at der med forskellige former for kreditfaciliteter er mulighed for at fremskaffe den fornødne likviditet til understøttelse af værdipapirhandlen, er det vigtigt, at ydere af afvikling i ngskreditter kan få sikkerhed for de udlånte beløb, og at det kan ske på en måde, som ikke hæmmer omsætningen med værdipapirer til skade for markedseffektiviteten. Det hænger sammen med den måde, værdipapirhandlen i praksis foregår på. Det er således en sædvanlig foreteelse i det professionelle marked, at sælgeren af en post værdipapirer ikke er i besiddelse af de solgte værdipapirer på salgstidspunktet, men vil være nødsaget til i perioden frem til afviklingen at skaffe sig værdipapirerne. Sælgeren kan for eksempel tilvejebringe de nødvendige værdipapirer fra en anden markedsdeltager ved at købe værdipapirerne og samtidig at påtage sig en forpligtelse til at tilbagesælge tilsvarende værdipapirer på et senere tidspunkt. På samme måde er det en sædvanlig praksis, at køberne af en post værdipapirer først ved videre salg skaffer sig likviditet til købet af værdipapirerne. Denne form for

kædehandel forekommer især mellem professionelle markedsdeltagere og medvirker til en høj grad af omsættelighed i værdipapirmarkedet og en effektiv prisdannelse.

Både pengeudlån til køb af værdipapirer og andre udlånsformer indebærer en risiko for långivere, der i sammenhæng med omsætningsmønstret for værdipapirhandlen vil vokse i takt med, at omsætningen af værdipapirer og antallet af transaktioner stiger i forhold til markedsdeltagernes antal og kapitalgrundlag.

Hvis en långivers krav er usikret og låntageren standser betalingerne eller erklæres konkurs, risikerer långiveren i værste fald at miste hele det udlånte beløb. Selv ved sikrede krav - f.eks. ved pant i en beholdning værdipapirer - kan långiver risikere at blive ramt af likviditetsmangel ved forsinkelser i betalingen og/eller af kurstab, hvis de pågældende værdipapirer er faldet i kurs eller ikke kan afhændes umiddelbart i tilknytning til betalingsmisligholdelsen.

I betragtning af de meget betydelige beløb, der omsættes på værdipapirmarkedet, hvor handler i multipla af 100 mill.kr. nominelt er ganske almindelige, kan selv mindre kursfald eller kortvarige likviditetstab som følge af betalingsforsinkelser få betydelige konsekvenser både for den enkelte markedsdeltager og for det finansielle system som helhed. Tabene eller likviditetsmanglen kan være så alvorlige, at de kan føre til en markedsdeltagers betalingsstandsning eller konkurs. Hvis en kriseramt markedsdeltager ikke er i stand til at leve op til sine forpligtelser til at levere penge eller værdipapirer, kan det tilsvarende påvirke andre markedsdeltagere og dermed skabe dominoeffekter i værdipapirmarkedet. Manglen på sikkerhed og smidighed i afviklingen kan således føre til betydelig finansiell ustabilitet.

20.3.3. Problemer ved gængse former for sikkerhed

Sikkerhed for udlån i forbindelse med afviklingen af værdipapirhandler tilvejebringes i dag på flere måder.

Ved salg af værdipapirer til indirekte deltagere tager direkte deltagere i betalingsformidlingen ofte betalingsforbehold i overensstemmelse med værdipapircentralloven for at sikre sig, at værdipapirerne ikke kommer ud af sælgerens kontrol, uden at købesummen betales. Betalingsforbeholdet ophæves, når betalingen har fundet sted.

Betalingsforbehold kan kun anvendes af den sælgende part og ikke af en långivende tredjepart og er således ikke et anvendeligt sikkerhedsgrundlag for centralbanker, clearingcentraler eller andre, der stiller likviditet til rådighed for handler, hvori de ikke samtidig er parthaver. Anvendelsen af ejendomsforbehold betyder desuden, at køberen ikke har rådighed over værdipapirerne, før den frigørende betaling har fundet sted og betalingsforbeholdet efterfølgende ophævet. Køberen vil derfor ikke være i stand til at videresælge værdipapirerne med samme afviklingstidspunkt, som de er købt med. Som afviklingssystemet i dag er indrettet, mister køberen dispositionsretten over værdipapirer, der er anskaffet mod sikkerhed i et betalingsforbehold, i mindst én dag. Resultatet heraf er et likviditetstab og dermed en yderligere renteomkostning. For de professionelle markedsdeltagere, der er kendetegnet ved inden for samme dag at have talrige købs- og salgstransaktioner i de samme værdipapirer, er det ikke acceptabelt med en sådan omsætningshæmmende sikkerhedsstillelse. Tværtimod bidrager det til at svække blandt andre udenlandske markedsdeltageres interesse for at benytte det danske afviklingssystem.

Til sikkerhed for afviklingskreditter og til opfyldelse af eksempelvis marginkrav ved handel med afledede finansielle instrumenter kan i et vist omfang tillige benyttes generel pantsætning af markedsdeltageres egne værdipapirbeholdninger. Derudover kan garantierklæringer fra et garanterende institut anvendes som sikkerhedsgrundlag.

Pantsætning af værdipapirbeholdninger eller garantier fra tredjemand, udgør imidlertid ikke et hensigtsmæssigt sikkerhedsgrundlag set ud fra målsætningen om at skabe et effektivt og smidigt afviklingssystem. Der kan blandt andet peges på, at den i dag anvendte pantsætning af markedsdeltageres egenbeholdninger har samme omsætningshæmmende virkninger som betalingsforbeholdet, at egenbeholdningen for en række markedsdeltageres vedkommende er utilstrækkelig til at dække det behov, som opstår som følge af de ofte meget store værdipapirhandler, og at det kan være uhenigtsmæssigt at involvere tredjemand eller binde andre aktiver end de handlede værdipapirer. Dertil kommer 8-dages fristen for tvangsrealisation af pantsatte aktiver i retsplejeloven, og pligten til som hovedregel ifølge stempeloven at stemple dokumenter om pantsætning og kaution og garantistillelse. En panthaver er således ved betalingsmisligholdelse fra købers side som hovedregel forhindret i at inddække et likviditetstab og/eller sikre sig mod

kurstab ved umiddelbart at afhænde de pantsatte værdipapirer, ligesom stempelafgiften typisk vil være meget omkostningskrævede.

20.3.3.1. Tvangsrealisering af pantsatte værdipapirer

Ifølge retsplejelovens bestemmelse om tvangsrealisering, er det ikke muligt for pantnaver umiddelbart at realisere pantsatte aktiver, når det konstateres, at pantsætter har misligholdt en betalingsforpligtelse. Som hovedregel skal pantsætter forinden have en uges frist til at opfylde kravet. Kun hvis det er nødvendigt for at undgå et tab, vil pantsætter kunne gøre sig fyldestgjort ved omgående salg. 8-dages fristen for tvangsrealisering kan end ikke fraviges ved aftale mellem parterne.

Retsplejelovens bestemmelse om tvangsrealisering er ikke møntet på et moderne system til afvikling af handel med værdipapirer, hvor en manglende mulighed for hurtig realisering af værdipapirer, der er stillet til sikkerhed for afviklingslån eller marginkrav ved handel med afledte instrumenter, kan betyde, at én deltagers betalingsmisligholdelse kan brede sig til andre deltagere med implikationer for systemet som helhed. Det hænger bl.a. sammen med, at deltagerne er "bundet" sammen af kædehandler gennem mange led, og at handlerne typisk finansieres ved likviditet fra videresalg af de samme værdipapirer.

I de tilfælde, hvor der foretages realisation af værdipapirerne inden udløbet af 8-dages fristen, vil der således være risiko for, at der fremsættes erstatningskrav i de tilfælde, hvor kursudviklingen har været positiv i tidsrummet mellem den faktiske afhændelse af værdipapirerne og udløbet af 8-dages fristen. Et eventuelt erstatningskrav vil dog ikke nødvendigvis være begrænset til kursforskellen, men kan omfatte andre tab, som har en tilstrækkelig sammenhæng med afhændelsen af værdipapirerne inden fristens udløb.

Det må i denne forbindelse tages i betragtning, at pantsætteren efterfølgende kan se "i bakspejlet", om kursen på de pantsatte værdipapirer faldt som antaget af pantnaveren - eller tværtimod steg. Det er svært for en pantnaver at overbevise domstolene om, at man på forhånd med stor sikkerhed forventede et kursfald, når der i stedet for skete en kursstigning. Pantsætteren har således mulighed for at spekulere i en eventuel kursstigning.

Retspraksis giver heller ikke grundlag for at antage, at der selv mellem professionelle deltagere på værdipapirmarkederne kan ses bort fra 8-dages fristen.

Det afgørende er derfor i denne henseende at undgå, at likviditetsmangel et sted i "kæden" spreder sig til andre dele af systemet.

På baggrund af den usikre retspraksis på området, må det sammenfattende konstateres, at retsplejelovens § 538a ikke er forenelig med etableringen af sikre afviklingssystemer, hvor det i den daglige administration med tilstrækkelig sikkerhed lægges til grund, at håndpantede værdipapirer kan afhændes umiddelbart efter, at der er konstateret betalingsmisligholdelse, dvs. uden iagttagelse af 8-dages fristen.

20.3.3.2. Stempelafgifter

Håndpantssætning af værdipapirer udløser i henhold til stempelovens § 57, stk. 1, 2. pkt., som hovedregel en stempelafgift på 3 promille af værdien af de håndpantede værdipapirer.

Der findes en række undtagelsesregler i stempeloven. Blandt andet fastslår § 3 i stempeloven, at et dokument kun er stempelpligtigt, når parterne er hjemmehørende i Danmark, eller en af parterne er hjemmehørende her i landet, og dokumentet er underskrevet af en af parterne her i landet. I tilfælde, hvor der for eksempel er tale om en udenlandsk fondshandler, kan - de normalt stempelpligtige dokumenter - derfor underskrives af begge parter i udlandet, hvorved stempelpligten undgås.

Det har således været muligt at etablere en midlertidig ordning for udvidelse af deltagerkredsen i Værdipapircentralens betalingsformidling, hvor der inden for snævre rammer er stempelfrihed. Undtagelsesreglen for dokumenter underskrevet i udlandet kan imidlertid ikke danne grundlag for en generel ordning.

Herudover gælder, at etablering af sikkerhedsstillelse ved udveksling af ikke- underskrevne pantsætningserklæringer via testede telex under hensyn til stempelovens § 7, stk. 3, ikke medfører stempelpligt. Der kan dog fremføres en række sikkerhedsmæssige argumenter mod at anvende testede telex som grundlag for sikkerhedsstillelse, hvilket bevirker, at en generel ordning heller ikke kan baseres på denne regel.

I henhold til stempelovens § 62, stk. 6, skal der ikke betales stempelafgift af dokumenter om lån mod håndpant, hvorved pengeinstitutter eller børsmæglerselskaber optager lån i pengeinstitutter. § 62, stk. 6, omfatter muligvis udenlandske pengeinstitutter og børsmæglerselskaber, for så vidt de er sammenlignelige med danske pengeinstitutter og børsmæglerselskaber, men fritager under ingen omstændigheder institutionelle investorer, såsom livsforsikringsselskaber, pensionskasser, LD og ATP.

Hertil kommer, at det er en betingelse for stempelfriheden, at der er tale om lån mod håndpant. Afvikling af værdipapirhandler kan organiseres på en række forskellige måder, og der kan tænkes situationer, hvor det er tvivlsomt, om der er tale om lån mod håndpant.

Ordninger, hvor en deltager i afviklingssystemet skal garantere for afvikling af en indirekte deltagers værdipapirhandler over for en afviklingscentral, kan desuden i henhold til stempelovens § 57, stk. 1, udløse stempelafgift af garantidokumentet på 3 promille af garantibeløbet. Dette forhindrer i praksis anvendelse af garantier.

Også i forbindelse med andre afviklingsrelaterede forhold, kan der opstå stempelproblemer. Hvis der i større omfang etableres afviklingsfremmende værdipapirudlån, vil disse for eksempel kunne sikres ved pantsætning af værdipapirer. Stempelpigten vil også her kunne hindre anvendelse af de nødvendige transaktionstyper til effektivisering og sikring af handlen med værdipapirer og afviklingen heraf.

Forekomsten af stempelafgifter på værdipapirområdet hindrer på en række områder en effektiv og sikker omsætning og afvikling af værdipapirhandlen. Det gælder navnlig ved deltagelse af markedsdeltagere, som ikke i dag er omfattet af stempelfritagelse, herunder institutionelle investorer, men som på lige fod med professionelle markedsaktører såsom pengeinstitutter og børsmæglerselskaber dagligt omsætter for betydelige beløb.

20.3.4. Børsudvalgets overvejelser og indstilling

I betragtning af de meget betydelige beløb, der er involveret i handlen med værdipapirer, og i lys af den stigende fokusering på risici både nationalt og internationalt er det efter Børsudvalgets opfattelse nødvendigt at etablere et grundlag for afviklingssystemerne, som effektivt begrænser risiciene for de enkelte markeds-

deltagere og det finansielle system som helhed. For at fremme handlen med værdipapirer i Danmark og anvendelsen af danske afviklingssystemer er det samtidig vigtigt, at udformningen af sikkerhedsgrundlaget tager højde for de karakteristika, der kendetegner værdipapirhandlen i specielt det professionelle marked og i øvrigt ikke medfører omkostninger i form af stempelafgifter.

Da en velfungerende afvikling forudsætter, at værdipapirer hurtigt og problemfrit kan fremskaffes og videresælges, bør der såvel lovgivningsmæssigt som teknisk være en bred vifte af muligheder, hvorpå penge og værdipapirer med kort varsel kan udveksles mellem markedsdeltagerne med et minimum af risici, herunder skal det f. eks. være muligt at etablere en kæde af handler, hvor værdipapirer videresælges med samme afviklingstidspunkt gennem flere led.

Børsudvalget har på den baggrund fundet det hensigtsmæssigt i forbindelse med værdipapirhandelslovens bestemmelser om clearing og afvikling at foreslå en lovfæstet panteret for långivere, der ved at stille likviditet til rådighed finansierer køb af værdipapirer og dermed sikrer gennemførelsen af afviklingen, uanset om långiveren samtidig er sælger af værdipapirerne, eller er en udenforstående tredjepart. Det er Børsudvalgets opfattelse, at panteretten derfor skal gælde snævert i tilknytning til afvikling af værdipapirhandler i en clearingcentral og udelukkende virke som sikkerhed for afviklingskreditter stillet til rådighed af clearingcentraler eller markedsdeltagere, der direkte er koblet til afviklingssystemet som clearingdeltagere, og som finansierer direkte som indirekte deltagers køb af værdipapirer.

Ud fra hensynet om at sikre både en så fri omsættelighed af værdipapirer og så stor fleksibilitet i afviklingssystemet og dermed i sikkerhedsgrundlaget som muligt skal den foreslåede panteret knyttes til de handlede værdipapirer. Derved kan eksempelvis træk på afviklingskreditter på de direkte clearingdeltagere sikres ved en automatisk panteret i låntagerens nettoanskaffelse af værdipapirer i en given afviklingskørsel. Nettoanskaffelsen af værdipapirer vil samtidig svare til likviditetsbehovet, hvorfor det i mange situationer vil være naturligt, at knytte panteretten hertil. Desuden er det en administrativ enkel og for markedsdeltagere med et beskedent kapitalgrundlag i forhold til deres daglige transaktionsomfang ofte den eneste mulighed for at tilvejebringe den fornødne sikkerhed.

Den foreslåede panteret svarer i princippet til det fra lov om en værdipapircentral kendte betalingsforbehold, men med den afgørende forskel, at panteretten ikke forhindrer, at køberen erhverver værdipapirer på grundlag af lån mod sikkerhed og som videresælges med samme afviklingstidspunkt som købet. Ligeledes vil panteretten kunne gøres gældende af både en sælgende og långivende part.

I situationer, hvor direkte deltagere finansierer andres nettokøb af værdipapirer ved træk på clearingcentralen, vil der imidlertid ikke være overensstemmelse mellem direkte clearingdeltageres træk og deres nettoanskaffelse af værdipapirer. Dette er bl.a. et eksempel på, at panteretten ikke i alle situationer vil give det fornødne sikkerhedsgrundlag. For at kunne opnå fuld sikkerhed i forbindelse med lovregulering skal det samtidig være muligt at etablere en aftale om sikkerhedsret i beholdninger af værdipapirer, hvad enten det drejer sig om direkte eller indirekte deltagere. I situationer, hvor det ikke kun er de handlede værdipapirer, men låntagerens generelle beholdning af værdipapirer, der ligger til grund for sikkerhedsretten, skal det mellem låntager og långiver aftales, hvilke beholdninger, som vil være omfattet af heraf.

Det vil generelt gælde, at sikkerheden ikke skal gå på bestemte værdipapirer, hvorved det sikres, at der ikke lægges begrænsninger på låntagers omsætning af værdipapirer, uanset om låntager er direkte eller indirekte deltager i afviklingen. I modsætning til i dag, hvor pantsætning fastlåser værdipapirerne inden afviklingen, vil de foreslåede sikkerhedsformer muliggøre, at der også i afviklingen kan disponeres over værdipapirerne. Ved således at muliggøre, at værdipapirer kan afhændes med samme afviklingstidspunkt, som de er anskaffet til, vil det være muligt for markedsdeltagere at indgå i handelskæder, hvor deres nettokøb af værdipapirer finansieres mod fuld sikkerhed. Derved tilvejebringes et sikkerhedsgrundlag, der på én gang vil bidrage til et sikkert afviklingssystem, og som effektivt vil understøtte omsætningen med værdipapirer.

For at kunne gøre effektivt brug af sikkerheden, dvs. til også at undgå likviditets- og/eller kurstab vil der samtidig være behov for om nødvendigt at kunne foretage umiddelbar realisering af de pantsatte værdipapirer.

Børsudvalget anser det derfor for påkrævet, at den gældende bestemmelse i retsplejelovens § 538a om tvangsrealisation af pantsatte aktiver lempes således, at værdipapirer pantsat over for

clearingcentraler eller clearingdeltagere i forbindelse med afvikling af værdipapirhandler undtages fra 8-dages fristen, eventuelt ved at der åbnes mulighed for med hjemmel i værdipapirhandelsloven, at de professionelle deltagere kan aftale sig ud af retsplejelovens 8-dages frist.

Der ses ikke i denne forbindelse at gøre sig særlige beskyttelses-hensyn gældende, som kan begrunde opretholdelsen af fristreglen i alle situationer. Tværtimod vil det ved værdipapirhandler - beløbenes størrelse og de potentielle risici taget i betragtning - være i både panthavers og pantsætters interesse at få åbnet mulighed for hurtig realisering af de pantsatte værdipapirer for således at undgå risiko for større tab som følge af kursudsving eller likviditetsmangel hos panthaveren.

Det er endelig Børsudvalgets opfattelse, at det - ud fra hensynet om at få skabt grundlag for en reel effektivisering af handlen med og afviklingen af værdipapirhandler - vil være overordentlig vigtigt at sikre, at dokumenter om sikkerhedsstillelse og andre forpligtelser over for clearingcentraler, Nationalbanken, og clearingdeltagere, fritages for stempelpligt, når sikkerhedsstillingen sker i forbindelse med clearing og afvikling inden for rammerne af clearingcentralers virksomhed. Derudover vil der være behov for at udvide den gældende stempelfritagelse for så vidt angår lån med håndpant, som pengeinstitutter og børsrådgivningsfirmaet optager i pengeinstitutter, som led i deres virksomhed til dels at omfatte lån mod håndpant mellem værdipapirhandlere, dels til at omfatte lån mod håndpant mellem værdipapirhandlere og clearingcentraler og institutionelle investorer som led i værdipapirhandel.

Forslaget om at udvide kredsen af stempelfritagede til værdipapirhandlere og institutionelle investorer skal især ses i sammenhæng, at værdipapirtransaktioner i vid udstrækning finansieres ved indgåelse af genkøbsforretninger, som er lån mod sikkerhed i de købte værdipapirer. Genkøbsforretninger indgås i dag uden nogen form for dokumentation og er derfor ikke stempelpligtigt, men i medfør af de foreslåede regler om bilateral netting i værdipapirhandelsloven, jf. afsnit 20.2, må genkøbsforretninger fremover forventes at basere sig på skriftlige, såkaldte standardaftaler eller "master agreements", som de kendes i udlandet. Hvis ikke sådanne aftaler fritages for stempelafgifter fjernes grundlaget for, at store markedsdeltagere kan tilvejebringe den fornødne finansiering ved at

stille deres værdipapirbeholdninger som sikkerhed til skade for kapitalmarkedet som helhed.

Den foreslåede udvidelse af stempelfritagelsen skønnes ikke at få provenumæssige konsekvenser for staten, idet de sikkerhedsstillelsesformer, der er stempelpligtige ikke benyttes. Tværtimod vil denne vel afgrænsede stempelfritagelse efter Børsudvalgets opfattelse være en helt nødvendig forudsætning for at tilvejebringe grundlaget for en sikker og effektiv omsætning med samt afvikling af værdipapirer.

Børsudvalget finder, at der bør indføres bestemmelser om såvel en aftalebestemt som en lovbestemt panteret, der omfatter clearingscentraler og clearingdeltagere. Børsudvalget finder endvidere, at denne panteret skal ses i tæt sammenhæng med forslagene om stempelfritagelse og fritagelse for reglerne om tvangsrealisation i retsplejelovens § 538a, da anvendelse af panteretten ellers vil være for dyr og risikabel.

Et mindretal (Klaus Willerslev-Olsen) finder det afgørende, at den lovbestemte part lempelsen af tvangsrealisationsreglerne og fritagelsen for stempelpligt også kommer til at gælde for sikkerhedsstillelse overfor kreditinstitutter i forbindelse med clearing og afvikling af værdipapirhandler. I modsat fald vil mulighederne for den af Børsudvalget lagdelte clearing blive meget begrænsede. På samme måde som det er vigtigt at sikre fleksible og billige muligheder for sikkerhedsstillelse overfor de centrale clearing- og afviklingsinstitutioner, er det - for at sikre lige konkurrencevilkår - af stor betydning, at den clearing og afvikling, der foregår i kreditinstitutter, sikres tilsvarende muligheder.

Der er også behov for ovennævnte retlige muligheder, hvor kreditinstitutter medvirker til clearing og afvikling, hvor eksempelvis værdipapirerne er registreret i en udenlandsk værdipapircentral eller fysisk opbevares i udlandet.

Kapitel 21

Omdannelse af Københavns Fondsbørs, Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralen til aktieselskaber

21.1. Indledning

Som et centralt led i børsreformen ophæves den lovgivningsmæssige fastfrysning af værdipapirmarkedets institutioner. Det er intentionen, at det fremover er markedet, der skal afgøre hvor mange og hvilke institutioner, der skal udgøre værdipapirmarkedets infrastruktur.

Fremover skal værdipapirmarkedets institutioner drives i aktieselskabsform. Grundene til at bruge aktieselskabsformen for fondsbørsvirksomheder, værdipapircentraler og clearing- og afviklings virksomheder er beskrevet i kapitel 10, 11 og 13.

I dag er de 3 institutioner Københavns Fondsbørs, Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralen alle organiseret som fonde. Det indebærer, at der i overgangen til det fremtidige system skal gives mulighed for, at der på fleksibel vis kan ske omdannelse til aktieselskab.

De overordnede kriterier for tilpasningen til det fremtidige system er, at omdannelserne bør kunne ske, således at omkostningerne derved for værdipapirmarkedet som helhed er mindst mulige. De værdier, der i dag er akkumuleret i de 3 institutioner, bør kunne videreføres og aktiveres i de fremtidige aktieselskaber.

Der kan ved omdannelsen til aktieselskab opstå en række fondsretlige såvel som skattemæssige problemer afhængig af den valgte model.

De forskellige modeller, der vurderes at eksistere for omdannelse af en fond til aktieselskab er gennemgået nedenfor. Først diskuteres det, om en omdannelse uden lovændring er mulig og i givet fald hensigtsmæssig. Herefter opstilles de alternative modeller for omdannelsen og de skattemæssige konsekvenser gennemgås. Til slut diskuteres en række mere konkrete problemer som opstår ved omdannelsen af de tre institutioner.

Det forudsættes i alle modellerne i kapitlet, at beslutningen om omdannelsen træffes af bestyrelsen i de respektive fonde.

21.2. Behovet for lovhjemmel

Det første spørgsmål, der må rejses, er, hvorvidt det er muligt at gennemføre omdannelsen uden det i lovgivningen ret præcist fastsættes, hvordan en omdannelse skal foregå.

Københavns Fondsbørs er en selvejende institution (dvs. en fond) oprettet i henhold til særlig lov. Lovgrundlaget for Københavns Fondsbørs er lovbekendtgørelse nr. 713 af 8. september 1993, der hverken indeholder regler for opløsning eller anvendelse af formuen ved opløsning. Der er ikke udarbejdet vedtægter for Københavns Fondsbørs, men alene en forretningsorden for bestyrelsen og bestyrelsens forretningsudvalg.

Da Københavns Fondsbørs er oprettet ved lov, er den ikke omfattet af fondsloven, jf. § 1, stk. 2, nr. 1, og ej heller af lov om erhvervsdrivende fonde, jf. § 1, stk. 4, nr. 1.

Der findes således ikke i lovgivningen om Københavns Fondsbørs eller andetsteds direkte regler for, hvorledes en omdannelse eller ophør af fonden skal ske.

Værdipapircentralen er ligesom Københavns Fondsbørs en selvejende institution (dvs. fond), der er oprettet i henhold til særlig lov (lov om en værdipapircentral). Lov om en værdipapircentral indeholder ikke regler om omdannelse, opløsning m.v.

Værdipapircentralens vedtægter indeholder i § 25 en bestemmelse om, at Værdipapircentralen kun kan opløses eller sammensluttet -

med en anden institution ved lov. Herved træffes bestemmelse om formuens anvendelse. I intet andet tilfælde kan formuen helt eller delvist overgå til nogen af brugerne.

Værdipapircentralen er undtaget fra lov om erhvervsdrivende fonde og fondsloven efter samme paragraffer som Københavns Fondsbørs.

Garantifonden for Danske Optioner og Futures er ikke i dag reguleret ved lov. Garantifonden for Danske Optioner og Futures er undtaget fra lov om erhvervsdrivende fonde, jf. § 1, stk. 5 og dermed også fra fondsloven, jf. § 1, stk. 2 nr. 4. Grundlaget for garantifondens virksomhed er således alene reguleret i vedtægten. Det er i vedtægten fastslået, at vedtægtsændring og beslutning om likvidation efter bestyrelsens indstilling skal godkendes af Finanstilsynet samt, at fondens nettoformue ved ophør skal overføres til Københavns Fondsbørs eller Værdipapircentralen efter Finanstilsynets nærmere bestemmelse. Der findes ingen bestemmelser om, hvordan en omdannelse skal ske.

Regelsættet for de tre institutioner synes ikke uforenelig med ønsket om omdannelse til aktieselskab, omend der for Garantifonden for Danske Optioner og Futures kan blive behov for en vedtægtsændring før en omdannelse kan finde sted. På den anden side giver regelsættet imidlertid ikke svar på, hvordan en omdannelse i givet fald skal finde sted. For Københavns Fondsbørs og Værdipapircentralen, der er nedsat ved lov, vil en omdannelse kræve lovhjemmel.

Spørgsmålet om omdannelse til aktieselskab er behandlet flere steder i den gældende lovgivning.

Der findes i lov om erhvervsdrivende fonde og i bekendtgørelse udstedt med hjemmel i denne lov regler for likvidation af fonde, fusion af to fonde, fusion af moderfond med datteraktieselskab til en fond, men der er ingen regler for omdannelse af en fond til anden selskabsform.

Reglerne i aktieselskabslovens kapitel 2, herunder reglerne om apportindskud i §§ 6 og 6a kan anvendes i forbindelse med en overdragelse af aktiver og passiver til et aktieselskab. I § 3 stk. 2 er det fastslået, at en fond har adgang til at stifte et aktieselskab. Denne adgang kan naturligvis kun udnyttes, såfremt der ikke i fondens vedtægter m.v. er fastsat det modsatte.

Reglerne om apportindskud indebærer, at aktieselskabet ved stiftelsen kan tegne aktier mod betaling i andre værdier end kontanter, samt at aktieselskabet kan overtage disse værdier på anden måde end ved vederlag i aktier.

En overdragelse af aktiver og passiver til et aktieselskab vil således være mulig efter gældende ret, men ikke nødvendigvis hensigtsmæssig, jf. nedenfor.

Med hensyn til andelsselskaber findes i aktieselskabslovens § 135 en regel som muliggør omdannelse af et andelsselskab til et aktieselskab, såfremt der er tale om andelsselskaber, der har en hæftelsesform som ligner aktieselskaber (begrænset hæftelse). Disse regler kan ikke anvendes ved omdannelse af en fond, men bemærkningerne til lovforslagene er generelt anvendelige ved omdannelse. Som begrundelse for at indføre reglerne om omdannelse af andelsselskaber i aktieselskabsloven hedder det i bemærkningerne:

"Da der skønnes at eksistere et reelt behov for en lovregulering af omdannelse fra andre selskabsformer til aktieselskab, foreslås en sådan regulering gennemført for så vidt angår visse former for andelsselskaber"

Det uddybes i bemærkningerne, at behovet for lovregulering hovedsageligt knytter sig til to forhold:

universalsuccession og
majoritetskrav

Med universalsuccession forstås, at omdannelsen til aktieselskab kan gennemføres uden accept fra kreditorer.

Som udgangspunkt er der ikke mulighed for universalsuccession ved overdragelse af gæld, hvilket betyder, at enhver kreditor i forbindelse med omdannelse kan kræve sig frigjort eller kræve sit tilgodehavende indfriet. Fordringer kan derimod frit overføres i forbindelse med omdannelse. Samtykke fra kreditor kræves ikke kun for ensidigt bebyrdende kontrakter, men også for gensidigt bebyrdende. Ved kreditor forstås således både kreditor i en ensidig og gensidig bebyrdende kontrakt. Dette betyder, at alle de kontrakter, hvori Københavns Fondsbørs, Garantifonden for Danske Optioner og Futures eller Værdipapircentralen forpligter sig til at levere en fremtidig ydelse typisk mod erlæggelse af en modydelse, ikke med

udgangspunkt i gældende ret kan overdrages uden kreditors/medkontrahentens accept i forbindelse med omdannelse.

Såfremt en omdannelse sker efter aktieselskabslovens §§ 134-136 (fusion, omdannelse af andelsselskaber og spaltning) ændres dette udgangspunkt imidlertid, idet disse paragraffer indeholder mulighed for universalsuccession. Ved anvendelse af § 134-136 skal der udfærdiges en erklæring af uvildige vurderingsmænd. Denne erklæring skal bl.a. indeholde en vurdering af, om kreditorerne må antages at være tilstrækkeligt sikrede efter omdannelsen. Såfremt dette ikke er tilfældet vil kreditorerne blive bekendtgjort hermed gennem Statstidende. Kreditorerne kan i dette tilfælde kræve betryggende sikkerhed.

Med hensyn til majoritetskrav nævnes i bemærkningerne til aktieselskabslovens § 135, at spørgsmålet om hvilke majoritetskrav, der skal være opfyldt ved beslutningen om omdannelsen, kan give anledning til tvivl efter gældende ret.

I aktieselskabslovens § 135 fastsættes majoritetskravet ved omdannelse fra andelsselskab til aktieselskab til 4/5 af andelshaverne.

Også i bank- og sparekasseloven samt realkreditloven findes der regler for omdannelse af fonde til aktieselskaber, bl.a. vedrørende majoritetskrav og universalsuccession.

Sparekasser og visse realkreditinstitutter har traditionelt været organiseret som fonde. Da behovet for omdannelse til aktieselskaber blev aktuel, indføjedes der i henholdsvis realkreditloven og bank- og sparekasseloven bestemmelser om, hvordan denne overgang skulle ske. Reglerne indeholder i begge tilfælde hjemmel til universal-succession og fastsætter majoritetskrav for omdannelsen.

For realkreditinstitutterne er der valgt en løsning, hvor alle aktiver og gæld overdrages til et nydannet aktieselskab, mens formuen konverteres til aktiekapital, der anbringes i en fortsættende fond, der reguleres i henhold til lov om erhvervsdrivende fonde. Majoritetskravet for omdannelsen er fastsat til det flertal, der kræves for at beslutte realkreditinstituttets opløsning.

Den beskrevne realkreditløsning er også mulig for sparekasserne. Herudover har sparekasserne mulighed for, som alternativ til fortsættelsen af fonden, at anbringe den oprindelige formue i

aktieselskabet som en "bunden sparekassereseerve". Den bundne reserve kan anvendes til dækning af underskud, men ikke til udbyttebetaling. I tilfælde af aktieselskabets ophør skal den bundne reserve anvendes til almenyttige eller velgørende formål. I begge "sparekasse-modellerne" er majoritetskravet identisk med kravet til realkreditinstitutterne.

Universalsuccession blev for både sparekasserne og realkreditinstitutterne muligt ved at lade aktieselskabslovens fusionsregler, §§ 134-134i, finde anvendelse på omdannelserne. Fusionsreglerne undtager som et af de få steder i lovgivningen fra de almindelige regler i forbindelse med debitorskifte. Samtidig indeholder fusionsreglerne som nævnt ovenfor en beskyttelse mod forringelser for kreditorerne.

I forbindelse med folketingsbehandlingen af "sparekasse-modellerne" blev der rejst spørgsmål om, hvorvidt omdannelsesreglerne indeholder bestemmelser, der har karakter af ekspropriation i forhold til de opsamlede reserver i sparekassen. Justitsministeriet udtalte i den forbindelse over for Folketingets Erhvervsudvalg, at lovforslaget ikke indeholder bestemmelser, der har karakter af ekspropriation, men er udtryk for en almindelig erhvervsregulering med hensyn til sparekassevirksomhed.

For såvel Københavns Fondsbørs, Garantifonden for Danske Optioner og Futures som Værdipapircentralen må det anses for helt nødvendigt, at der i forbindelse med en omdannelse kan ske universalsuccession, således at bl.a. tilslutningsaftaler, aftaler om børsnotering, parts- og garantforhold, aftaler med Nationalbanken, garantier og indbyrdes aftaler mellem Værdipapircentralen, Garantifonden og Københavns Fondsbørs kan videreføres uden særskilt forhandling med kreditor/medkontrahent. Såfremt der gennem lovgivningen sikres adgang til universalsuccession vil aftaler af nævnte art umiddelbart kunne videreføres i det nye selskab. For Københavns Fondsbørs' vedkommende opstår det særlige problem, at grundlaget for f.eks. aftalerne om børsnotering er den eksisterende lov om Københavns Fondsbørs, der ophæves i forbindelse med børsreformen. Dette er dog ikke til hinder for, at også aftaler om børsnotering vil være omfattet af universalsuccessionen. Lovgivning om omdannelse må alene for at sikre mulighed for universalsuccession anses for helt nødvendig.

Herudover giver visse skattemæssige spørgsmål anledning til ændringer i lovgivningen, jf. 21.5.

21.3. Omdannelsesmodellerne

I dette afsnit diskuteres i lidt større detaljeringsgrad hvilke modeller, der må overvejes i forbindelse med omdannelse til aktieselskab. Modellerne skal opfattes som en bruttoliste over de muligheder lovgivningen giver fondenes besluttende organer for omdannelse. Der peges således ikke i lovgivningen på en bestemt model. De to hovedmodeller nedenfor samt kombinationer heraf anses således som anvendelige for både Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures.

Nedenfor er opstillet de modeller som anses som mulige med den nødvendige lovtilpasning.

Model 1

Den eksisterende fond (Københavns Fondsbørs, Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralen) overdrager alle aktiver og al gæld til et eller flere til formålet oprettede aktieselskaber. Vederlag svarende til forskellen mellem værdien af de indskudte aktiver fratrukket gælden overdrages til den eksisterende eller en nystiftet fond i form af aktier i aktieselskabet.

Ejerstrukturen kan i forbindelse med stiftelsen eller på et senere tidspunkt tilpasses gennem ny tegning af aktiekapital.

Aktieselskabslovens regler om apportindskud, fusion og spaltning finder anvendelse på omdannelsen.

Den overordnede regulering af den fortsættende fond fastlægges.

Beslutningen om omdannelse træffes efter stemmereglerne for væsentlige beslutninger i den ophørende fond.

Model 1 er ret bred, idet den i første pind rummer en række variationsmuligheder. Karakteristisk for alle variationsmulighederne er, at fonden har aktier for en værdi svarende til den oprindelige fonds nettoformue.

Modellen indebærer, at alle aktiver og al gæld i den eksisterende fond overdrages til et nystiftet aktieselskab. Det er ikke nødvendigt, at den eksisterende fond er medstifter af det nye aktieselskab, men der er på den anden side intet til hinder for dette.

Vederlaget for overdragelsen sker i form af aktier efter reglerne om apportindskud i aktieselskabslovens §§ 6, 6a, 6b og 33. Dette betyder bl.a. at der skal udfærdiges en vurderingsberetning, hvis hovedformål er at fastslå, at værdien af det indskudte mindst svarer til vederlaget. Herudover skal der udfærdiges en åbningsbalance forsynet med en revisorpåtegning uden forbehold.

Apportindskudsreglerne er ikke tilstrækkelige til at sikre universalsuccession i forbindelse med overdragelsen af alle aktiver og al gæld til aktieselskabet. For at sikre universalsuccession må det i omdannelseslovgivningen fastslås, at aktieselskabslovens spalttningsregler, § 136 og fusionsregler, §§ 134-134i, med de nødvendige tilpasninger finder anvendelse på omdannelsen.

Spalttningsreglerne, der også henviser til fusionsreglerne, giver mulighed for i forbindelse med omdannelsen at overdrage aktiviteterne til mere end et aktieselskab eller kun at overdrage dele af aktiver og gæld. Disse regler er indarbejdet i aktieselskabsloven i 1992 som en implementering af 6. selskabsdirektiv. Da det ikke anses for hensigtsmæssigt at lade dele af den oprindelige fonds aktiver og gæld forblive i fonden, bør loven kun give adgang til anvendelse af spalttningsreglerne ved fuldstændig virksomhedsoverdragelse.

Ovennævnte måde at opnå universalsuccession på svarer til fremgangsmåden for omdannelsen af andelsselskaber, realkreditinstitutter og sparekasser, dog bortset fra at spalttningsreglerne ikke eksisterede på dette tidspunkt.

Med hensyn til den fortsættende fond, der bliver aktionær i aktieselskabet, skal der i lovgivningen tages stilling til, hvorvidt denne er en fortsættelse af den eksisterende fond (realkreditmodellen) eller en ny fond (sparekassemodellen). I begge tilfælde må det antages, at vedtægter m.v. stort set skal bygges op fra grunden.

For at undgå tvivl om majoritetskravene til beslutningen om omdannelsen kan det i lovgivningen fastslås, at beslutningen kan træffes med det flertal som kræves for at gennemføre væsentlige

ændringer i fonden. For Værdipapircentralen kræver dette 3/4 af stemmerne, mens det for Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Københavns Fondsbørs er et simpelt majoritetskrav.

Et meget vigtigt spørgsmål i forbindelse med omdannelsen vedrører fastlæggelsen af den kreds som udøver bestemmende indflydelse på aktieselskabet, idet modellen indebærer, at der skal være en bestyrelse i såvel fonden som aktieselskabet, hvilket må anses for en svaghed.

Såfremt fonden er moderselskab for aktieselskabet, vil det være bestyrelsessammensætningen i den fortsættende fond, der udøver bestemmende indflydelse på aktieselskabet.

En ren moder-/datterkonstruktion indebærer, at det i startsituationen kun bliver nødvendigt at tegne supplerende aktiekapital i det omfang, at nettoformuen ikke udgør 5 mio. ECU, som er startkapitalkravet til såvel børser som clearingcentraler. I takt med at aktieselskabet efterfølgende tegner ny aktiekapital vil fondens indflydelse gradvist blive mindre.

For at sikre at der ikke opstår interessekonflikter mellem fondens og aktieselskabets bestyrelse kan det i lovgivningen slås fast, at aktieselskabets bestyrelse udpeger flertallet af medlemmerne i fondens bestyrelse, således som det var tilfældet for sparekasserne.

Der vil være behov for, at fastlægge de overordnede rammer for den fortsættende fonds virksomhed. Det forekommer hensigtsmæssigt, at anse fonden som en erhvervsdrivende fond, også i det tilfælde hvor fonden ikke længere er moderselskab i henhold til lov om erhvervsdrivende fonde. Herved opnås også, at der findes et regelsæt, som kan anvendes, hvis det på et senere tidspunkt besluttet at gennemføre likvidation af fonden og uddele fondens midler.

Model 2

Den eksisterende fond (Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures) overdrager alle aktiver og passiver til et eller flere til formålet oprettede aktieselskaber og opløses uden likvidation. Der oprettes i det fortsættende aktieselskab en "bunden reserve" svarende til den opløste fonds nettoformue.

Ejerstrukturen fastlægges i forbindelse med stiftelsen gennem tegning af aktier.

Vilkårene for den "bundne reserve" indebærer, at reserven kan anvendes til underskudsdekning, men ikke til udbytte til aktionærerne. I tilfælde af aktieselskabets ophør tilfalder reserven ikke aktionærerne, men anvendes til et på forhånd fastlagt formål.

Aktieselskabslovens regler om spaltning, fusion og apportindskud finder anvendelse på omdannelsen.

Beslutningen om omdannelse træffes efter stemmereglerne for væsentlige beslutninger i den ophørende fond.

Model 2 adskiller sig fra model 1 ved, at den eksisterende fond udover alle aktiver og al gæld indskyder endnu et passiv, nemlig en bunden reserve svarende til fondens formue, i det nydannede aktieselskab. Herved svarer værdien af de overdragede aktiver præcist til værdien af de overdragede passiver, hvorfor den eksisterende fond ikke skal have noget vederlag og kan opløses. Dette svarer til den anvendte fremgangsmåde for sparekasserne.

Som det var tilfældet i model 1 sikres det gennem lovgivningen, at aktieselskabslovens regler om apportindskud, fusion og spaltning finder anvendelse, hvorved aktieselskabets åbningsbalance fastlægges og muligheden for universalsuccession sikres.

Fordelen ved denne fremgangsmåde i forhold til model 1 er, at der ikke er nogen fortsættende fond, og derved ikke noget behov for at sammensætte to bestyrelser.

Derimod er der i model 2 behov for, at den nye ejerkreds, i det aktieselskab hvori fondens aktiver og passiver indskydes, i forbindelse med stiftelsen tegner aktier for et beløb svarende til 5 mio. ECU. Dette skyldes, at startkapitalkravet for fondsbørser, værdipapircentraler og clearingcentraler skal være aktiekapital. For at afhjælpe dette kunne en dispensation fra kravet om aktiekapital overvejes, idet den bundne reserve kan anvendes til dækning af underskud, og således i solvensmæssig forstand er "god" kapital. Det må dog anses for vigtigt, at den nye ejerkreds indskyder ny kapital, således at opbakningen bag det nye aktieselskab ikke kan drages i tvivl. En startaktiekapital på modværdien af 2 mio. ECU må anses

som et minimum, og forudsætter at aktieselskabets samlede ansvarlige kapital udgør minimum modværdien af 5 mio. ECU.

For at undgå tvivl om majoritetskravene til beslutningen om omdannelsen kan det i lovgivningen fastslås, at beslutningen kan træffes med det flertal, som kræves for at gennemføre væsentlige beslutninger i fonden.

Kombinationer af model 1 og 2

Ovenfor er beskrevet de to hovedmodeller, der gennem omdannelseslovgivningen bør muliggøres. Omdannelseslovgivningen må for at øge fleksibiliteten og derigennem skabe de bedste rammer for hensigtsmæssige omdannelser også åbne mulighed for at kombinere de to modeller. Ved at kombinere model 1 og 2 bliver det muligt, at en del af den eksisterende fonds nettoformue indgår i det nye aktieselskab som en bunden reserve, mens den resterende del af formuen forbliver i den eksisterende fond i form af aktier.

21.4. Likvidation og uddeling af fondens midler

Et vigtigt spørgsmål, der ikke berøres i modellerne ovenfor er muligheden for likvidation af fonde og uddeling af fondens midler.

I lov om erhvervsdrivende fonde gives industriministeren hjemmel til at fastsætte regler for likvidation af erhvervsdrivende fonde. Dette er sket i en bekendtgørelse, der bl.a fastslår, at der kan ske uddeling af fondens midler efter godkendelse fra industriministeren. I lov om fonde og visse foreninger gives justitsministeren hjemmel til at fastsættelse regler for likvidation af fonde. Denne hjemmel er ikke benyttet.

I de omdannelsesmodeller, hvor nettoformuen i form af aktier bliver i en fortsættende fond eller erhvervsdrivende fond, er det vigtigt at få fastslået, hvilke anvendelsesmuligheder, der eksisterer for uddeling af fondens formue ved efterfølgende likvidation af fonden. Det fremgår umiddelbart af de almindelige retsgrundsætninger for fondsbegrebet, at det ikke er muligt at føre midler tilbage til stifterne. Det forekommer lige så klart, at brugerne/bidragsgiverne af henholdsvis Københavns Fondsbørs, Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralen ikke på nogen måde har et krav på fondenes formuer. Deres bidrag har været en betaling for de ydelser som fondene har leveret.

Selv om bidragsyderne ikke har noget krav på fondenes formuer har spørgsmålet om, hvorvidt det alligevel i forbindelse med likvidation er muligt, at føre formuen tilbage til denne kreds, været rejst. Umiddelbart må vurderingen være, at uddelingen af midler i forbindelse med likvidation skal være i overensstemmelse med fondens formål. Det vil inden for visse rammer være muligt at ændre en fonds formål. En formålsændring alene med det formål at tilgodese en bestemt brugergruppe vil ikke falde inden for disse rammer.

21.5. Skattemæssige forhold

Der rejser sig i forbindelse med omdannelserne en række skattemæssige spørgsmål. Disse vedrører såvel den generelle skattepligt som beskatningen af aktieselskaberne, de fortsættende fonde og aktionærerne i omdannelsessituationen samt spørgsmål om stempel og moms. Disse emner er behandlet nedenfor.

21.5.1. De eksisterende fondes skatteforhold

Selskabsskat

Såvel Københavns Fondsbørs som Værdipapircentralen er gjort skattefri, jf. selskabsskattelovens § 3, stk. 1, nr. 12 og 18.

For Københavns Fondsbørs' vedkommende er skattefritagelsen ikke ubetinget, idet den kun gælder den statutmæssige virksomhed. Da Københavns Fondsbørs udelukkende har indtægter fra den statutmæssige virksomheder, er Københavns Fondsbørs reelt fuldt fritaget for beskatning.

Garantifonden for Danske Optioner og Futures er i modsætning til de to øvrige fonde skattepligtig efter selskabsskattelovens § 1, stk. 1, nr. 6. Skattepligten omfatter indtægter fra erhvervmæssig virksomhed samt fortjeneste ved afhændelse, afståelse eller opgivelse af formuegoder, der har eller har haft tilknytning til erhvervmæssig virksomhed.

Moms og lønsumsafgift

Hverken momsloven eller loven om lønsumsafgift indeholder særregler for henholdsvis Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen eller Garantifonden for Danske Optioner og Futures. De tre institutioner følger derfor de almindelige regler på området, hvilket betyder, at langt den største del af fondenes virksomhed er undtaget

for momspligt men omfattet af lønsumsafgift, idet der er tale om finansiel virksomhed.

Der vil således ikke ved omdannelse ske nogen ændring i den afgiftsmæssige situation, hvorfor spørgsmålet om moms og lønsumsafgift ikke behandles yderligere.

21.5.2. Fremtidige beskatningsforhold

Det har i forbindelse med Børsreform II været et vigtigt hensyn at skabe mulighed for potentiel konkurrence på børs-, registrerings- og clearing- og afviklingsområdet. Såvel fondsbørser som clearingcentraler og værdipapircentraler er således underlagt en generel virksomhedsregulering, hvorved der skabes *a level playing field* med hensyn til udøvelsen af børs-, registrerings- og clearingvirksomhed. Samtidigt har børser, værdipapircentraler og clearingcentraler mulighed for at udøve tilknyttet virksomhed, der i visse tilfælde sker i konkurrence med andre finansielle virksomheder.

Det er derfor nødvendigt for at undgå konkurrenceforvridning, at der også på det skattemæssige område skabes en ligestilling både indbyrdes mellem de enkelte typer institutioner og på tværs mellem forskellige finansielle institutioner. Såfremt en sådan skattemæssig ligestilling skal gennemføres må det nødvendigvis betyde, at børser, værdipapircentraler og clearingcentraler bliver skattepligtige efter de almindelige regler for finansiel virksomhed.

21.5.3. Aktieselskabets skattemæssige stilling ved omdannelsen

Da det må vurderes som for risikabelt at bygge de skattemæssige overvejelser om omdannelsen af Københavns Fondsbørs og Værdipapircentralen på, at disse institutioner er skattefritaget på omdannelsestidspunktet, vil det i det følgende blive antaget, at fondene på omdannelsestidspunktet er skattepligtige. Herved bliver det muligt at afgøre, hvorvidt der i forbindelse med omdannelseslovgivningen er behov for ændringen af skattereglerne. Denne fremgangsmåde giver den højeste grad af fremtidssikring.

Såfremt der ikke i følgelovgivningen gives mulighed for skattemæssig succession vil såvel model 1 som 2 ovenfor indebære, at den til vurderingsberetningen vedhæftede åbningsbalance bliver udgangspunkt for den skattemæssige åbningsstatus. Dette indebærer, at der i forbindelse med omdannelsen bliver tale om indkomstbe-

skatning som ved et salg i den indskydende fond, i det omfang fonden er skattepligtig.

For at undgå denne situation må omdannelsen omfattes af et regelsæt svarende til fusionsskatteovens regler om fusion, spaltning og tilførsel af aktiver. Hermed sikres, at aktieselskabet kan indtræde i fondens skattemæssige situation med hensyn til anskaffelses-sommer, afskrivninger, anskaffelsestidspunkter m.v. Denne metode blev anvendt ved sparekassernes og realkreditinstitutternes omdannelse.

Et særligt spørgsmål rejser sig i forbindelse med den skattemæssige behandling af den bundne reserve i model 2. Dette spørgsmål var også aktuelt i forbindelse med sparekassernes omdannelse.

Børsudvalget finder, at de værdier, der er akkumuleret i de tre fonde ved en omdannelse bør kunne videreføres og aktiveres i omdannede institutioner. Af hensyn til ligelige konkurrencevilkår er det dog imidlertid nødvendigt, at der indføres en generel skattepligt for institutioner, der driver virksomhed i henhold til værdipapirhandelsloven, hvad enten disse er fonde eller aktieselskaber.

For så vidt angår indskud af en bunden reserve i aktieselskaber er det af ovenstående grund vigtigt, at denne hverken ved overdragelsen eller ved efterfølgende træk på reserven anses for skattepligtig indkomst i selskabet.

21.5.4. Fondens skattemæssige stilling ved omdannelsen

I det tilfælde at aktierne i model 1 tilgår en nystiftet fond, er fonden i princippet skatte-/gaveafgiftspligtig af værdien af aktierne. Det er dog muligt for skatteministeren at fritage for beskatning af gaver, hvorved en fond oprettes eller fondens grundkapital udvides. Det følger af bemærkningerne til lovforslaget om sparekassernes omdannelse og cirkulære udstedt af Skattedepartementet, at der i forbindelse med stiftelse af erhvervsdrivende fonde kan gives fuld skattefritagelse. Denne mulighed blev anvendt i forbindelse med sparekassernes omdannelse og er i øvrigt fast praksis. I lov nr. 180 af 23. marts 1995 er der opstillet objektive kriterier for skattefritagelse, som de fortsættende fonde må antages at kunne opfylde. Disse regler har virkning fra 1. juli 1995.

Regler om skattemæssig succession i det tilfælde, hvor der sker tilførsel af aktiver, vil indebære, at der ikke er skattepligt for de overførte aktiver og passiver på tidspunktet for omdannelsen. Det modtagende aktieselskab beskattes først ved salg af de indskudte aktiver og passiver. Den indskydende fond beskattes ved salg af de aktier, som den har modtaget som vederlag for de indskudte aktiver og passiver.

Ved efterfølgende salg af aktierne, der betragtes som anlægsbeholdning, indenfor 3 år, vil fondens gevinst blive beskattet efter de almindelige regler for kursgevinster.

Ved likvidering af fonden vil modtagerne af midler skulle betale indkomstskat, ligesom der kan blive tale om likvidationsbeskatning af fonden.

21.5.5. Aktionærernes skattemæssige stilling ved omdannelsen

I model 2, hvor der i forbindelse med stiftelsen af aktieselskabet og overdragelsen af den bundne reserve, sker en simultan kapitalforhøjelse ved at den nye ejerkreds tegner aktier mod kontant vederlag, rejser sig et særligt skattemæssigt spørgsmål vedrørende anskaffelsesprisen.

Når aktionærerne tegner aktiekapital i forbindelse med stiftelsen sker det i et selskab med en "værdi" på nul, idet den bundne reserve ikke opfattes som egenkapital. Egenkapitalen vil derfor udgøres af det provenu, som aktietegningen giver anledning til. Opgjort ud fra en regnskabsmæssig "indre værdi"-betragtning er værdien af aktierne således pr. definition lig tegningskursen. Aktionærerne vil således ikke blive opfattet som havende modtaget en økonomisk fordel p.g.a. den bundne reserve.

Sker omdannelsen med indskud af bunden reserve, gælder, at aktier i det modtagende selskab, som tegnes af udefra kommende aktionærer i forbindelse med omdannelsen, anses for erhvervet på tegningstidspunktet og til tegningskursen. Den kursstigning, der måtte følge af, at aktionærerne vederlagsfrit og indirekte erhverver en andel i den bundne fondsreserve, beskattes først som en eventuel avance ved afståelse af aktierne.

21.5.6. Stempelomkostninger ved omdannelsen

I stempelovens § 53 findes regler for stempelafgift i forbindelse med apportindskud i aktieselskab eller ved fusion.

I følge § 53 stk. 1 skal dokumenter om indskud fast ejendom stemples, når der er tale om apportindskud, mens dokumenter om indskud af andre formuegoder er stempelfri.

Såfremt der er tale om fusion er også dokumenter om indskud af fast ejendom fritaget for stempelpligt.

Med hensyn til gældsovertagelse i tilfælde af fusion synes skatteministeriets praksis at være, at også dette kan passere stempelfrit.

21.6. Tidshorisonten for omdannelserne

Som beskrevet i kapitel 10, 11 og 13 har aktieselskabsformen en række fordele ved kommerciel virksomhedsudøvelse. Disse fordele gør sig, som beskrevet, gældende for såvel børs- som registrerings- og clearing- og afviklingsvirksomhed.

For effektivt at kunne tage konkurrencen med udlandet op og sikre, at der også i fremtiden eksisterer sikre, effektive og omkostningsbevidste institutioner på det danske kapitalmarked, som varetager handlen med og afviklingen af værdipapirtransaktioner, finder Børsudvalget det vigtigt, at børsvirksomhed og clearing- og afviklingsvirksomhed fremover sker i aktieselskabsform.

For nye børser, værdipapircentraler eller clearingcentraler bliver aktieselskabsformen således et krav for at få tilladelse til virksomhedsudøvelsen efter Børsreform II's ikrafttræden.

For de eksisterende institutioner, som driver børs-, registrerings- og clearingvirksomhed, finder Børsudvalget ligeledes aktieselskabsformen anvendelig.

For Københavns Fondsbørs betyder hensynet til den internationale konkurrencesituation, ikke mindst i forhold til London, og den mere direkte forretningsmæssige ansvarlighed i aktieselskabsformen, at en hurtig omdannelse er nødvendig. I praksis betyder dette, at det i værdipapirhandelsloven slås fast, at børsvirksomhed fra 1. juli 1997 kun kan ske i aktieselskabsform. Det må overvejes, at indsætte en

mulighed for at erhvervsministeren kan forlænge denne frist, hvis særlige forhold gør sig gældende.

Med hensyn til Garantifondens og Værdipapircentralens konkurrencesituation på clearing- og afviklingsområdet synes behovet for en lovpligtig omdannelse mindre udtalt.

Børsudvalget er delt i dette spørgsmål. Flertallet af udvalgets medlemmer finder det ufornuddent, at Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures er forpligtet til at lade sig omdanne til aktieselskaber. De to institutioner bør have mulighed for omdannelse til aktieselskaber efter de vilkår, der er anført i nærværende kapitel, men der bør ikke være pligt til omdannelse.

Mindretallet (Finn Lauritzen, Annette Bjåland Andersen, Peter Sylvest Larsen, Jørgen Ovi, Otto B røns-Petersen og Per Bremer Rasmussen) finder, at den clearing- og afviklingsvirksomhed Værdipapircentralen udøver, mest hensigtsmæssigt drives i aktieselskabsform, ligesom det er tilfældet for Garantifonden for Danske Optioner og Futures. En ledelsesstruktur baseret på ejerskab frem for sektorrepræsentation vil sikre en forretningsmæssig styring, hvilket må vurderes som væsentligt for Værdipapircentralens konkurrencemæssige stilling. Derfor bør clearing-, registrerings- og afviklingsvirksomhed, som det foreslås for børsvirksomhed, kun bør kunne ske i aktieselskabsform efter en bestemt dato, således at Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralens fortsatte udøvelse af den pågældende virksomhed vil nødvendiggøre omdannelse. Tidsfristen bør dog være længere end for Københavns Fondsbørs.

På den anden side vil disse institutioner risikere at stå en konkurrencemæssig sårbar situation, hvis omdannelsen udsættes for længe. Lovgivningen behøver således på den ene side ikke at gennemtvinge en meget hurtig omdannelse vedrørende clearing- og afviklingsvirksomhed, men må på den anden side skabe incitament til, at omdannelsen ikke udskydes for længe.

21.7. Omdannelse, fission og fusion

Kapitlet har indtil nu beskæftiget sig med den overordnede lovgivningsmæssige side af omdannelsen. De lovgivningsmæssige

rammer kan imidlertid udfyldes på en række forskellige måder, hvorfor der ligger en stor opgave med udfyldelsen af rammerne foran de tre institutioners bestyrelser. Ikke alene skal institutionerne vælge hvilken omdannelsesmodel, der skal anvendes, men det skal også afklares, om den eksisterende institution skal fortsætte med uændret virksomhedsområde som én juridisk enhed, eller om der hensigtsmæssigt kan ske en opsplitning i flere juridiske enheder (fission eller spaltning) og eventuelt en sammensmeltning af hele institutionen eller dele heraf med andre institutioner (fusion).

Selv om valget af omdannelsesmodel først og fremmest er et anliggende for bestyrelserne for de tre institutioner, så kan spørgsmålet ikke ses uafhængigt af de øvrige elementer i Børsreform II. Specielt er omdannelsen af Københavns Fondsbørs blevet gjort til en integreret del af børsreformdrøftelserne, ikke mindst på grund af flertallets ønske om ændringer i kredsen bag Københavns Fondsbørs.

I nedenstående afsnit diskuteres mulighederne og problemerne i forbindelse med en fusion af institutionerne.

I de følgende afsnit er de specielle forhold, som gør sig gældende for hver af institutionerne i forbindelse med omdannelsen til aktieselskab, gennemgået.

21.7.1. Fusion

Det er et vigtigt formål med Børsreform II, at skabe rammerne for en effektiv, velstruktureret og konkurrencedygtig markedsplads i København.

Dette indebærer bl.a. at lovgivningen må åbne mulighed for at Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen og Garantifonden kan fusionere, såfremt bestyrelserne finder dette formålstjenligt.

For at sikre den mindst omkostningsfyldte og mest smidige omdannelsesproces er det vigtigt, at fusionsmulighederne undersøges grundigt før de enkelte institutioner påbegynder individuelle omdannelser.

Der er allerede i dag en række overlap mellem de tre organisationers arbejdsområde. Både Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures driver clearing- og afviklingsvirksomhed. Med de stadig mere flydende grænser mellem de forskellige instrumenter, herunder den mulige introduktion af futures med fysisk

levering og med de øgede muligheder for Værdipapircentralen til at øge de kommercielle aktiviteter må det i stigende grad forventes, at virksomhedsområderne for Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures bliver overlappende. I forbindelse med Garantifonden for Danske Optioner og Futures' virksomhed er det værd at bemærke at en del af aktiviteten må betegnes som accessorisk børsvirksomhed, og at det ikke kan udelukkes, at dette virksomhedsområde vil vokse fremover. Et større overlap mellem Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Københavns Fondsbørs kan således heller ikke udelukkes.

Også på edb-området er de tre organisationer forbundne, idet Værdipapircentralen fungerer som edb-central for både Værdipapircentralen, Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Københavns Fondsbørs. En stor del af de ansatte i Værdipapircentralen er således beskæftiget med hvad, der kunne betegnes som edb-central virksomhed.

På den anden side kan styrken ved selvstændige institutioner netop være, at specialiseringsgraden og fleksibiliteten til hurtige tilpasninger til ændrede markedsvilkår er større.

Det må anses for vigtigt, at de tre institutioner i forbindelse med omdannelsen overvejer, om det bedste for det danske værdipapirmarked er en samlet organisation, eller om konkurrencen med udlandet bedst kan tages op af flere selvstændige organisationer.

Såfremt fusionsvejen vælges, vil der skulle træffes beslutning om ejerskab, bestyrelsessammensætning m.v. Det forekommer hensigtsmæssigt, at aftalegrundlaget for fusionen forhandles på plads mellem de tre bestyrelser med endelig godkendelse fra myndighederne.

21.7.2. Omdannelsen af Københavns Fondsbørs

I relation til Københavns Fondsbørs gør det særlige forhold sig gældende, at det resultat, der kommer ud af omdannelsen, er blevet gjort til en integreret del af hele Børsreform II. For at sikre en hensigtsmæssig omdannelse er det nødvendigt, at den nuværende bestyrelse og den fremtidige ejerkreds på børsen bliver enige om vilkårene for omdannelsen, herunder indholdet af aktionæroverenskomster. Det er vigtigt, at der hurtigt fastlægges en procedure som sikrer, at Københavns Fondsbørs' bestyrelse og de nye aktionærer kommer frem til dette aftalegrundlag.

Indholdet af aftalegrundlaget i en selvstændig KF-omdannelse er på baggrund af foreløbige tilkendegivelser i Børsudvalget fra de involverede parter gengivet nedenfor. Det skal bemærkes, at aftalegrundlaget ikke som sådan har nogen formel status i relation til den lovgivning, der af Børsudvalget foreslås gennemført. Et flertal af Børsudvalgets medlemmer støtter imidlertid de retningslinier for omdannelsen af Københavns Fondsbørs, som gengives, og Erhvervsministeriet har tilkendegivet at ville lægge vægt på retningslinierne, som kommer til udtryk her, ved den godkendelse af aktionær-overenskomsten, som Børsudvalgets lovforslag foreskriver. Det skal bemærkes, at dette aftalegrundlag bygger på, at der ikke initialt finder nogen fusion med de øvrige institutioner sted. Såfremt fusionsvejen vælges vil ejerkreds og aktionæraftale skulle forhandles mellem de berørte parter, jf. ovenfor.

21.7.2.1. Nærmere overvejelser om omdannelse af Københavns Fondsbørs

Der opstår for den omdannede Københavns Fondsbørs i forhold til andre børser, der måtte få Finanstilsynets godkendelse til at drive børs virksomhed, nogle særlige problemer omkring fordeling af aktier og bestyrelsesposter. Disse har deres baggrund både i formålet med Børsreform II og i det forhold, at der her er tale om en allerede bestående virksomhed. Nedenfor er gengivet indholdet af de foreløbige tilkendegivelser i Børsudvalget om indholdet af vilkårene for en selvstændig omdannelse af Københavns Fondsbørs. Disse overvejelser kan naturligvis løbende i omdannelsesprocessen blive justeret. Overvejelserne vil sandsynligvis komme til udtryk gennem en aktionær-overenskomst, men andre former kan ikke udelukkes.

Bestyrelsen for Københavns Fondsbørs forpligter sig i forbindelse med omdannelsen til, at overdrage alle aktiver og al gæld til et nystiftet aktieselskab, der har tilladelse til at drive børsvirksomhed.

Omdannelsen vurderes på nuværende tidspunkt at skulle ske efter model 2.

Tegningsretter til aktier i det nye aktieselskab fordeles efter følgende nøgle:

1) De handelsberettigede tildeles	60%
2) Obligationsudstederne tildeles	20%
3) De børsnoterede aktieselskaber tildeles	20%

Fordelingen er tilrettelagt ud fra det hensyn, at de handelsberettigede antages at være "tættest" på børsdrift. Der lægges vægt på, at gruppe 1 og 2 altovervejende udgøres af institutter og selskaber, der er omfattet af investeringsservicedirektivet og dermed kan tildeles det europæiske pas.

Fordelingsprincippet for tegningsretterne vil være, at tegningsretterne inden for hver kategori står i forhold til de afgifter, der betales til Københavns Fondsbørs. Der kan dog inden for grupperne lægges vægt på supplerende kriterier.

For de selskaber og institutter som optræder i mere end en af grupperne, vil der blive tildelt tegningsretter inden for hver af grupperne.

Der fastsættes samtidig en bagatelgrænse og et maksimum for tildeling af tegningsretter. Maksimum fastsættes således, at ingen enkeltaktionær ved aktietegningen eller inden for de første tre år må eje over 20 pct. af den samlede aktiekapital. Dette kan dog fraviges, såfremt det lægger hindringer i vejen for fusion med andre organisationer.

Ubenyttede tegningsretter kan udbydes til andre inden for samme kategori, dernæst til andre i de øvrige kategorier. Er der herefter stadig ubenyttede tegningsretter, kan disse udbydes i fri tegning.

Når aktietegningen har fundet sted, er aktierne frit omsættelige med undtagelse af ovenstående 20 pct.-regel.

Om den nærmere fordeling af bestyrelsespladser gælder i princippet alene aktieselskabslovens regler. Herefter skal flertallet af bestyrelsens medlemmer vælges af generalforsamlingen. Såfremt der er mere end 35 medarbejdere, har disse efter gældende lovgivning ret til at vælge bestyrelsesmedlemmer svarende til halvdelen af de øvrige medlemmer senest tre år efter omdannelsen.

Aftale om fordeling af bestyrelsesposter mellem aktionærerne fastlægges i aktionæroverenskomsten.

I overensstemmelse med hele børsreformens formål fastsættes i vedtægten, at den fremtidige bestyrelse bliver en mindre og handlekraftig bestyrelse.

Et mindretal (Bent Mebus) kan ikke tilslutte sig forslaget om, at investorerne skal udelukkes fra at deltage i finansieringen og ledelsen af det fortsættende Københavns Fondsbørs A/S. Ved gennemførelsen i 1986 af den nuværende lovgivning, hvor investorerne blev repræsenteret i Fondsbørsens bestyrelse, udtalte den daværende industriminister, at investorernes deltagelse var til gavn for fondsbørsens alsidige virke. Der er ikke i forbindelse med udvalgets arbejde givet en overbevisende begrundelse for nu at udelukke investorerne fra fondsbørsens ledelse.

Mindretallet finder, at fordelingen af aktier i det nye Københavns Fondsbørs A/S som udgangspunkt kunne være 40 pct. til de handelsberettigede og 20 pct. til henholdsvis obligationsudstedere, aktieudstedere og investorer.

Der henvises til mindretalsudtalelse i afsnit 10.8.2.

21.7.3. Mulighed for omdannelse af Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralen

Ligesom det er tilfældet for børsvirksomhed skal nye virksomheder på clearing- og afviklingsområdet fremover drives i aktieselskabsform.

Garantifonden for Danske Optioner og Futures skal dog efter flertallets indstilling gives mulighed for at fortsætte i fondsform.

Der er enighed i Børsudvalget om, at Værdipapircentralen af hensyn til det danske værdipapirmarked fremover bør have udvidet sine muligheder for at deltage i den internationale konkurrence. Dette nødvendiggør, at Værdipapircentralen gives mulighed for større handlefrihed for hurtigt at kunne tilpasse sig til ændrede kommercielle vilkår på registrerings-, clearing- og afviklingsområdet.

Flertallet finder, som for Garantifonden for Danske Optioner og Futures, at omdannelsen er en mulighed, Værdipapircentralen bør gives, men at muligheden for fondsform bør bevares.

Da Børsudvalget i sine drøftelser af hensyn til minimering af afviklingsrisici har lagt stor vægt på at bevare muligheden for at Værdipapircentralens registreringsdel også i fremtiden kunne ligge

tæt på afviklingsdelen (i samme juridiske enhed) leder dette til, at Værdipapircentralen skal gives mulighed for at omdanne hele sin virksomhed til aktieselskab.

En fleksibel og fremtidssikret struktur for Værdipapircentralen vil opnås ved, at Værdipapircentralen gives mulighed for at overdrage alle aktiver og gæld til et eller flere aktieselskaber efter aktieselskabslovens spaltning- og fusionsregler.

Udover muligheden for at Værdipapircentralens bestyrelse kan beslutte at omdanne hele virksomhedsområdet til ét aktieselskab, åbnes der også mulighed for at bestyrelsen kan bestemme, at registreringsdelen skal ligge i et eller flere andre aktieselskaber med tilladelse til at drive registreringsvirksomhed, mens de øvrige aktiviteter overdrages til selvstændigt aktieselskab med tilladelse til at drive clearingvirksomhed.

Sidstnævnte opdeling vil give mulighed for at Værdipapircentralens bestyrelse gennem udvidelser af aktiekapitalen i datterselskaber, gives bedre mulighed for kapitalfremskaffelse til de kommercielle aktiviteter, og samtidigt kan tilpasse ejerstrukturen i de kommercielle selskaber på den mest hensigtsmæssige måde.

Der har været rejst spørgsmål i udvalget om, hvorvidt de formueretlige opgaver som Værdipapircentralen varetager hensigtsmæssigt kan varetages af et aktieselskab. Af hensyn til tilliden til Værdipapircentralen er det vigtigt, at de væsentlige samfundsmæssige interesser der knytter sig til det formueretlige område, tilgodeses. Udvalget finder, at dette, uanset selskabsform, kan ske ved fortsat at fastsætte reglerne om rettigheders opståen og overgang i lovgivningen og lade overholdelsen af disse regler være under tilsyn.

Det forhold at beslutningen om en eventuel omdannelse og vilkårene herfor skal træffes af Værdipapircentralens bredt sammensatte bestyrelse må også ses som en garanti for, at de samfundsmæssige interesser vedrørende registreringen tilgodeses.

Børsudvalget finder på baggrund af ovenstående, at lovgivningen skal åbne mulighed for at registrerings- og afviklingsfunktionerne i Værdipapircentralen samlet kan omdannes til aktieselskab.

For at undgå at lovgivningen skaber ulige konkurrencevilkår på clearing- og afviklingsområdet, har Børsudvalget overvejet, hvorvidt

det er hensigtsmæssigt at opretholde Værdipapircentralens eneret til at registrere udstedelsen af og omsætningen med dematerialiserede værdipapirer med retsvirkning i henhold til loven. Ved i stigende grad at tillade Værdipapircentralen at drive kommerciel virksomhed på clearing- og afviklingsområdet og ved at tillade Værdipapircentralen øget samarbejde/fusioner med andre institutioner, herunder børser, vil en opretholdelse af eneretten give en potentiel ulige konkurrence. For at sikre, at der ikke skabes lovgivningsmæssige forvridninger på dette område foreslår Børsudvalget en model med følgende elementer:

Reglerne om rettigheders opståen og overdragelse i forbindelse med dematerialiserede værdipapirer overflyttes til værdipapirhandelsloven,

Værdipapircentralen gives som hidtil ret til at registrere rettigheders opståen og overgang,

Værdipapircentralens lovgivningsmæssige monopol til at registrere rettigheders opståen og overdragelse ophæves, og

Værdipapircentralen gives adgang til omdannelse til aktieselskab.

Regelsættet om rettigheders opståen og overdragelse vil gælde for såvel den nuværende som andre potentielle værdipapircentraler.

21.8. Andre overgangsforhold

En række selskabers vedtægter og lign. har bestemmelser om, at et selskab **"skal være noteret"** på Københavns Fondsbørs. En konsekvens af, at Københavns Fondsbørs eneret ophæves, vil ifølge udvalgets opfattelse være, at A/S Københavns Fondsbørs ikke kan gives en lovfæstet ret til overtage den hidtidige fondsbørs (ene)-rettigheder på dette punkt. Det må tværtimod i en overgangsregel fastslås, at denne pligt er opfyldt ved at være noteret på en børs, der har fået Finanstilsynets tilladelse til at drive børs virksomhed. Dette forhindrer ikke, at selskaberne automatisk flyttes med over i det nydannede aktieselskab ved omdannelsen.

Både ved en overdragelse og ved en omdannelse gælder, at medarbejderne i fondene er beskyttet af **loven om virksomhedsoverdragelser**. Arbejdsforholdet ophører således ikke i kraft af omdannelse eller overdragelse, men gælder efter de hidtidige kontrakter videre,

indtil det ophører efter de almindelige ophørsgrunde, herunder opsigelse.

