FONDSRÅDET

Beretning fra Fondsrådet

2001

Fondsrådet
København, april 2002
ISBN 87-7011-237-1
ISSN 1397-4572

Fondsrådets årsberetninger findes også på
Finanstilsynets hjemmeside
http://www.ftnet.dk
ISBN 87-7011-239-8 (netpublikation)
ISSN 1397-4580 (netpublikation)

Tryk: Scanprint as
Grafisk tilrettelæggelse: Scanprint as

Beretning afgivet til økonomi- og erhversministeren i henhold til § 84, stk. 4, i lov om værdipapirhandel m.v.

Indholdsfortegnelse

Forord 5

Fondsrådets virksomhed i 2001 7

God værdipapirhandelsskik
Af Fondsrådets formand, Erik Bonnerup 16

Forbedret prisbillede på Københavns Fondsbørs
Af adm. direktør Hans-Ole Jochumsen, Københavns Fondsbørs A/S 23

Kampen om den internationale kapital
– nye udfordringer til selskabslovgivningen
Af Fondsrådets næstformand professor Mette Neville, Ph.D. 28

Det nordiske perspektiv i relation til værdipapirmarkedet
af Fondsrådets sekretariat 40

Det internationale perspektiv i relation til værdipapirmarkedet
af Fondsrådets sekretariat 43

Fondsrådets opgaver, sammensætning, sekretariat m.v. 49

Bilag 1: Prospekter ved første offentlige udbud af visse værdipapirer forelagt Fondsrådet i år 2001. 54

Bilag 2: Fondsrådets bekendtgørelser m.v. 55

Bilag 3: Kildefortegnelse til artiklen »Kampen om den internationale kapital – nye udfordringer til selskabslovgivningen« af Fondsrådets næstformand professor Mette Neville. 57

Forord

Fondsrådets arbejde har i årets løb været præget af udstedelsen af bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik og den tilhørende vejledning. I beretningen har vi valgt at give en beskrivelse af bekendtgørelsens udstedelse og indholdet af de vigtigste regler i den. Udstedelsen af bekendtgørelsen har givet anledning til drøftelser af kompetencen inden for området »god værdipapirhandelsskik« mellem Fondsrådet og Forbrugerombudsmanden.

Samtidig har Fondsrådet i denne årsberetning skuet fremad og koncentreret emnerne om det internationale perspektiv i Fondsrådets arbejde. Dette er sket i lyset af, at der i disse år sker en rivende udvikling inden for værdipapirhandelsområdet – også på det reguleringsmæssige plan. Da Danmark ligeledes har formandskabet for EU i andet halvår 2002, synes vi det er passende at orientere om de områder af Fondsrådets arbejde, der internationalt er fokus på i denne tid.

Fondsrådets arbejde vil i de kommende år være præget af implementeringen af de nye internationale regler.

Erik Bonnerup
Formand for Fondsrådet

Fondsrådets virksomhed i 2001

Bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik med en tilhørende vejledning blev efter flere års arbejde udstedt i 2001. Ligeledes blev bekendtgørelsen om indberetning af handler ændret. Behandlingen af flere enkeltsager af principiel karakter indgik også i Fondsrådet arbejde i 2001. I dette afsnit er visse af enkeltsagerne beskrevet, ligesom der er en kortere omtale af de to bekendtgørelser. Bekendtgørelserne er desuden begge emner for to særskilte artikler i denne beretning.

Fondsrådets bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik

I 1998 nedsatte Fondsrådet en arbejdsgruppe, der fik til opgave at udarbejde et udkast til en bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik. Arbejdsgruppen havde en bred sammensætning, hvor såvel værdipapirhandlere, udstedere som investorer – herunder de private forbrugere – var repræsenterede.

Arbejdsgruppen afleverede sin rapport til rådet i december 2000, og efter en høringsfase og behandling på flere møder udstedte Fondsrådet i maj 2001 bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik ved handel med visse værdipapirer. Bekendtgørelsens indhold er udtryk for et kompromis mellem de forskelligrettede interesser på værdipapirområdet.

Det afgørende for Fondsrådet var – og er stadig – at reglerne skal medvirke til en større gennemskuelighed med deraf følgende skarpere konkurrence og at sikre de private investorers tillid til markedet. Det var endvidere vigtigt at sikre den enkelte investors frie valg af handelstype.

Fondsrådet vurderede, at der var behov for en vejledning til bekendtgørelsen, og en sådan blev udstedt i efteråret 2001. Dette skete for at skabe størst mulig sikkerhed for, at værdipapirhandlerne lever op til bekendtgørelsens krav.

Bekendtgørelsens titel er: Fondsrådets bekendtgørelse nr. 429 af 28. maj 2001 om god værdipapirhandelsskik ved handel med visse værdipapirer, og vejledningens titel er: Fondsrådets vejledning af 17. september 2001 til bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik ved handel med visse værdipapirer.

Der kan læses mere om bekendtgørelsens tilblivelse, indhold og forholdet til markedsføringsloven m.v. i en særskilt artikel i denne beretning.

Fondsrådets afgørelser i henhold til bekendtgørelsen kan i anonymiseret form læses på Finanstilsynets hjemmeside (http://www.finanstilsynet.dk).

Ændring af Fondsrådets bekendtgørelse om indberetning af handler med værdipapirer, der er noteret på en fondsbørs m.v.

På baggrund af en henvendelse fra og efterfølgende drøftelser med Københavns Fondsbørs A/S har Fondsrådet i foråret 2001 foretaget en ændring af ovennævnte bekendtgørelse. Fondsbørsens henvendelse indeholdt en anmodning om at få ændret de såkaldte »dobbeltindberetninger« for visse handelstyper. »Dobbeltindberetninger« indebærer, at alle handler, uanset om det er delhandler, der samlet skal afregnes overfor en enkelt kunde, skal indberettes, ligesom den endelige handel over for kunden skal indberettes særskilt. Hermed indberettes de samme handler flere gange. Årsagen til anmodningen var, at dobbeltindberetninger ofte giver en uaktuel information til værdipapirmarkedet, og at denne indberetningspraksis på visse områder afveg fra praksis på andre europæiske fondsbørser.

Bekendtgørelsen er nu ændret, så der ikke længere skal ske dobbeltindberetning af visse handelstyper, ligesom handler foretaget på baggrund af offentliggjorte gennemsnitskurser nu først skal indberettes inden der åbnes for handel næste handelsdag. Indberetningen af sådanne handler skulle inden ændringen ske senest 15 minutter efter offentliggørelsen af gennemsnitskursen.

Med de ændringer, der er foretaget af bekendtgørelsen, er det Fondsrådets opfattelse, at gennemsigtigheden i markedet er blevet forbedret.

Den ændrede bekendtgørelse har følgende titel: Fondsrådets bekendtgørelse nr. 414 af 21. maj 2001 om indberetning af handler med værdipapirer, der er noteret på en fondsbørs m.v.

I en artikel i denne beretning skrevet af adm. direktør Hans-Ole Jochumsen fra Københavns Fondsbørs A/S gives der en nærmere gennemgang af baggrunden for og effekten af ændringerne for Københavns Fondsbørs A/S.

Afgørelser efter bekendtgørelsen om indberetning af handler med værdipapirer, der er noteret på en fondsbørs m.v.

Ansøgning om dispensation
Et pengeinstitut ansøgte om dispensation fra indberetningspligten i henhold til bekendtgørelsens § 1, stk. 1. Baggrunden var, at pengeinstituttet A, der var medlem af Københavns Fondsbørs A/S, ville etablere et datterselskab B, der ligeledes skulle være medlem af Københavns Fondsbørs A/S, og som skulle forestå alle kunderelaterede aktiehandler. Pengeinstituttet skulle efter oprettelsen af datterselskabet B kun forestå handler med andre værdipapirer. Denne fremgangsmåde ville fremgå af A's betingelser for værdipapirhandel, hvorved kunderne ville være informeret.

En kundes ordre om aktiekøb ville fortsat skulle afgives til A, som imidlertid ville udføre handelen via B. Når handelen var udført, ville den gå via A tilbage til kunden, overfor hvem A afregner.

Denne konstruktion ville medføre, at både A og B efter bekendtgørelsens § 1, stk. 1, skulle indberette de kunderelaterede aktiehandler til Københavns Fondsbørs A/S, medmindre Fondsrådet gav en dispensation efter bekendtgørelsens § 1, stk. 2.

Under hensyntagen til, at A's henlæggelse af al aktiehandel til B afstedkom, at alle aktiehandler ville blive indberettet to gange, hvilket efter Fondsrådets opfattelse kunne give et ukorrekt billede af den faktiske omsætning på Københavns Fondsbørs A/S, og henset til, at der ville ske indberetning på anden måde af en selvstændig indberetningspligtig værdipapirhandler, meddelte Fondsrådet A dispensation i medfør af bekendtgørelsens § 1, stk. 2. Dispensationen blev gjort tidsbegrænset og betinget af, at A afregner kunder på identiske vilkår, hvilket bl.a. indebærer, at A ikke har en kursrisiko på de foretagne handler.

Overtrædelse af indberetningspligten
Fondsrådet har givet en værdipapirhandler en påtale for manglende overholdelse af indberetningspligten i henhold til bekendtgørelsens § 1, stk. 1.

Sagens omstændigheder var, at værdipapirhandleren havde gennemført en handel i størrelsesordenen 10-13 mio. kr. med en aktie, der er optaget til handel på Dansk Autoriseret Markedsplads A/S, uden at indberette denne handel til markedspladsen. Årsagen til den manglende indberetning var, at værdipa-

pirhandleren ikke havde kendskab til, at den pågældende aktie var optaget til handel på markedspladsen.

På Dansk Autoriseret Markedsplads A/S er der børspligt, hvilket indebærer, at alle handler skal foregå over markedspladsen. Den pågældende handel blev foretaget uden om markedspladsens handelssystemer.

Henset til at en værdipapirhandler bør have kendskab til de selskaber, der er optaget til handel på Dansk Autoriseret Markedsplads A/S og denne markedsplads' regler, og henset til at værdipapirhandleren burde have undersøgt dette – handelens størrelse taget i betragtning – fik værdipapirhandleren en påtale for den manglende overholdelse af indberetningspligten.

Afgørelser efter lov om værdipapirhandel m.v. § 31, overtagelsestilbud

Anke af Københavns Fondsbørs A/S' afgørelse
En mindretalsaktionær indbragte en afgørelse truffet af Københavns Fondsbørs A/S, efter hvilken Københavns Fondsbørs A/S fandt, at der i henhold til lov om værdipapirhandel m.v. § 31 ikke var grundlag for at pålægge en aktionær at afgive pligtmæssigt tilbud til aktionærerne i et selskab B.

Mindretalsaktionæren gjorde gældende overfor Fondsrådet, at en kontrollerende indflydelse opnået gennem en rettet emission, hvilket var situationen i den pågældende sag, er omfattet af reglerne om overtagelsestilbud i lov om værdipapirhandel m.v. § 31.

Fondsrådet udtalte generelt vedrørende spørgsmålet om, hvorvidt bestemmende indflydelse opnået gennem fusion eller rettet emission er omfattet af reglerne om overtagelsestilbud i lov om værdipapirhandel m.v. § 31, at emnet havde været fremme under folketingsbehandlingen af forslaget til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. i 1999. Økonomiministeren henviste i den forbindelse til, at det fandtes mest nærliggende at fortolke § 31 således, at reglerne om indløsningspligt i almindelighed ikke finder anvendelse ved emissioner, idet ordlyden synes at forudsætte, at kontrol opnås ved overdragelse. På denne baggrund var det Fondsrådets vurdering, at § 31 i almindelighed alene finder anvendelse på egentlige overdragelser i markedet, og at reglerne ikke kan udstrækkes til kontrol opnået ved selskabsretlige dispositioner som f.eks. fusion eller emission, herunder rettede emissioner.

I relation til den konkrete sag udtalte Fondsrådet endvidere, at der ikke, sagens omstændigheder taget i betragtning, var baggrund for at kunne godtgøre, at reglerne om overtagelsestilbud i § 31 var blevet omgået.

Fondsrådet stadfæstede derfor Københavns Fondsbørs A/S' afgørelse.

Ansøgning om dispensation
Et selskab A ansøgte Fondsrådet om dispensation fra § 31, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. til at give pligtmæssigt overtagelsestilbud til aktionærerne i et børsnoteret selskab B, subsidiært en forlængelse af fristen for afgivelsen af det pligtmæssige tilbud til efter udløbet af en fastsat frist for tvangsindløsning i henhold til B's vedtægter.

Af ansøgningen fremgik det, at der på en ekstraordinær generalforsamling i B var blevet vedtaget en ændring af vedtægterne, hvorefter selskab A kunne kræve, at aktionærerne i B skulle lade deres aktier indløse af A. Det fremgik endvidere, at A allerede havde udnyttet denne indløsningsret, og at afregning over for de pågældende aktionærer ville ske inden for en måned fra ansøgningstidspunktet til Fondsrådet.

Fondsrådet fandt, at den nævnte ændring af B's vedtægter ikke var et sådan særligt forhold, at det kunne begrunde en dispensation fra kravet om afgivelse af pligtmæssigt tilbud efter lov om værdipapirhandel m.v. § 31, stk. 1, eller begrunde en forlængelse af fristen herfor.

Fondsrådet bemærkede endvidere, at det var opfattelsen, at det ikke var muligt at vælge at anvende aktieselskabslovens § 20 b om tvangsindløsning eller som her vedtægtsbestemte indløsningsbestemmelser frem for lov om værdipapirhandel m.v. § 31. Reglerne i lov om værdipapirhandel m.v. om pligtmæssige tilbud er baseret dels på hensynet til minoriteten, dels på hensynet til markedets information.

Dispensationsansøgningen blev derfor ikke imødekommet.

Afgørelser efter bekendtgørelsen om tilbudspligt, om frivillige overtagelsestilbud samt om aktionærers oplysningsforpligtelse (»take-over« bekendtgørelsen)

Tilbudskurs
Nogle mindretalsaktionærer rettede henvendelse til Fondsrådet i forbindelse med et selskab A's købstilbud til aktionærerne i et børsnoteret selskab B i januar 2001.

I A's købstilbud blev aktionærerne i B tilbudt en kurs på x for deres aktier i B. Mindretalsaktionærerne anførte overfor Fondsrådet, at B i februar 2000 havde erhvervet egne aktier til en højere kurs, end den A nu tilbød, og aktionærerne anmodede på den baggrund Fondsrådet om at forhøje den tilbudte kurs i A's købstilbud fra januar 2001. Anmodningen blev rettet i henhold til § 5, stk. 1, 2. pkt. i »take-over«bekendtgørelsen.

Efter denne bestemmelse kan Fondsrådet fastsætte, at den tilbudte kurs skal være den samme, som en højere kurs tilbudsgiver (her A) måtte have erhvervet aktier til i målselskabet (her B) inden for et tidsrum på 12 måneder inden tilbuddets afgivelse.

Fondsrådet udtalte, at man ikke fandt, at B's erhvervelse af egne aktier i februar 2000 er omfattet af bestemmelsen i § 5, stk. 1, 2. pkt., da denne bestemmelse regulerer den situation, hvor det tilbudsgivende selskab har købt aktier i målselskabet. Derimod regulerer bestemmelsen ikke målselskabets opkøb af egne aktier. Dette selskabs opkøb af egne aktier har således ingen betydning for fastlæggelsen af kursen i et pligtmæssigt tilbud.

Afgørelser om udbud af værdipapirer

Prospektpligt?
Et selskab påtænkte at lave en aktieordning, der tilsigtede at give direktører, bestyrelsesmedlemmer herunder et nærmere antal medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer, andre ledere, samt øvrige medarbejdere i selskabet mulighed for at tegne aktier i selskabet. De enkelte bestyrelsesmedlemmer ville blive tilbudt hver især at kunne tegne aktier i selskabet for nominelt over 300.000 kr., mens de øvrige medarbejdere ikke ville kunne tegne for et beløb i samme størrelsesorden.

Selskabet fremførte, at såfremt aktieordningen ikke omfattede bestyrelsesmedlemmer, ville ordningen være omfattet af undtagelsen i § 2, nr. 12 i Fondsrådets bekendtgørelse nr. 1207 af 15. december 2000 om prospekter ved første offentlige udbud af visse værdipapirer (udbudsbekendtgørelsen), ligesom der ikke ville være krav om offentliggørelse af et prospekt i det omfang, der alene var tale om en aktieordning for bestyrelsesmedlemmerne, da denne ordning ville være omfattet af undtagelsen i samme bekendtgørelses § 2, nr. 4.

På denne baggrund anmodede selskabet Fondsrådet om at udtale sig om, i hvilket omfang den påtænkte aktieordning **samlet set** ville være omfattet af undtagelserne i bekendtgørelsens § 2, således at der ikke vil være krav om offentliggørelse af prospekt for ordningen.

Fondsrådet bemærkede, at bestemmelsen i § 2, nr. 12, indebærer, at i det omfang der alene er tale om udbud af aktier til medarbejdere, det vil sige ansatte i selskabet, herunder medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer, vil det ikke kræve offentliggørelse af et prospekt. Bestemmelsen § 2, nr. 4, indebærer, at i det omfang der alene er tale om udbud af aktier til bestyrelsesmedlemmer, hvor aktierne kun kan erhverves ved erlæggelse af en modydelse på minimum 300.000 kr. pr. investor, vil ordningen heller ikke kræve offentliggørelse af et prospekt.

Imidlertid kan undtagelserne i udbudsbekendtgørelsens § 2 ikke kumuleres, jf. ordet »eller« i § 2, nr. 14, (den næstsidste undtagelse) i bestemmelsen.

Den påtænkte aktieordning, der omfattede udbud af aktier til såvel ansatte medarbejdere som ikke-ansatte bestyrelsesmedlemmer, ville således ikke være omfattet af undtagelsesbestemmelserne i bekendtgørelsens § 2.

Manglende overholdelse af prospektpligt

Et selskab indsendte efter reglerne i lov om værdipapirhandel m.v. § 45 et prospekt til Fondsrådet. Fondsrådet erfarede under sagens behandling, at der tidligere var sket kapitalforhøjelser i selskabet. I et tilfælde var kapitalforhøjelsen blevet tegnet af ca. 22 investorer, der var henholdsvis private, pengeinstitutter og lign. Der var ikke udarbejdet prospekt i forbindelse med denne kapitalforhøjelse, sådan som lov om værdipapirhandel m.v. § 44 foreskriver.

Selskabet henholdt sig til, at der ved den pågældende kapitalforhøjelse ikke havde været tale om offentligt udbud af værdipapirer, samt at antallet af in-

vestorer ikke kunne danne grundlag for en afgørelse af, om der skulle have været udarbejdet prospekt.

De situationer, hvor udsteder er undtaget fra pligten til at udarbejde prospekt i forbindelse med første udbud til offentligheden af værdipapirer, som ikke ønskes optaget til officiel notering på en fondsbørs, er nærmere reguleret i § 2 i bekendtgørelse nr. 1207 af 15. december 2000 om prospekter ved første offentlige udbud af visse værdipapirer (udbudsbekendtgørelsen).

Her fremgår det af § 2, nr. 2, at reglerne om offentliggørelse af prospekter ikke omfatter udbud af værdipapirer til en mindre kreds af fysiske og/eller juridiske personer, som har en økonomisk eller personlig tilknytning til udbyderen eller udstederen.

Fondsrådet anså ikke et udbud til ca. 22 investorer, der ikke havde økonomisk eller personlig tilknytning til udstederen, for at være omfattet af undtagelsen i bekendtgørelsens § 2, bl.a. henset til tidligere afgørelser, hvor Fondsrådet har statueret, at »en mindre kreds« er 10-15 personer, hvilke afgørelser Erhvervsankenævnet har stadfæstet.

Fondsrådet afgjorde således, at selskabet havde overtrådt bestemmelsen i lov om værdipapirhandel m.v. § 44 ved ikke at have udarbejdet prospekt i forbindelse med den pågældende kapitalforhøjelse og foretog politianmeldelse af selskabet.

Selskabet ankede Fondsrådets afgørelse til Erhvervsankenævnet, der har stadfæstet Fondsrådets afgørelse i januar 2002. Politiet har endnu ikke afsluttet sagen, der har været sat i bero, mens sagen har verseret for Erhvervsankenævnet.

Lov om værdipapirhandel m.v. § 2

Fondsrådet har på baggrund af en konkret forespørgsel afgjort, at vedvarende energi-beviser (VE beviser) ikke er omfattet af § 2, stk. 1, nr. 12, i lov om værdipapirhandel m.v.. § 2, stk. 1, nr. 12, giver Fondsrådet mulighed for at afgøre, om visse finansielle instrumenter er omfattet af definitionen af et værdipapir.

Anmeldelser
Fondsrådet har i årets løb modtaget anmeldelser af ændrede regelsæt fra Københavns Fondsbørs A/S og FUTOP Clearingcentralen A/S.

Københavns Fondsbørs A/S har bl.a. anmeldt ændrede handels- og medlemsregler, idet de anmeldte »NOREX Member Rules« er en harmonisering og sammenskrivning af de eksisterende regelsæt for børserne, der indgår i NOREX samarbejdet. Dette samarbejde er indgået mellem børserne i Sverige, Island, Norge og Danmark. Harmoniseringen af reglerne er sket i det omfang, national lovgivning har tilladt det.

Københavns Fondsbørs A/S har ligeledes anmeldt nye regler for notering. Dette regelsæt indeholder både regler for betingelserne for notering på Københavns Fondsbørs A/S, herunder om udarbejdelse af prospekter, og regler for udstederes oplysningsforpligtelser. Reglerne omfatter alle udstedere, der har værdipapirer optaget til notering på Københavns Fondsbørs A/S uanset karakteren af værdipapiret. Regelsættet erstatter det tidligere regelsæt for udstedere.

God værdipapirhandelsskik

Af Fondsrådets formand, Erik Bonnerup

Rådets udstedelse af bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik ved handel med visse værdipapirer var uden tvivl den af Fondsrådets opgaver, der i 2001 tiltrak sig størst opmærksomhed.

Nedenfor er derfor knyttet nogle kommentarer til bekendtgørelsens tilblivelse, de vigtigste spørgsmål og »knaster« i forløbet samt den kritik, der har været rejst omkring visse af bekendtgørelsens bestemmelser.

Bekendtgørelsens tilblivelse

Fondsrådet nedsatte tilbage i 1998 en arbejdsgruppe, der skulle udarbejde et udkast til en bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik. Dette skete på grundlag af rådets hjemmel i § 3, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v. til at fastsætte nærmere regler på dette område.

Arbejdsgruppen blev bredt sammensat og bestod således af repræsentanter for såvel værdipapirhandlere som udstedere og investorer – herunder de private forbrugere.

Arbejdet i arbejdsgruppen viste sig imidlertid langt mere omfattende og problematisk end forventet, og gruppens afrapportering trak ud. Det var desuden særdeles vanskeligt at skabe enighed i gruppen om et fælles bekendtgørelsesudkast. Investor- og forbrugerrepræsentanterne var da også i rapporten noteret for en række mindretalsudtalelser, da denne blev forelagt for rådet i december 2000.

Efter en høringsfase og behandling på flere møder udstedte Fondsrådet i maj 2001 bekendtgørelse nr. 428 om god værdipapirhandelsskik ved handel med visse værdipapirer. Bekendtgørelsen er udtryk for en afvejning af de meget forskelligrettede hensyn på værdipapirområdet.

Det afgørende for Fondsrådet var – og er stadig – at reglerne skal kunne medvirke til en større gennemskuelighed med deraf følgende skarpere konkurrence og sikre de private investorers tillid til markedet. Det var endvidere vigtigt at sikre den enkelte investors frie valg af handelstype samt muligheden for efterfølgende kontrol af aftalens indhold.

Bekendtgørelsens indhold

Det afgørende i forhold til god værdipapirhandelsskik er, at kunderne behandles korrekt og i henhold til de indgåede aftaler, når der handles værdipapirer. Bekendtgørelsen sikrer efter rådets opfattelse dette med sine krav til bl.a. oplysning til kunden i forbindelse med etableringen af kundeforholdet og i forbindelse med afregningen af den konkrete handel. Kunden er herudover sikret yderligere information om faktuelle forhold ved den konkrete handel, hvis kunden ønsker det.

I relation til gennemførelsen af den enkelte handel indeholder bekendtgørelsen regler, der sikrer kunden de bedste betingelser, jf. nedenfor.

Et vigtigt træk ved bekendtgørelsen er, at den gælder for samtlige værdipapirhandlere, dvs. også de værdipapirhandlere, der ikke er medlemmer af Københavns Fondsbørs A/S. Som privatkunde vil man typisk ikke være klar over, om ens værdipapirhandler – ofte et pengeinstitut – er medlem af Fondsbørsen eller ej. Og med bekendtgørelsen spiller dette så at sige heller ikke nogen rolle. Alle værdipapirhandlere skal overholde bekendtgørelsen. For så vidt angår fjernmedlemmerne af Københavns Fondsbørs A/S – dvs. værdipapirhandlere der ikke er etableret i Danmark og dermed ikke er underlagt bekendtgørelsens regler – har Fondsbørsen i sit eget regelsæt fastsat regler, der ligger tæt op af bekendtgørelsens.

Bekendtgørelsen fastlægger desuden, at såvel medlemmer som ikke-medlemmer skal overholde de handelsregler, som en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads fastsætter.

Generalklausulen i bekendtgørelsen stiller krav til værdipapirhandleren om at sikre kunden den efter omstændighederne – herunder tid og mængde – bedst mulige pris samt de bedste betingelser i øvrigt. Dette er princippet om »best execution«. Der er således en lang række forhold, der skal tages i betragtning, når det vurderes, hvad der er bedst for kunden i den enkelte situation. Det er her vigtigt at holde fast i, at værdipapirhandleren, når han foreta-

ger denne vurdering, skal tage udgangspunkt i den enkelte kundes forhold/situation. Dette er nødvendigt for at kunne fastlægge, hvad der i det enkelte tilfælde er bedst for kunden.

Udgangspunktet i forbindelse med valg af handelstype er stadig fuld aftalefrihed. Men hvis der ikke er aftalt noget om, hvordan handelen skal finde sted, formodes det efter bekendtgørelsen, at der handles i kommission. Er intet aftalt, er værdipapirhandleren altså kommissionær for kunden, og handelen skal gennemføres som en kommissionshandel.

Når værdipapirhandleren optræder som kommissionær, handler han for kundens regning – men i eget navn – og skal varetage kundens interesser. Kommissionæren skal handle dér, hvor kunden får de bedste betingelser – herunder den bedste pris. Denne regel gælder handel med alle typer værdipapirer.

Hvis der er tale om værdipapirer, der er optaget til notering på en dansk fondsbørs eller til handel på en dansk autoriseret markedsplads, regulerer bekendtgørelsen udtrykkeligt den situation, hvor værdipapirhandleren er modpart i handelen, dvs. hvor de handlede værdipapirer går ind over værdipapirhandlerens egen værdipapirbeholdning – enten som køb eller salg.

Denne handelsform kaldes »strakshandel«, og i denne situation skal handelen afregnes på eller inden for kursspændet – dvs. forskellen mellem bud- og udbudskurs – på den pågældende markedsplads' handelssystem på handelstidspunktet. Kunden skal altså have mindst den samme pris, som han ville have fået, hvis handelen blev gennemført over systemet.

Det bemærkes, at der ved et »system« både kan være tale om et handelssystem på en fondsbørs og en autoriseret markedsplads. Bekendtgørelsen sondrer ikke på dette område mellem de forskellige handelspladser.

Hvis der ikke er aftalt en handelstype, skal handelen gennemføres over det pågældende handelssystem. Det gælder dog ikke, hvis kunden på handelstidspunktet på anden vis kan opnå den samme eller en bedre pris for den samme mængde værdipapirer. Så skal værdipapirhandleren gennemføre handelen på denne »anden vis« for at leve op til princippet om »best execution«.

Et af de emner, der var genstand for megen diskussion under arbejdet med bekendtgørelsen, var et fælles ønske om, at en større del af værdipapirtransaktionerne skulle ind over et handelssystem på en markedsplads – enten en

fondsbørs eller en autoriseret markedsplads. Dette vil alt andet lige give skarpere priser – dvs. mindre kursspænd – til fordel for de handlende generelt.

Fondsrådet var af den holdning, at bekendtgørelsen samt det forhold, at investorerne fremover vil få øgede muligheder for at handle direkte over systemerne via nethandel m.v., i sig selv medfører, at flere transaktioner vil foregå over systemerne.

Rådet lagde endvidere vægt på, at det ikke altid er i kundens interesse at få lagt sin ordre ind over et handelssystem, f.eks. hvis kunden har et behov for afregning nu og her, og at kunden derfor bør have en valgfrihed med hensyn til handelstype.

Københavns Fondsbørs A/S har foretaget beregninger, der viser, at ca. 40-50 pct. af de ordrer, der lægges ind i Fondsbørsens handelssystem, slet ikke gennemføres. Dette skyldes, at der i systemet ikke er modordrer, der »matcher« den oprindelige ordre. Der er dermed ikke nødvendigvis en køber til en post værdipapirer, der er udbudt til salg, og omvendt. Denne handelstype vil altså ikke i alle tilfælde være i overensstemmelse med princippet om »best execution« – at kunden skal have de bedste betingelser.

Fondsrådet fandt det derfor ikke rigtigt at indføre en såkaldt »børspligt« i bekendtgørelsen.

Ud over debatten omkring »børspligten«, jf. ovenfor, blev der under arbejdet med bekendtgørelsen fra flere sider udtrykt kritik af, at FESCO's[1] definitioner af »professionel/ikke-professionel investor« ikke blev anvendt i bekendtgørelsen.

Der var to årsager til, at Fondsrådet ikke fandt det hensigtsmæssigt at benytte disse definitioner. For det første var definitionerne på daværende tidspunkt endnu i høring i samtlige EU-lande, og de ligger i skrivende stund endnu ikke fast. For det andet hører definitionerne nok nærmere til i den bekendtgørelse om god værdipapirhandlerskik, som Finanstilsynet forventes at udstede i løbet af 2002.

---

1 FESCO står for The Forum of European Securities Commissions. Dette forum omdannedes i juni 2001 til The Committee of European Securities Regulators eller CESR. Finanstilsynet repræsenterer Danmark i CESR.

Et andet kritikpunkt var, at der i bekendtgørelsen ikke blev stillet krav til værdipapirhandlernes rådgivning af kunderne. Fondsrådet mente imidlertid også her, at denne problemstilling bedst behandles i bekendtgørelsen om god værdipapirhandlerskik.

Vejledning til bekendtgørelsen

Det er sjældent, at en lov eller bekendtgørelse er så skarp i sine formuleringer, at der ikke på noget tidspunkt kan opstå spørgsmål i relation til fortolkningen af reglerne. Der kan være behov for et vist spillerum i forbindelse med den nærmere administration af reglerne og dermed fastlæggelse af fortolkningen, ligesom det kan være nødvendigt med lidt »brede« formuleringer, så der ikke konstant er behov for ændringer. Bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik ved handel med visse værdipapirer er i denne forbindelse ingen undtagelse.

Fondsrådet vurderede på denne baggrund, og på baggrund af bekendtgørelsens vigtighed, at der var behov for en vejledning til bekendtgørelsen, og en sådan blev udstedt i efteråret 2001. Dette skete for at skabe størst mulig sikkerhed omkring, hvordan værdipapirhandlerne kan leve op til bekendtgørelsens krav. Visse af bekendtgørelsens krav nødvendiggør ændringer i værdipapirhandlernes edb-systemer. Dette er en meget ressourcekrævende proces – både tid og penge – og det er derfor vigtigt, at indholdet af bekendtgørelsen står værdipapirhandlerne helt klart.

Forholdet til markedsføringsloven

Af forarbejderne til lov om værdipapirhandel m.v. fremgår det, at markedsføringslovens regler om god markedsføringsskik fortsat gælder for værdipapirmarkedet. Dette betyder, at både Fondsrådet og Forbrugerombudsmanden har kompetence på dette område.

Fondsrådet udstedte sin bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik ved handel med visse værdipapirer i maj 2001, og i juni 2001 udsendte Forbrugerombudsmanden en række »uddybende principper«, som værdipapirhandlerne skal leve op til i forbindelse med privates handel med værdipapirer for at opfylde markedsføringslovens krav.

På nogle områder er der uoverensstemmelse mellem de to »regelsæt«. Som eksempler kan nævnes spørgsmålet om, hvornår værdipapirhandleren har pligt til at lægge en kundes ordre ind over et handelssystem, samt hvorvidt værdipapirhandleren på afregningsnotaen til kunden skal specificere omkostningerne eller anføre disse som et samlet beløb.

Med bekendtgørelsens ikrafttræden den 1. december 2001 eksisterer der således to regelsæt, der til dels stiller forskellige krav til værdipapirhandlerne, og handlerne kan således ikke være sikre på, hvilke konkrete krav de skal leve op til, når de handler værdipapirer med private kunder.

Fondsrådet rettede på denne baggrund i juni 2001 henvendelse til økonomiministeren og pegede på det uhensigtsmæssige heri. Ønsket om en afklaring gik på både kompetenceforholdet mellem Fondsrådet og Forbrugerombudsmanden og på den konkrete retsusikkerhed for værdipapirhandlerne.

Hvad skal der ske fremover?

Begrebet god værdipapirhandelsskik er en dynamisk størrelse. Udviklingen på området går meget hurtig, og nye produkter og kutymer kommer til hele tiden. Handel med værdipapirer er ikke længere forbeholdt institutionelle investorer og formuende privatpersoner. Værdipapirhandel er blevet et naturlig element i mange almindelige forbrugeres privatøkonomi og pensionsordninger, og denne udvikling må forventes at fortsætte.

I takt med at markedet undergår forandringer, er det naturligt, at Fondsrådet med jævne mellemrum overvejer, om de eksisterende regler er gode nok, eller om der i øvrigt er behov for ændringer. Reglerne kan ikke tage højde for enhver udvikling på markedet, men det afgørende er, at reglerne til enhver tid understøtter opretholdelsen af et effektivt og attraktivt værdipapirmarked – til gavn for alle aktører på markedet.

En vigtig faktor er her investorernes tillid til markedet – såvel hos de professionelle som de private investorer. Fondsrådet vil derfor være opmærksom på eventuelle behov for at ændre bekendtgørelsen, således at tilliden til markedet – og dermed opretholdelsen af et velfungerende marked – sikres. Fondsrådet vil i den forbindelse så vidt muligt sikre, at der ikke er væsentlige forskelle mellem de danske og de udenlandske regler på dette område, da dette vil kunne påvirke konkurrencesituationen for den danske fondsbørs i negativ retning.

For så vidt angår værdipapirhandlernes overholdelse af bekendtgørelsens bestemmelser sendte Fondsrådet i februar 2002 en skrivelse til samtlige værdipapirhandlere og indskærpede, at bekendtgørelsen skal overholdes. Det skete på baggrund af, at en undersøgelse gennemført af Dansk Aktionærforening i november/december 2001 havde vist, at dette ikke altid var tilfældet. Fondsrådet har endvidere besluttet i første kvartal 2002 at gennemføre en undersøgelse af, hvorvidt bekendtgørelsen nu overholdes.

Fondsrådets afgørelser i henhold til bekendtgørelsen kan i anonymiseret form læses på Finanstilsynets hjemmeside (http://www.finanstilsynet.dk).

Forbedret prisbillede på Københavns Fondsbørs

Af adm. direktør Hans-Ole Jochumsen, Københavns Fondsbørs A/S

Københavns Fondsbørs har til opgave at skabe en dansk markedsplads, der er så attraktiv, at handelen i danske værdipapirer finder sted på denne markedsplads. Det er vores ambition at udvikle markedspladsen til glæde for investorerne, de noterede selskaber og andre udstedere, børsmæglerne samt vores aktionærer.

Samtidig internationaliseres værdipapirhandelen. Fra at være et nationalt anliggende er vi hurtigt på vej mod et sammenhængende internationalt marked. Og på internationale markeder er det sjældent de mindste spillere, der bestemmer reglerne. Således må Københavns Fondsbørs internationalisere den danske markedsplads, hvis den skal udvikles og være en del af det internationale marked.

Året 2001 har for Københavns Fondsbørs' vedkommende været præget af store forandringer, hvad angår handelsinformation. Gennem flere forandringer er det lykkedes at forbedre prisbilledet markant. Et ønske, der står meget højt på ikke alene de internationale, men også de nationale investorers ønskeseddel.

Hvad bruger investorer prisbilledet til?

Prisbilledet skal give investorer værdifuld information på flere områder. For det første skal prisbilledet give investorer mulighed for hurtigst muligt efter hver handel at vurdere senest handlede pris, prisudviklingen over en periode og omsætningen. Denne information skal være af højeste kvalitet og skal være let at forstå. Det er derfor vigtigt, at der i videst muligt omfang kun sker indberetning til aktuelle priser, og at den volumen, der vises i prisbilledet, afspejler den reelle handlede mængde.

Støjkilder i prisbilledet foranlediget af de gamle regler for indberetning

De gamle regler for indberetning medførte flere uhensigtsmæssigheder i prisbilledet.

En kundeordre, der blev udført gennem flere handler i markedet, skulle først indberettes, når hele ordren var udført. Dette medførte i praksis mange indberetninger, der ikke længere var udtryk for en reel markedspris, såfremt prisen på det pågældende papir havde ændret sig i løbet af den periode, hvor ordren blev udført.

Derudover blev handler, der var afregnet til de af Københavns Fondsbørs beregnede gennemsnitskurser kl. 15.30, indberettet i åbningstiden. Disse handler har ingen kursmæssig interesse og var kun med til at forstyrre i prisbilledet.

Ligeledes var der ofte en stor forsinkelse på indberetninger fra indberetningspligtige, der ikke er medlemmer af Københavns Fondsbørs, idet de blot skulle indberette en handel inden for den pågældende børsdag. Indberetninger af handler, der er forsinkede, har heller ingen relevans i prisbilledet, idet de viste handler ikke er udtryk for en aktuel pris, og konsekvensen var, at markedet fremstod mere volatilt, end det reelt var.

Derudover medførte indberetningsreglerne, at den omsatte mængde, der blev vist i prisbilledet, ikke afspejlede den mængde, der reelt var omsat.

Konsekvens af støjkilder i prisbilledet

De støjkilder, der var i prisbilledet som konsekvens af de gamle indberetningsregler, medførte, at prisbilledet var meget lidt gennemskueligt. Prisbilledet var mere volatilt på grund af forsinkede indberetninger med mere.

Det var derfor vanskeligt for den private investor at få en klar information om den aktuelle pris. Den pris, der optræder som den senest betalte, kunne være en handel, der var indgået langt tidligere på dagen, såfremt denne handel var en indberetning fra et indberetningspligtigt ikke-medlem.

Derudover har internationale investorer savnet gennemsigtighed om likviditet, idet det var meget svært at gennemskue den mængde, der reelt var omsat.

Det er meget vigtigt for Fondsbørsen at kunne tiltrække større udenlandske investorer, da de større danske institutionelle investorer i dag har en overvægt af danske aktier. Denne overvægt reduceres løbende, og til den resulterende lavere efterspørgsel fra disse investorer er det vigtigt at finde udenlandske investorer, der kan opveje.

For disse udenlandske investorer er det meget vigtigt, at handelsinformationen er let gennemskuelig. Dette var ikke tilfældet før den 1. juli 2001, som det er beskrevet tidligere. Den officielle omsatte volumen svarede ikke til de mængder, der reelt var omsat i markedet, og det var derfor svært for de udenlandske investorer at vurdere, hvor meget der kunne omsættes. På denne baggrund har mange større investorer tidligere valgt at undlade at investere i danske aktier eller at undervægte disse i porteføljerne.

Fondsbørsens (og Fondsrådets) tiltag

For at øge gennemsigtigheden i prisbilledet blev der den 1. juli 2001 gennemført ændringer i reglerne for indberetning af handler. Ændringerne medførte, at alle handler i dag kun skal indberettes én gang, og at alle ikke-aktuelle handler indberettes udenfor åbningstiden.

Helt konkret har ændringerne medført flere forbedringer i prisbilledet. Først og fremmest er det hensigten at opnå færre dobbeltindberetninger ved en mere aktiv anvendelse af ejerkategorimarkeringer, når der handles i markedet på vegne af kunder. Regelændringerne resulterer derved i, at færre handler indberetningsmæssigt går via egenbeholdning, inden der sker kundeafregning, og den officielle omsætning afspejler derved i højere grad den reelle omsætning.

Alle handler, der indberettes til de af Københavns Fondsbørs beregnede gennemsnitskurser, skal derudover indberettes udenfor åbningstiden, og disse »forurener« derfor ikke længere prisbilledet.

Endelig skal alle handler, der foretages af indberetningspligtige, der ikke er medlem af Københavns Fondsbørs, ligeledes indberettes udenfor Fondsbørsens åbningstid. Disse kunne før forstyrre prisbilledet, idet disse indberetningspligtige ikke var omfattet af fem minutters fristen for indberetninger, men blot indberettede deres handler i løbet af den pågældende børsdag.

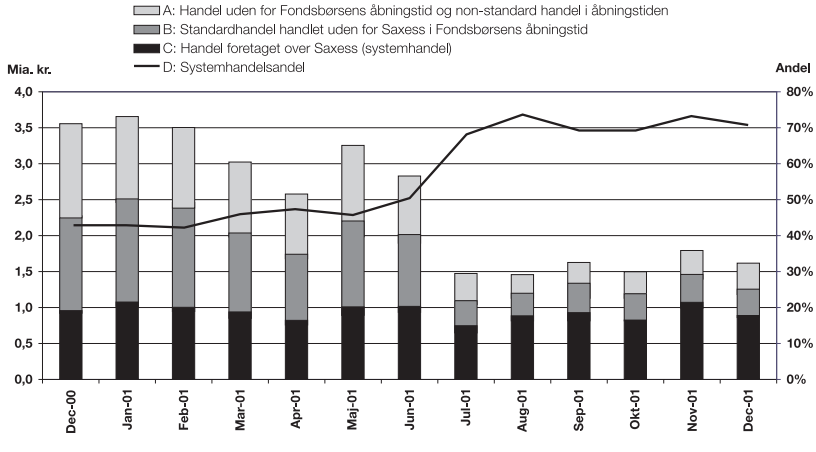
Med de nye regler skabes et prisbillede, hvor alle de handler, der optræder i prisbilledet, så vidt muligt er udtryk for aktuelle kurser og afspejler den reelle omsatte mængde, og alle handler, der ikke er aktuelle, indberettes udenfor Fondsbørsens åbningstid.

Ændringerne medfører desuden en harmonisering af de regler, der gælder for de øvrige børser i NOREX alliancen, og det gør det derfor også nemmere for investorer at sammenligne informationer børserne imellem.

Effekt af nye indberetningsregler

Som en konsekvens af de ændringer, der er foretaget i indberetningsreglerne, er omsætningen på Københavns Fondsbørs faldet, men faldet i omsætningen er af mere teknisk karakter. Det ses, at omsætningen i systemet ikke falder ret meget, mens omsætningen af handler, der indberettes, er faldet markant efter 1. juli 2001. Dette skyldes hovedsageligt, at større kundehandler tidligere både blev indberettet, når de blev udført i markedet, og når medlemmet havde handlet hele den pågældende ordre. Det er i dag ikke længere tilladt at indberette disse handler mere end én gang.

Aktier og Investeringsforeninger: Gennemsnitlig daglig omsætning, fordelt på handelstype



Derudover er systemhandelsandelen også blevet mere retvisende. I og med, at en stor del af handlerne blev dobbeltindberettet, blev systemhandelsandelen kunstigt lav. Når prisbilledet nu er renset for disse indberetninger, er det også muligt at sammenligne systemhandelsandele med andre børser, herunder de øvrige NOREX børser. Det ses, at systemhandelsandelen på aktiemarkedet er forøget fra 50,4% i juni måned til 68% i juli måned, hvorefter andelen har ligget på over 70%.

Tidligere har det ikke været muligt at offentliggøre de enkelte medlemmers markedsandele, idet indberetningsreglerne gjorde, at omsætningen ikke afspejlede det, der reelt var handlet. Efter ændringerne i indberetningsreglerne er denne forhindring ikke længere til stede, og Fondsbørsen har i medfør heraf besluttet at offentliggøre markedsandele på aktiemarkedet fra januar 2002.

Som den vigtigste konsekvens af de ændrede indberetningsregler er prisbilledet på Fondsbørsen blevet mere gennemsigtigt. Det er i dag lettere for investorer at vurdere den mængde, der omsættes, idet handler og indberetninger afspejler dette. Derudover er det lettere for investor at overskue det historiske prisbillede og dermed vurdere sine investeringer i lyset heraf. Historiske data bliver i dag stillet gratis til rådighed via Fondsbørsens hjemmeside.

Det bør derfor i fremtiden være lettere for Fondsbørsen at tiltrække nye investorer og derved forøge interessen for danske værdipapirer, således at Københavns Fondsbørs kan fortsætte den positive udvikling, der har præget Fondsbørsen gennem de seneste år.

Kampen om den internationale kapital – nye udfordringer til selskabslovgivningen

Af Fondsrådets næstformand professor Mette Neville, Ph.D.[2]

Det integrerede finansielle markeds udfordring til lovgivningen

Et integreret finansielt marked rejser det helt centrale spørgsmål, hvordan danske virksomheder skal indrette sig for at kunne klare sig i konkurrencen om kapitalen. Meget tyder på, at corporate governance, herunder muligheden for at udøve aktivt ejerskab, i fremtiden vil blive et af konkurrenceparametrene i kapitalmarkedet.

Den selskabsretlige og økonomiske debat har både nationalt og internationalt op gennem 1990'erne haft fokus på corporate governance, herunder generalforsamlingens rolle og funktionsmåde i B primært børsnoterede selskaber. Aktionærerne skal som ejere af selskabet sikres mulighed for gennem aktivt ejerskab at medvirke til, at ledelsen varetager aktionærernes interesser bedst muligt og sikrer en effektiv udnyttelse af selskabets ressourcer på kort og lang sigt.

Med den stigende *institutionalisering* hænger spørgsmålet om et velfungerende aktionærdemokrati i høj grad samme med, hvordan de institutionelle investorer vil forvalte deres ejerskab. Her kan der spores en interessant udvikling i retning af et mere aktivt institutionelt ejerskab. Dette uddybes senere i artiklen.

Samtidig med institutionaliseringen oplever vi også en stigende *internationalisering* af ejerskabet i erhvervslivet. En tendens som uden tvivl vil blive

2 Kildefortegnelsen er medtaget som bilag 3 til beretningen

forstærket yderligere med indførelsen af et integreret finansielt marked. *Cross-border shareholding* øger omkostningerne ved udøvelse af aktivt ejerskab. Såfremt danske selskaber skal være konkurrencedygtige i kampen om kapitalen, skal selskaberne kunne tilbyde investorerne en effektiv, let og billig metode til at udøve aktivt ejerskab også på tværs af landegrænser. Det er derfor vigtigt, at dansk selskabslovgivning er på forkant med udviklingen og opstiller effektive rammer for udøvelse af aktivt ejerskab. Det er her oplagt at fokusere på, hvordan informationsteknologien kan udnyttes til f.eks. at skabe nye effektive afstemningssystemer, som gør *cross-border voting* let og billig. En tilpasning af selskabslovgivningen til den stigende internationalisering er således en af de udfordringer, som lovgiver står overfor.

Indholdet af en eventuel *reform* skal afspejle den form for aktivt ejerskab, man ønsker at fremme og herunder den funktion, man ønsker, at generalforsamlingen skal have. Man har hidtil i den udenlandske corporate governance-debat fokuseret på muligheden for at *stemme in absentia*, men ønsker man, at generalforsamlingen skal være et egentligt beslutningsforum, må man se på muligheden for at gøre egentlig *deltagelse i generalforsamlingen in absentia* mulig gennem udnyttelse af informationsteknologien. Spørgsmålet er, om målsætningen om et reelt aktionærdemokrati medfører et behov for et helt nyt generalforsamlingskoncept.

Et ønske om at styrke aktionærernes indflydelse gør det ligeledes relevant at overveje en række andre spørgsmål. Et spørgsmål er, om reglerne om *fuldmagt* bør ændres for at sikre, at ledelsen ikke kan anvende de indsamlede fuldmagter til at styrke sin egen magtposition. Et andet spørgsmål er, om småaktionærerne i dag har tilstrækkelig mulighed for at *organisere deres stemmer*, herunder om der er behov for større åbenhed om selskabets ejerforhold, og endeligt er der kommet fornyet fokus på *A- og B- aktierne.*

Institutionalisering og internationalisering af ejerskabet

Der sker i disse år globalt en *institutionalisering* af ejerskabet i de børsnoterede selskaber. I Storbritannien ejede de institutionelle investorer allerede i 1997 mellem 65 og 70% af de stemmeberettigede aktier i børsnoterede selskaber. I USA var tallet ca. 50% og i Australien ca. 45-50%. Det betyder, at spørgsmålet om et velfungerende aktionærdemokrati i høj grad hænger sammen med, hvordan de institutionelle investorer vil forvalte deres ejerskab, jf. nedenfor.

Samtidig med institutionaliseringen oplever vi også en stigende *internationalisering* af ejerskabet i erhvervslivet. Sverige er et godt eksempel på denne udvikling. For 10 år siden var ca. 10 % af børsværdien i svenske børsnoterede selskaber ejet af udenlandske investorer. I 2000 var tallet ca. 40%. Det drejer sig især om udenlandske pensionsfonde, aktiefonde og institutionelle investorer. For Danmarks vedkommende var tallet i 1999 27, 6 % af den noterede aktiekapital. På EU-plan er ca. halvdelen af selskabernes aktier ejet af udenlandske investorer. Der kan ikke herske tvivl om, at gennemførelsen af et integreret kapitalmarked vil sætte yderligere skub i denne udvikling.

Et mere aktivt institutionelt ejerskab?
Der har tidligere været tradition for passivt institutionelt ejerskab, hvor man ved utilfredshed med afkastet af investeringen solgte aktierne *(the Wall Street Walk)* i stedet for at forsøge at påvirke driften gennem udnyttelse af sin stemmeret mv. Udviklingen synes imidlertid at være ved at vende. I USA viser flere undersøgelser, at der er klar tendens i retning af øget aktivt institutionelt ejerskab f.eks. gennem udnyttelse af stemmeretten og gennem forslagsstillelse på generalforsamlingen. En engelsk undersøgelse af institutionelle investorer viser samme tendens.

For Danmarks vedkommende viser en undersøgelse foretaget af Kim Jespersen, at der også i Danmark kan spores en svag tendens i retning af øget aktivt ejerskab. Som eksempel kan nævnes, at ATP og LD i 1999 offentliggjorde retningslinjer for god corporate governance. I relation til danske institutionelle investorer er der særlig grund til at fokusere på aktivt ejerskab. Ejerforholdene i mange danske børsnoterede selskaber medfører, at de institutionelle investorer ikke har nogen reel mulighed for *the Wall Street Walk*, da de stort set udgør markedet. Spørgsmålet er derfor, om en forsvarlig forvaltning af lønmodtagernes pensionsmidler ikke kræver et aktivt ejerskab, hvor dette kan øge forrentningen af pensionsmidlerne.

Investormøder
Aktivt ejerskab udøves ikke kun på selskabets generalforsamling. Ofte udøves det aktive ejerskab gennem en løbende og uformel dialog med ledelsen f.eks. på investormøder med en eller flere større investorer. Det uformelle aktive ejerskab synes ud fra en kapitalmarkedssynsvinkel på flere måder betænkeligt. Der er næppe tvivl om, at det uformelle aktive ejerskab ofte giver en mere konstruktiv dialog med selskabets ledelse. Undersøgelser viser imidlertid, at investorerne ofte vælger at udøve det aktive ejerskab på investormøder i stedet for på generalforsamlingen af andre årsager. F.eks. nævnes, at en kri-

tik af ledelsen på selskabets generalforsamling, som følge af pressens adgang til børsnoterede selskabers generalforsamling, kan medføre negativ påvirkning af kursen til skade for investor og selskabet. Et af problemerne forbundet med investormøder er, at det typisk foregår bag lukkede døre, hvorved der er en risiko for, at aktionærerne ikke behandles lige. Som et eksempel kan gives Carlsbergs henvendelser til udvalgte analytikere lige op til offentliggørelsen af selskabets regnskab for 2001. Et forhold, som medførte en offentlig påtale fra Fondsbørsen til Carlsberg. En ny undersøgelse foretaget af Casper Rose påviser en sammenhæng mellem investormøder og aktiekursen. Det betyder, at småaktionærerne, som ikke deltager i møderne risikerer at miste penge. Lukketheden betyder endvidere, at det ikke er muligt for omverdenen at kontrollere processen. De investorer, der deltager i sådanne møder, løber desuden en risiko for at komme i besiddelse af intern viden, der forhindrer dem i at købe og sælge aktier i det pågældende selskab uden at overtræde lov om værdipapirhandel m.v.'s forbud mod insider handel. På samme måde vil ledelsens videregivelse af ikke offentliggjorte oplysninger, der kan påvirke kursen, være i strid med samme lovs insider regler.

Baggrunden for et øget aktivt institutionelt ejerskab
Det øgede aktive institutionelle ejerskab skyldes antageligt flere ting. For det første viser en række amerikanske undersøgelser fra 1990'erne, at aktivt ejerskab betaler sig. Ved udøvelse af aktivt ejerskab kan afkastet stige op til 20-30% over "Standard and Poors 500" indekset. Der må selvfølgelig tages forbehold for, at en del af afkaststigningen kan henføres til andre årsager, f.eks. den generelle økonomiske udvikling.

Stigningen måles i undersøgelserne alene på selskabernes økonomiske performance og tager således ikke højde for, at institutionelle investorer er begyndt at inddrage andet end det økonomiske afkast i deres vurdering af performance, f.eks. en række miljømæssige og etiske spørgsmål. Et konkret eksempel er kravet om etnisk ligestilling. Udenlandske investorer kræver i stigende omfang, at danske selskaber skal have en personalepolitik, der sikrer etnisk ligestilling. Her vil det aktive ejerskab være et vigtigt redskab til at fremme selskabernes ansvar.

Pres på de institutionelle investorer
Organisationer og den akademiske debat lægger et stigende pres på de institutionelle investorer for at få dem til at tage deres ejerrolle alvorligt. En lang række af de seneste års corporate governance codes er med retningslinjer for udøvelse af aktivt ejerskab med til at øge dette pres.

Selvom der ikke er en *pligt* til at stemme, er der ingen tvivl om, at f.eks. OECD´s Principles on Corporate Governance vil lægge et pres på investorerne og få dem til at overveje, om de i højere grad bør udøve aktivt ejerskab.

I Storbritannien har den britiske regering givet udtryk for, at såfremt de institutionelle investorer ikke vælger at bruge deres stemmeret i højere grad, end tilfældet er i dag, så må man overveje at indføre en pligt til at stemme. I en rapport fra marts 2001 anføres ligeledes, at udviklingen i retning af aktivt ejerskab går for langsom. Det diskuteres i rapporten, om man skal indføre en lovmæssig pligt til at stemme. Man vælger dog at anbefale en frivillig code.

IT – vejen til effektive rammer for aktivt ejerskab?

Den stigende internationalisering af ejerskabet øger omkostningerne ved udøvelse af aktivt ejerskab. Det medfører et behov for, at selskaberne kan tilbyde investorerne en effektiv, let og billig metode til at udøve aktivt ejerskab også på tværs af landegrænser.

Parallelt med de voksende omkostninger ved at deltage i generalforsamlingen *in persona* udbredes anvendelsen af internet, og omkostningerne herved falder. Internet sikrer hurtig og billig informationsudveksling over lange afstande. Man bør derfor søge at udnytte informationsteknologien til at gøre det lettere og billigere at udøve aktivt ejerskab.

Behovet for let og billig udøvelse af aktivt ejerskab afspejles også af, at en række lande – f.eks. Sverige, Tyskland, Storbritannien og USA – er i gang med eller har gennemført en tilpasning af selskabslovgivningen til anvendelse af IT.

Et vigtigt spørgsmål er, hvilken form for aktivt ejerskab en eventuelt reform skal understøtte. I f.eks. OECD Principles on Corporate Governance fremhæves behovet for, at aktionærerne kan stemme *in absentia*.

Allerede i dag åbner den danske selskabslovgivning mulighed for, at aktionærerne kan stemme *in absentia*. Ganske vist kræver loven fysisk fremmøde, men dette kan ifølge aktieselskabsloven ske ved fuldmægtig. Loven indeholder ikke bestemmelser om fuldmagtsindsamlingen eller dens indhold. Den skal blot være skriftlig og være tidsmæssigt begrænset til maksimalt et år. En mulig reform kunne derfor begrænse sig til at effektivisere fuldmagtssystemet, så der kunne indsamles fuldmagter elektronisk. Fuldmagter er i dag pa-

pirfuldmagter, men det er en både tidskrævende og omkostningstung model. Der bør derfor åbnes mulighed for elektroniske fuldmagter, hvilket vil gøre anvendelsen af fuldmagter både lettere og billigere. Den svenske reform stiller forslag om indførelse af en positivbestemmelse om, at fuldmagter kan fremsendes som et elektronisk dokument, såfremt vedtægterne bestemmer det. En lignende bestemmelse er i 2001 indført i tysk ret.

Er den danske fuldmagtsmodel i strid med god corporate governance?

Blancofuldmagter
Selskabslovgivningens regler om fuldmagter tillader ledelsen at indsamle fuldmagter også i form af blancofuldmagter.

Ledelsens indsamling af fuldmagter kan gøre det lettere og billigere at stemme pr. fuldmagt, end hvis aktionærer selv skal finde og betale en fuldmægtig for at møde op. Dog ligger der et problem i ledelsens indsamling af *blancofuldmagter*, idet ledelsen gennem de indsamlede fuldmagter kan sætte aktionærgrupper uden for indflydelse og styrke ledelsens magtposition. Herudover synes ledelsens indsamling af blancofuldmagter at indebære en interessekonflikt, idet ledelsen kommer til at træffe beslutningen om deres egne forslag, som ifølge lovgivningen skal besluttes af ejerne.

En lang række lande – f.eks. Tyskland og Sverige – forbyder netop af disse årsager ledelsens indsamling af fuldmagter. Behovet for effektive, lette og billige afstemningsmetoder har fået bl.a. Sverige til at overveje en ophævelse af forbuddet mod ledelsens indsamling af fuldmagter, dog med den væsentlige begrænsning, at der ikke må være tale om blancofuldmagter. Svenskerne har ladet sig inspirere af de amerikanske regler om proxy-voting og kræver, at fuldmagtsgiver skal give instrukser om, hvorledes han ønsker at stemme.

For dansk rets vedkommende er der ingen aktuelle planer om en ændring af de danske fuldmagtsregler. I Aktivt ejerskab fra 1999 konkluderes det, at spørgsmålet om fuldmagter ikke synes at spille den store rolle i den danske debat, hvilket kan hænge sammen med, at der er gode muligheder for personligt fremmøde på generalforsamlingen.

I lyset af den stigende betydning af god corporate governance og et øget aktivt institutionelt – og internationalt – ejerskab bør man nok tage fuldmagtsspørgsmålet op til fornyet debat. Såfremt man opretholder de meget vide

fuldmagtsregler, bør selskaberne selv overveje brugen af blancofuldmagter, jf. også Nørby-udvalgets anbefalinger for god corporate governance, hvor det anføres, at fuldmagter bør begrænses til en generalforsamling, og at de så vidt muligt bør indeholde aktionærernes stillingtagen til hvert enkelt punkt på dagsordenen.

Behov for on-line deltagelse
Det traditionelle fuldmagtssystem har den svaghed, at aktionæren, der anvender fuldmægtig, skal træffe beslutning på grundlag af det udsendte materiale og altså inden, spørgsmålet har været debatteret på generalforsamlingen, og før han har hørt ledelsens begrundelse for forslaget. Dette er ikke hensigtsmæssigt, hvis generalforsamlingen skal fungere som et meningsdannende forum. I stedet bør man diskutere muligheden for at udnytte informationsteknologien til at skabe mulighed for, at aktionærerne kan *deltage* i generalforsamlingen *in absentia* og f.eks. stemme *in absentia* under selve generalforsamlingen efter at have hørt og eventuelt selv deltaget i debatten. Dette forudsætter selvsagt også, at generalforsamlingen afholdes på engelsk. Forskellige modeller for deltagelse kan tænkes. Her skal fremhæves nogle af disse.

Fastholdes kravet om fysisk fremmøde – enten personligt eller ved fuldmægtig – kan deltagelse in absentia ske ved en model, hvor man både lader generalforsamlingen transmittere audiovisuelt f.eks. via internettet, således at de ikke fremmødte aktionærer kan følge med og etablere en kommunikationskanal til den fremmødte fuldmægtig, f.eks. telefon, fax eller mest aktuelt en on-line opkobling.

Deltagelse kan gøres endnu lettere og billigere ved at åbne mulighed for, at aktionæren selv deltager direkte on-line på generalforsamlingen på lige fod med de fysisk fremmødte aktionærer, dvs. med tale-, spørgsmåls- og stemmeret. Denne model vil givet styrke aktionærdemokratiet, da aktionærer uden omkostninger og uden besvær kan deltage i generalforsamlingen.

Endeligt kan man forestille sig afholdelse af egentlige virtuelle generalforsamlinger (cyberspace generalforsamlinger). Her afholdes ingen fysisk generalforsamling.

IT-løsninger – usikkert lovgrundlag
Den gældende danske selskabslovgivning er endnu ikke gearet til den stigende internationalisering, idet den på ingen måde er tilpasset den teknologiske

udvikling. Det er således yderst tvivlsomt, om selskaberne efter den gældende selskabslovgivning f.eks. kan vælge at transmittere generalforsamlingen og tillade, at aktionæren deltager og stemmer on-line. For det første synes generalforsamlingen ifølge aktieselskabsloven at være et lukket møde, hvilket som udgangspunkt forhindrer løsninger, hvor det bliver muligt for andre at kigge med.

En model med præsensgeneralforsamling, hvor aktionærer har mulighed for at deltage via internet og stemme uden en fuldmægtig som mellemled (direct voting), rejser det yderligere spørgsmål, om konceptet med en præsensgeneralforsamling kræver fysisk tilstedeværelse. Det synes at være den overvejende opfattelse i teorien.

Tager man skridtet fuldt ud og vil overgå til virtuelle generalforsamlinger, dvs. uden at der samtidig afholdes en fysisk generalforsamling, er det et yderligere spørgsmål, om §65 i aktieselskabsloven som fastslår, at en aktionær har ret til at møde på selskabets generalforsamling, hindrer, at man holder en virtuel generalforsamling. Den overvejende del af teorien antager, at §65 er til hinder for afholdelse af virtuelle generalforsamlinger.

Usikkerheden om mulighederne efter selskabslovgivningen er uacceptabel, og der bør skabes et klart retsgrundlag for anvendelse af IT. Dansk selskabslovgivning bør være på forkant med udviklingen og opstille effektive rammer for udøvelse af aktivt ejerskab, så danske selskaber kan ruste sig til kampen om den internationale kapital.

En helt ny generalforsamlingsmodel?
Et spørgsmål, som selvsagt presser sig på i debatten omkring aktivt ejerskab og generalforsamlingens rolle, er, om der er behov for en helt ny generalforsamlingsmodel. Man kan ved at udnytte informationsteknologien, jf. ovenfor, sikre, at generalforsamlingen kan fungere som et beslutningsforum, men det optimale vil nok være, at afstemningen først finder sted efter, at aktionærerne har haft mulighed for at analysere og måske yderligt diskutere den information, der kommer frem på generalforsamlingen.

Andre begrænsninger for aktivt ejerskab

Såfremt man ønsker at opfylde målsætningen om aktivt ejerskab, kan man ikke nøjes med at se på reglerne om afholdelse af generalforsamlingen. Det er nødvendigt at vurdere, om der er andre uhensigtsmæssige barrierer for en

styrkelse af aktionærdemokratiet. Udover problemet med blancofuldmagter, som er behandlet ovenfor, kan nævnes problemerne med at organisere stemmerne, samt hele spørgsmålet om A- og B-aktier. I det følgende skal disse problemstillinger kort skitseres, da det er relevant at debattere behovet for ændringer på dette område.

Selskabets åbenhed
Det er i dag stort set umuligt for småaktionærerne at organisere fælles holdninger til forskellige spørgsmål og dermed måske få reel indflydelse. Aktiebogen er ikke tilgængelig for aktionærerne, og der er heller ikke adgang til de ejerregistreringer, som findes i værdipapircentralen. Det betyder i praksis, at det ikke er muligt for minoritetsaktionærerne at gøre sig bekendt med aktionærkredsens sammensætning. Minoritetsaktionærerne har alene adgang til storaktionærfortegnelsen, hvori aktionærer skal lade sig notere, når aktiernes stemmeret udgør mindst 5 pct. af aktiekapitalens stemmerettigheder eller deres pålydende værdi udgør mindst 5 pct. af aktiekapitalen dog mindst 100.000 kr.

Spørgsmålet om adgangen til aktiebogen og åbenhed om ejerforholdene generelt har flere gange været oppe til debat. Problemstillingen er f.eks. behandlet i Debatoplægget om Aktivt ejerskab 1999 og i en rapport bestilt af Økonomiministeriet fra december 2000. Senest har debatten om åbenhed ført til fremsættelsen af lovforslag i 2001 om udvidelse af selskabsregister med ejeroplysninger. Lovforslaget har imidlertid ikke haft det sigte at skabe øgede muligheder for at organisere stemmerne. Forslaget har to grundlæggende formål, nemlig at bekæmpe økonomisk kriminalitet og at styrke aktiemarkedet ved hjælp af øget åbenhed og gennemsigtighed om selskabets ejerforhold. Som det anføres i bemærkningerne, er det af væsentlig betydning for alle selskabets interessegrupper at have aktuel viden om ejerforholdene i selskabet, specielt i de tilfælde, hvor der er tale om aktionærer eller anpartshavere eller grupperinger af aktionærer eller anpartshavere, der vil kunne øve væsentlig indflydelse på selskabets beslutninger. Det er derfor vigtigt, at der er åbenhed om de ejere, der må formodes at være aktive i selskabets beslutningsproces, og som samtidig har så stor en ejerandel, at deres indflydelse vil være af betydning.

De aktionærer, som ifølge forslaget skal lade sig registrere i et ejerregister, er stort set de samme, som i dag skal lade sig notere i storaktionærfortegnelsen, blot gælder minimumsgrænsen på 100.000 kr. ikke. Det bør diskuteres, om hensynet til aktionærdemokratiet medfører et behov for et generelt ejerregi-

ster. Sammenligner man med f.eks. Norge og Sverige, så har man her en helt anden tradition for åbenhed om ejerforholdene i børsnoterede selskaber. Der er adgang til aktiebogen og til registreringerne i værdipapircentralen. Samtidig anerkendes nominee registreringer ikke, selvom der er visse undtagelser for udenlandske aktionærer. Disse kan dog så ikke udnytte de forvaltningsmæssige beføjelser.

Selskaberne kan delvis afhjælpe de problemer, der knytter sig til den manglende adgang til aktiebogen m.v, f.eks. gennem etablering af *chat-rooms* på selskabets hjemmeside, hvor aktionærerne kan kommunikere indbyrdes. En sådan udnyttelse af informationsteknologien øger åbenheden om selskabets forhold og giver aktionærerne bedre mulighed for at udøve aktivt ejerskab. Erfaringer fra udlandet viser, at informationsteknologien i konkrete situationer har kunnet anvendes til at organisere stemmerne, selv uden selskabets medvirken.

A- og B-aktier

Et andet spørgsmål, der naturligt trænger sig på i relation til diskussionen om aktivt ejerskab, er den udbredte anvendelse af A- og B-aktier. Nørby-udvalgets anbefaling om, at der *ikke* i selskabets vedtægter indføres bestemmelser, der indeholder stemmedifferentiering, begrænser antallet af stemmer, den enkelte aktionær kan afgive, eller begrænser det antal aktier, den enkelte aktionær kan eje, har påny sat gang i diskussionen om hensigtsmæssigheden af A- og B-aktier.

A- og B-aktier gør det muligt for aktionærer med små aktiebesiddelser og dermed tilsvarende lille risiko at bevare indflydelsen i selskabet. Man kan derfor anføre, at stemmebegrænsninger medfører en uhensigtsmæssig kontrol- og risikoallokering. Dette synes umiddelbart i strid med god corporate governance, fordi det blandt andet fjerner incitamentetet og muligheden for at udøve aktivt ejerskab. Det er endvidere oplagt, at A- og B-aktier indebærer *en risiko* for, at A-aktionærerne vil bruge kontrollen til at maksimere deres egen nytte, måske på B-aktionærernes bekostning.

Her overfor kan anføres, at der er en lang tradition for, at selskaberne har udstrakt frihed til at sammensætte kapitalstrukturen, og en helt ny dansk undersøgelse foretaget af Casper Rose viser, at selskaber, der anvender A- og B-aktier, ikke *performer* dårligere end selskaber, der ikke anvender A- og B-aktier. Begrænser man adgangen til at anvende A- og B-aktier, kan dette måske føre til, at nogle selskaber vælger at begrænse væksten for at bevare kontrol-

len hos den eksisterende ejerkreds. Bevarelse af kontrollen vil ofte i familieselskaber være et helt centralt mål. Samtidig indskyder stifteren af selskabet ofte store personlige ressourcer i virksomheden, og bevarelse af kontrollen vil ofte være afgørende for det fortsatte incitament for dette og eneste mulighed for at beskytte denne investering af human kapital.

Endeligt er spørgsmålet, om markedet ikke er i stand til at regulere brugen af A- og B-aktier. Meget tyder på, at dette er tilfældet. Kim Jespersens undersøgelse viser, at når de institutionelle investorer forsøger at få selskabet til at fjerne stemmeretsbegrænsninger, så lykkes det i 2/3 af tilfældene. Desuden kan nævnes, at der i dag de facto ikke anvendes A- og B-aktier i nystartede selskaber.

Påstanden om, at A- og B-aktier hindrer et effektivt marked for *corporate control* (virksomhedsovertagelser), er ligeledes genstand for en vis uenighed. Kritikerne af påstanden anfører, at anvendelse af A- og B-aktier ikke i sig selv hindrer overtagelse. Det er alene et spørgsmål om kontrolpræmiens størrelse. Prisen for aktier afhænger jo blandt andet af, om der er tale om kontrolaktier eller stemmesvage B-aktier. Problemet i relation til effektiviteten af markedet for *corporate control* er måske i virkeligheden i højere grad reglerne om tilbudspligt, som medfører, at det ud fra en omkostningsmæssig betragtning er meget dyrt at overtage selskaber, jf. min artikel i Årsberetningen for 2000.

Det er svært at sige noget sikkert om, hvorvidt ulemperne forbundet med stemmeretsbegrænsninger overstiger fordelene eller ej. Emnet vil givet blive gjort til genstand for omfattende forskning i den kommende tid, og indtil der er mere sikre holdepunkter for det ene eller andet, bør man måske være tilbageholdende med at gribe ind i retten til at anvende A- og B-aktier. Dette synes også generelt at være resultatet af tidligere overvejelser f.eks. i forbindelse med 1992-ændringen af aktieselskabsloven og også direkte af Debatoplægget om Aktivt ejerskab fra 1999.

Konklusion

Det institutionelle ejerskab er med amerikanske institutionelle investorer i spidsen ved at skifte fra et passivt ejerskab, hvor man ikke deltog i beslutningsprocessen, men »stemte med fødderne«, til et langt mere aktivt ejerskab, hvor man deltager i beslutningsprocessen gennem deltagelse i general-

forsamlingen og/eller gennem en løbende dialog med porteføljeselskabets ledelse.

Det medfører et behov for, at aktivt ejerskab kan udøves effektivt, let og billigt. I lyset af internationaliseringen af ejerskabet er der behov for, at aktionærerne kan deltage i beslutningsprocessen *in absentia.* Noget der kun kan lade sig gøre på en effektiv og billig måde, såfremt man udnytter informationsteknologien.

Lovgivningen skal af hensyn til selskabernes behov for f.eks. at være konkurrencedygtige i kampen om udenlandske investorer være på forkant med udviklingen. Selskabslovgivningen skal skabe mulighed for aktivt ejerskab og må ikke hindre selskaberne i at udnytte informationsteknologien til at forbedre deres corporate governance system. Den gældende aktieselskabslov er på dette område endnu ikke i trit med corporate governance udviklingen og tendensen i retning af øget aktivt *institutionelt* og *internationalt* ejerskab. Der er derfor et presserende behov for, at loven tilpasses den teknologiske udvikling, så der skabes en klar hjemmel til, at selskaberne kan anvende IT, således som det i øjeblikket sker i mange lande, herunder Sverige.

Spørgsmålet er ikke, om selskabslovgivningen skal åbne mulighed for, at selskaberne, hvis de ønsker det, kan anvende IT i forbindelse med f.eks. generalforsamlingens afholdelse, men i stedet hvor vide rammer, der skal være. Med corporate governance som et konkurrenceparamenter i forhold til potentielle investorer, bør en fremtidig reform nok tillade on-line deltagelse på generalforsamlingerne. Derved vil dansk lovgivning lægge sig i spidsen for en global udvikling, som først så småt er gået i gang og bringe danske selskaber i en gunstig position. I den forbindelse kan der, som anført, også være behov for at overveje, om der er andre hindringer for aktivt ejerskab, som bør fjernes.

Det nordiske perspektiv i relation til værdipapir-markedet

af Fondsrådets sekretariat

Det internationale perspektiv er af afgørende betydning på værdipapirmarkedet – simpelthen på grund af den rivende udvikling, der i disse år finder sted på tværs af grænserne, og det er ikke alene i EU-regi, at der finder et tæt samarbejde sted.

På baggrund af den øgede integration af værdipapirmarkederne – ikke mindst i Europa – blev der i 1998 i regi af Nordisk Ministerråd nedsat en såkaldt »Nordisk Styregruppe«. Gruppen refererer til MR-Finans, dvs. Nordisk Ministerråd med deltagelse af de nordiske økonomi- og finansministre.

Styregruppen fik – sammen med fire undergrupper – til opgave at udarbejde en nordisk udredning af forudsætningerne for et øget samarbejde mellem de nordiske børser samt i muligt omfang mellem de nordiske og de baltiske børser. Dette resulterede i rapporten »Förütsättningar för ökat nordiskt og nordisk-baltiskt börssamarbete« fra 1999, der kan læses på Nordisk Ministerråds hjemmeside (http://www.norden.org). Rapporten analyserede spørgsmål i relation til information og selskabsret, markedsregulering, finality-direktivet samt Baltikum.

Det fremgik bl.a. af rapporten, at »et tættere samarbejde mellem de danske, svenske og norske værdipapircentraler må antages at indebære et samarbejde ikke blot om clearing og afvikling, men også om registrering. I denne forbindelse har det betydning, at der ikke er for store forskelle mellem de nationale lovgivninger om registrering«.

Ingen af undergrupperne havde imidlertid haft tid til at se nærmere på området for registrering af værdipapirer, men en senere analyse omkring clearing, afvikling og registrering på det nordiske værdipapirhandelsmarked viste, at der var behov for at se nærmere på dette område.

Styregruppen, der i mellemtiden havde fået status af en permanent styregruppe, nedsatte derfor i eftersommeren 2000 en ny arbejdsgruppe. Finanstilsynet har fungeret som formand og sekretariat for gruppen. Gruppen fik til opgave at afdække forskellene mellem lovgivningen i de nordiske lande på nogle nærmere afgrænsede områder: Registrering af værdipapirer, corporate actions (værdipapircentralernes administration af såkaldte »selskabsbestemte hændelser« som f.eks. forhøjelse/nedsættelse af kapital, stemmeret og periodiske betalinger m.v.) og skattemæssige forhold. På baggrund heraf skulle gruppen overveje mulighederne for en tilnærmelse af reglerne inden for Norden.

Arbejdsgruppen afleverede »Rapport om registrering af værdipapirer i de nordiske lande« til Styregruppen i september 2001, der kan læses på Nordisk Ministerråds hjemmeside (http://www.norden.org). Den samlede konklusion i rapporten var, at der ikke er forskelle mellem de nordiske regler om registrering af værdipapirer, der kan hindre udviklingen og funktionen af et effektivt nordisk værdipapirmarked. Rapporten fastslog imidlertid samtidig, at der for så vidt angår retsvirkningerne af registrering består enkelte forskelle, som man på længere sigt bør overveje at fjerne.

Det fremgik endvidere af rapporten, at det nordiske registreringssystem i sin opbygning afviger fra det system, der benyttes i resten af Europa. Udgangspunktet i de nordiske lande er det såkaldte »direct holding system«. Dette system indebærer, at kontohaver, dvs. den enkelte investor, normalt står som ejer af værdipapirer på »sin« konto. Der er i de nordiske lande to forskellige kontotyper: Den almindelige ejerkonto og forvalter-/nominee- kontoen.

I resten af Europa har man opbygget registreringssystemerne som såkaldte »indirect holding systems«. Dette system indebærer, at den enkelte kundes værdipapirer står på en konto, der tilhører en forvalter, f.eks. kundens pengeinstitut.

De såkaldte »forvalterkonti« eller »samlekonti« er også anvendt i alle de nordiske lande, og kontoførende institutter beliggende uden for Norden kan opnå medlemskab af de nordiske værdipapircentraler på samme vilkår som de kontoførende institutter hjemmehørende i de nordiske lande. På denne baggrund mente arbejdsgruppen, at de nordiske systemer er fuldt ud kompatible med de registreringssystemer, der anvendes i andre lande, dvs. at systemerne kan fungere sammen.

Alt i alt blev der ikke fundet anledning til at foreslå ændringer i de nordiske registreringssystemer.

Ministerrådet behandlede denne rapport i oktober 2001, og Styregruppen sendte efterfølgende rapporten i høring.

To af de emner, der var anført i arbejdsgruppens mandat – skattemæssige forhold og corporate actions – kunne ikke nå at blive behandlet inden for den givne tidsfrist. Disse to emner er derfor udskilt til behandling i en særskilt rapport, der skal foreligge i midten af 2002. Der vil herudover blive arbejdet videre med spørgsmålene omkring de omkostninger m.v., der er forbundet med registrering af værdipapirer, samt retsvirkningen af registrering.

Styregruppen blev oprindeligt nedsat for at koordinere arbejdet med rapporten »Förütsättningar för ökat nordiskt og nordisk-baltiskt börssamarbete«, men er nu som nævnt blevet en permanent styregruppe. Gruppens formål er nu at identificere barriererne for nordisk og nordisk-baltisk børssamarbejde generelt, ligesom gruppen – såfremt den måtte støde på sådanne barrierer – skal udarbejde forslag til fjernelse af disse. Gruppen vil endvidere se på forholdene i de nordiske lande i et EU-perspektiv.

Gruppen har samtidig kontakt til børsmyndighederne i Baltikum. Således blev der i november 2001 afholdt et seminar under overskriften »The future regulation of investment services in the EU«. Seminaret indeholdt bl.a. en workshop om »Recent Developments in the Field of Investment Services and Investor Protection in the Baltic Countries«. Samtlige nordiske samt baltiske lande deltog i dette arrangement.

Styregruppen mødes ca. 3 gange om året, og Danmark er repræsenteret ved Finanstilsynet og Danmarks Nationalbank.

På det nordiske område foregår ligeledes et samarbejde i den Nordiske Værdipapirmarkedsgruppe. Gruppen består af tilsynsmyndighederne i de nordiske lande, der i dette forum mødes én gang om året. På møderne drøftes udviklingen og lovgivningen på værdipapirhandelsområdet, ligesom der udveksles erfaringer på tilsynsområdet generelt.

Det internationale perspektiv i relation til værdipapirmarkedet

af Fondsrådets sekretariat

Den danske lovgivning på værdipapirområdet er stærkt forankret i en række internationale retningslinier og regler på området. På globalt plan udstikker The International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) retningslinier og anbefalinger for regulering af værdipapirmarkeder og aktørerne på markedet, mens EU bl.a. med baggrund i disse udarbejder direktiver, der er bindende for medlemslandene med henblik på at styrke det indre marked på værdipapirområdet.

IOSCO

IOSCO (http://www.iosco.org) er en verdensomspændende organisation, hvis medlemmer primært er nationale værdipapirtilsynsmyndigheder. IOSCO har ca. 100 egentlige medlemmer samt en række associerede medlemmer. Danmark er repræsenteret af Finanstilsynet.

IOSCO har en generel målsætning om at arbejde for effektive og velfungerende værdipapirmarkeder. Dette sker såvel gennem udveksling af erfaringer og informationer, som ved at IOSCO udarbejder retningslinier (standarder) og anbefalinger for reguleringen af og tilsynet med international værdipapirhandel.

I 1998 udarbejdede IOSCO en række overordnede standarder omkring mål og principper for regulering af værdipapirer og værdipapirmarkeder. Herudover har organisationen udarbejdet en række mere målrettede standarder, hvoraf særligt kan nævnes »Recommendations for Security Settlement Systems«, »Recommendations for Public Disclosure of Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities Firms« og »International Disclosure Standards for Cross-Borders Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers«.

IOSCO blander sig principielt ikke i, hvorledes de udstukne standarder gennemføres i medlemslandene, omend der gives retningslinier i forskellig grad. I de seneste år har den Internationale Monetære Fond og Verdensbanken imidlertid foretaget en række vurderinger af, om deres medlemmer overholder internationale standarder på det finansielle område. I disse vurderinger indgår også overholdelsen af IOSCO's standarder.

Desuden gennemfører de enkelte medlemmer efter krav fra IOSCO en selvevaluering af, hvorvidt de udarbejdede standarder overholdes.

EU – Det indre marked på værdipapirområdet

På det europæiske plan har gennemførelsen af et indre marked på det finansielle område de seneste år haft skærpet politisk bevågenhed, og i 1999 vedtog det Europæiske Råd og Kommissionen en finansiel handlingsplan[3] (http://www.europa.eu.int/comm/internal market), hvorefter en række nærmere angivne tiltag bl.a. på værdipapirområdet skal være vedtaget på europæisk plan senest den 31. december 2003 og gennemført i medlemslandene to år senere.

Fem hovedområder er særlig fremhævet:

- Den resterende fragmentering på kapitalmarkederne skal fjernes, så omkostningerne i forbindelse med at rejse kapital på EU-markederne reduceres.
- Brugerne og udbyderne af finansielle tjenesteydelser skal frit kunne udnytte de forretningsmæssige muligheder, et finansielt enhedsmarked frembyder, og samtidig nyde et højt forbrugerbeskyttelsesniveau.
- En tættere koordinering mellem tilsynsmyndighederne tilskyndes.
- Der bør etableres en integreret infrastruktur på EU-plan til støtte for transaktionerne på det finansielle detail- og engrosmarked.
- EU skal have et lovgivningsapparat, der skal leve op til nye reguleringsmæssige udfordringer.

Som det fremgår af ovenstående hovedpunkter, omfatter handlingsplanen målsætninger om såvel egentlige lovgivningsmæssige tiltag (nye direktiver

3 Meddelelse fra Kommissionen (KOM(1999)232) af 11. maj 1999; Finansielle Tjenesteydelser: Etablering af en ramme for de finansielle markeder: En handlingsplan.

og revision af eksisterende direktiver) som en strukturel ændring af selve lovgivningsprocessen.

Aktuelle og kommende direktivforslag

På værdipapirområdet påregnes målsætningerne fra den finansielle handlingsplan i første omgang opfyldt gennem fem nye direktivforslag (http://www.europa.eu.int/eur-lex). Dele af de kommende direktiver vil imidlertid være underlagt en for området ny procedure (se nedenfor), hvorefter direktiverne efterfølgende løbende vil blive tilpasset udviklingen på markederne.

Direktivet om insiderhandel og kursmanipulation

Direktivets formål er at indføre fælles regler for bekæmpelse af markedsmanipulation, dvs. insiderhandel og kursmanipulation. Da lovgivningen om insiderhandel og kursmanipulation har samme sigte, ønsker man med ét fælles direktiv at sikre, at de to former for markedsmanipulation behandles ens både i det enkelte land og landene imellem. I direktivet findes såvel definitioner af markedsmanipulation som pålæg om, at landene sikrer sig, at der findes effektive sanktionsmuligheder overfor aktører, der udøver markedsmanipulation.

Direktivet var ifølge den oprindelige handlingsplan planlagt til at blive vedtaget i 2003. På baggrund af terroraktionerne i september 2001 er direktivforhandlingerne som et led i Ministerrådets terrorbekæmpelsesforanstaltninger blevet væsentligt fremskyndet, og direktivet forventes nu vedtaget allerede i løbet af 2002.

Direktivet om løbende oplysningsforpligtigelser (regular reporting)

Kommissionen forventes at fremsætte et direktivforslag i sommeren 2002 om oplysningsforpligtelser for udstedere af værdipapirer på regulerede markeder og aktionærer.

Direktivet vil være en modernisering og udvidelse af allerede eksisterende regler om, hvilke oplysninger udstedere af værdipapirer og aktionærer skal

give til offentligheden. Det drejer sig hovedsagelig om storaktionærreglerne og kravet om offentliggørelse af periodiske regnskabsrapporter. Herudover forventes reglerne udvidet til at gælde for værdipapirer optaget til handel på alle regulerede markeder (som defineret i og om investeringsservicedirektivet) i modsætning til i dag, hvor reglerne kun gælder for værdipapirer optaget til notering på en fondsbørs.

Direktivet om prospekter

Forslaget har til formål at skabe ensartede rammer for at rejse kapital inden for EU og på denne måde sænke omkostningerne ved kapitalfremskaffelse på tværs af EU's indre grænser.

Hovedprincipperne bag det foreslåede direktiv er en standardisering af selve prospektets udformning og godkendelsesprocedure kombineret med en gensidig anerkendelse af godkendte prospekter, således at ansvaret for overholdelsen af direktivets krav samles hos myndighederne i det land, hvor den enkelte udsteder er hjemhørende. Direktivet omfatter både børsnoterede og ikke-børsnoterede selskaber.

Direktivet forventes vedtaget i 2003.

Direktivet om investeringsservice

Forslag til et nyt opdateret direktiv forventes fremsat i andet halvår af 2002 og vil ligesom direktivet om oplysningsforpligtelser være en modernisering og udvidelse af de allerede eksisterende regler.

Udover at forslaget forventes at lægge op til en egentlig tættere regulering af værdipapirområdet på europæisk plan, vil anvendelsesområdet blive udvidet. De vigtigste nye områder, der forventes inddraget under direktivets anvendelsesområde, er handel med flere typer derivater og regulering af driften af organiserede markeder, herunder børser.

Overtagelsesdirektivet

Europa-Parlamentet afviste i juli 2001 det tidligere direktivforslag om overtagelsestilbud, som derved bortfaldt. Kommissionen har efterfølgende bebu-

det, at den vil fremsætte et »erstatningsforslag«. Kommissionen har i denne forbindelse udpeget en gruppe bestående af 7 selskabsretseksperter, som har udarbejdet oplæg til et nyt direktivforslag.

Det er endnu uvist, hvilket konkret indhold direktivet vil få, men den overordnede hensigt med direktivet er at regulere ledelsens rettigheder og pligter i det selskab, der overtages, og aktionærerne i dette selskabs rettigheder.

Det nye direktivforslag forventes fremsat i sommeren 2002.

Som det fremgår, er der en del EU-regler, der skal ændres. Det vil derfor kræve et intensivt forhandlingsforløb samt en grundliggende politisk velvilje, såfremt de udstukne rammer, herunder de tidsmæssige, i den finansielle handlingsplan skal kunne overholdes på dette område.

Ny procedure for en mere effektiv regulering af værdipapirmarkederne i EU

Et problem i forhold til EU's lovgivningsproces, selv efter at man i 1987 overgik til at vedtage direktiver på det finansielle område med kvalificeret flertal, har været, at selv meget tekniske regler skulle færdigforhandles, før et direktiv kunne vedtages. Skulle sådanne tekniske regler senere ændres eller ajourføres, nødvendiggjorde proceduren nye direktivforhandlinger, der udover i sig selv at være langsommelig ofte resulterede i en fornyet diskussion af allerede opnåede kompromiser.

På baggrund af denne træghed i lovgivningsprocessen nedsatte Ministerrådet i juli 2000 en hurtigtarbejdende komité ledet af tidligere direktør for det Europæiske Monetære Institut Baron Alexander Lamfalussy. Komiteen fik til opgave at komme med forslag til en smidiggørelse af processen.

På baggrund af komiteens endelige rapport fra februar 2001 vedtog Ministerrådet i marts 2001, at en række mere tekniske regler skal kunne ændres gennem den såkaldte komitologiprocedure[4]. Proceduren betyder, at Kommissionen efter at have rådført sig med et udvalg af repræsentanter fra medlemslandene (Værdipapirmarkedsudvalget), kan forelægge ændringsforslag direkte for Ministerrådet og Europa-Parlamentet, der vedtager eller forkaster æn-

4 Jf. Rådets afgørelse den 28. juni 1999 om fastsættelse af de nærmere vilkår for udøvelsen af de gennemførelsesbeføjelser, der tillægges Kommissionen (1999/468/EF).

dringsforslaget. Kommissionens bemyndigelse fastlægges specifikt af Ministerrådet og Europa-Parlamentet i hvert enkelt direktiv.

CESR

I forbindelse med etableringen af komitologiproceduren til værdipapirområdet oprettede man i september 2001 Committee of European Securities Regulators (CESR) http://www.europefesco.org, som skal fungere som rådgivende udvalg for Værdipapirmarkedsudvalget og Kommissionen i forbindelse med udarbejdelsen af tekniske regler, der i de finansielle direktiver er henlagt til komitologiprocedure.

Medlemmerne af CESR er højtstående embedsmænd fra de europæiske værdipapirtilsynsmyndigheder – fra Danmark Finanstilsynet. I forbindelse med rådgivningen af Kommissionen er det tanken, at der kan nedsættes underudvalg af eksperter fra disse myndigheder.

Udover at bistå og rådgive Kommissionen i forbindelse med komitologiproceduren skal CESR bistå med implementeringen af direktiverne. Desuden videreführer CESR det arbejde, der tidligere blev udført af Forum for European Securities Commissions (FESCO). På denne baggrund er CESR organisatorisk og økonomisk uafhængig af andre EU institutioner og har udarbejdet et eget charter, hvori man fastsætter arbejdsform etc.

I sin egenskab af FESCO's afløser vil CESR også på eget initiativ kunne udstede supplerende standarder og koordinere udførelsen af tilsyn inden for EU.

Betydning for den danske værdipapirlovgivning

Den Finansielle Handlingsplan og den medfølgende række af nye og ændrede direktiver må forventes på mellemlang sigt at medføre en del ændringer af den danske lovgivning på værdipapirområdet.

Udvidelsen af komitologiproceduren til også at gælde for værdipapirområdet ventes i sig selv kun at få marginal indflydelse på den hjemlige lovgivningsproces. Hvor gennemførelsen af EU-regler før er sket i klumper i takt med vedtagelsen af direktiver, må det fremover forventes, at man som følge af komitologiproceduren vil få en mere lind strøm af regler af teknisk karakter, der skal gennemføres i dansk lovgivning.

Fondsrådets opgaver, sammensætning, sekretariat m.v.

Fondsrådet er nedsat i henhold til lov nr. 1072 af 20. december 1995 om værdipapirhandel m.v. med senere ændringer, jf. bekendtgørelse nr. 168 af 14. marts 2001 af lov om værdipapirhandel m.v.

Den nærmere afgrænsning af Fondsrådets virke er fastlagt i bekendtgørelse nr. 833 af 23. oktober 1997 om forretningsorden for Fondsrådet.

Forretningsordenen er i henhold til lovens § 83, stk. 5, godkendt af økonomi- og erhvervsministeren.

Fondsrådets opgaver

Fondsrådets overordnede opgave er at virke for et dansk værdipapirmarked, der lever op til internationale standarder, og som fungerer så effektivt, gennemskueligt og konkurrencedygtigt, at det er attraktivt for udstedere, investorer og værdipapirhandlere.

Markedstilsyn

Fondsrådet skal gennem sit markedstilsyn virke for en fair prisdannelse på danske børsnoterede værdipapirer. Formålet er at sikre effektive finansieringsmuligheder for danske udstedere af værdipapirer og skabe bedst mulig sikkerhed og gennemsigtighed for investorerne.

Fondsrådet fører sit tilsyn i tæt og løbende samspil med værdipapirmarkedets aktører.

Myndighed

Fondsrådet er en myndighed, der har kompetence til at udstede regler inden for sit arbejdsområde. De områder, hvor Fondsrådet har fået fastsat en kompetence i lov om værdipapirhandel m.v., er gengivet i Fondsrådets forretningsorden.

Endvidere fungerer Fondsrådet som anmeldelsesmyndighed, idet en række regler udstedt af fondsbørser, autoriserede markedspladser og clearingcentraler i henhold til loven skal anmeldes til Fondsrådet.

Fondsrådet kan pålægge disse virksomheder at ændre eller fastsætte supplerende regler for de regelsæt, virksomhederne har udstedt og anmeldt til Fondsrådet.

Afgørelses- og ankeinstans

Fondsrådet afgør konkrete sager omfattet af visse bestemmelser i lov om værdipapirhandel m.v. samt af de bekendtgørelser, som Fondsrådet har udstedt. Fondsrådet er endvidere ankeinstans i sager om beslutninger af vidtrækkende og principiel betydning truffet af fondsbørser, autoriserede markedspladser, clearingcentraler og værdipapircentraler.

Fondsrådets medlemmer

Fondsrådet består af 11 medlemmer med indsigt i økonomi, jura og værdipapirmarkedet.

Økonomi- og erhvervsministeren udnævner formanden og næstformanden, der skal repræsentere generelle samfundsmæssige interesser. Formanden skal have økonomisk-erhvervsmæssig sagkundskab, mens næstformanden skal have juridisk-erhvervsmæssig sagkundskab.

De øvrige medlemmer samt suppleanterne for dem udnævnes af økonomi- og erhvervsministeren efter indstilling fra en række organisationer.

Danmarks Nationalbank indstiller således ét medlem. Forsikring & Pension og Foreningen af Firma-pensionskasser indstiller to medlemmer i fællesskab. ATP og LD indstiller ét medlem i fællesskab. Børsmæglerforeningen indstil-

ler to medlemmer. Finansrådet og InvesteringsForeningsRådet indstiller ét medlem i fællesskab. Realkreditrådet indstiller ét medlem, og Dansk Industri, Danmarks Rederiforening og Det Danske Handelskammer indstiller ét medlem i fællesskab.

Medlemmerne udnævnes for indtil 4 år af gangen.

Fondsrådets sammensætning i 2001:

Direktør Erik Bonnerup (formand)

Professor cand.jur. Mette Neville (næstformand)

Adm. direktør Erik Behn
Suppleant: Adm. direktør Kurt Anker Nielsen
(*Indstillet af Dansk Industri, Danmarks Rederiforening og Det Danske Handelskammer i fællesskab)*

Porteføljemanager Elisabeth Bruus Rasmussen
Suppleant: Fondschef Birthe Werner
(*Indstillet af ATP og LD i fællesskab)*

Direktør Niels Roth
Suppleant: Vicedirektør Kaj Østergaard Mortensen
(Indstillet af Børsmæglerforeningen)

Bankdirektør Peter Lybecker
Suppleant: Underdirektør Frank Fryd Petersen
(Indstillet af Børsmæglerforeningen)

Chefjurist Erik Sevaldsen (indtrådt 2/4 2001)
Bankdirektør Karsten S. Knudsen (udtrådt 2/4 2001)
Suppleant: Direktør Jan Kondrup
(Indstillet af Finansrådet og InvesteringsForeningsRådet i fællesskab)

Direktør Bent Fjord (indtrådt 26/4 2001)
Adm. direktør Sven Holm (udtrådt 26/4 2001)
Suppleant: Vicedirektør Bjarne Dyreborg-Carlsen (indtrådt 26/4 2001)
Suppleant: Direktør Kjelde Mors (udtrådt 26/4 2001)
(Indstillet af Realkreditrådet)

Kontorchef Jens Lundager (indtrådt 16/7 2001)
Nationalbankdirektør Jens Thomsen (udtrådt 16/7 2001)
Suppleant: Prokurist Suzanne Hyldahl (indtrådt 6/7 2001)
Suppleant: Kontorchef Ove Steen Jensen (udtrådt 6/7 2001)
(Indstillet af Danmarks Nationalbank)

Direktør Erik Adolphsen
Suppleant: Direktør Knud Nissen
(Indstillet af Forsikring & Pension og Foreningen af Firmapensionskasser i fællesskab)

Direktør Poul Almlund
Suppleant: Fondsdirektør Hasse Jørgensen (indtrådt 29/6 2001)
Suppleant: Direktør Lars Steen Hansen (udtrådt 29/6 2001)
(Indstillet af Forsikring & Pension og Foreningen af Firmapensionskasser i fællesskab)

Sekretariat

Finanstilsynet fungerer som sekretariat for Fondsrådet.

Sekretariatet udfører de daglige opgaver for Fondsrådet og forelægger de sager, som Fondsrådet skal behandle. Som sekretariat påhviler det Finanstilsynet at tilrettelægge Fondsrådets månedlige møder og udføre de beslutninger, rådet træffer.

Fondsrådet har mange forskelligartede sagstyper, hvoraf nogle er mere komplicerede end andre og derfor kræver en større grad af behandling. Ukomplicerede sagstyper kan afgøres uden større ressourceforbrug og som regel behandles de hurtigt. Visse sager skal på grund af deres karakter afgøres her og nu og kræver derfor en øjeblikkelig behandling. Det kan f.eks. være dispensationssager. I sådanne tilfælde vil Fondsrådet som oftest blive indkaldt til et ekstraordinært møde for at tage stilling til sagen.

Fondsrådet kan efter sin forretningsorden bemyndige sekretariatet til selvstændigt at varetage nogle af Fondsrådets opgaver. Dette har Fondsrådet gjort, idet rådet har bemyndiget sekretariatet til selvstændigt at behandle forskellige sagstyper inden for de fleste sagsområder, som hører under Fondsrådets kompetence. Fondsrådet orienteres altid efterfølgende om sager, som sekretariatet har afgjort.

Endelig forestår sekretariatet Fondsrådets forhandlinger med og kontakt til andre offentlige myndigheder, organisationer, finansielle virksomheder under tilsyn og private.

Internationale forhold

Finanstilsynet varetager det internationale samarbejde inden for Fondsrådets arbejdsområde.

Det internationale og nordiske samarbejde, der pågår i øjeblikket, er beskrevet nærmere i to artikler i denne beretning, s. 40 og s. 43.

Bilag 1

Prospekter ved første offentlige udbud af visse værdipapirer forelagt Fondsrådet i år 2001

ID Application International A/S
Skive Idræts Klub Elite A/S
Generationsskifte & Vækst A/S
Dansk Landbrugs Realkreditfond A/S
Refshaleøens Ejendomsselskab A/S
Nuna Minerals A/S (2 stk.)
Interface Biotech A/S
Digital Audio Denmark A/S
P/F Salmon Proteins
DPL Invest A/S
Capitals A/S
Bridge Ventures Fund III A/S
UBS Global Alpha Index Certificates
Sonera Corporation
D. Carnegie & CoAB

Prospekter, som Fondsrådet tidligere har godkendt, fremgår af Fondsrådets øvrige årsberetninger.

Bilag 2

Fondsrådets bekendtgørelser m.v.

Fondsrådets bekendtgørelse nr. 1207 af 15. december 2000 (tidligere bekendtgørelse nr. 329 af 23. april 1996, bekendtgørelse nr. 782 af 27. august 1996 og bekendtgørelse nr. 229 af 20. april 1998) om prospekter ved første offentlige udbud af visse værdipapirer.

Fondsrådets bekendtgørelse nr. 330 af 23. april 1996 om kravene til det prospekt, der skal offentliggøres, inden værdipapirer kan optages til notering på en fondsbørs.

Fondsrådets bekendtgørelse nr. 331 af 23. april 1996 om betingelserne for optagelse til notering af værdipapirer på en fondsbørs.

Fondsrådets bekendtgørelse nr. 414 af 21. maj 2001 (tidligere bekendtgørelse nr. 332 af 23. april 1996, bekendtgørelse nr. 783 af 27. august 1996, bekendtgørelse nr. 238 af 20. april 1998 og bekendtgørelse nr. 429 af 8. juni 1999) om indberetning af handler med værdipapirer, der er noteret på en fondsbørs m.v.

Fondsrådets bekendtgørelse nr. 827 af 10. november 1999 (tidligere bekendtgørelse nr. 333 af 23. april 1996 om aktionærers oplysningsforpligtelser samt om tilbudspligt, når en aktionær erhverver flertallet af stemmerettighederne eller bestemmende indflydelse i et børsnoteret selskab) om tilbudspligt, om frivillige overtagelsestilbud samt om aktionærers oplysningsforpligtelser.

Fondsrådets bekendtgørelse nr. 833 af 23. oktober 1997 (tidligere bekendtgørelse nr. 254 af 28. marts 1996) om forretningsorden for Fondsrådet.

Fondsrådets bekendtgørelse nr. 429 af 28. maj 2001 om god værdipapirhandelsskik ved handel med visse værdipapirer.

Fondsrådets vejledning af 17. september 2001 til bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik ved handel med visse værdipapirer.

———————0———————

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har i medfør af lov om værdipapirhandel m.v. fastsat bekendtgørelse nr. 386 af 24. maj 2000 om opgørelse af, meddelelse om og offentliggørelse af betydelige andele i selskaber, der har aktier optaget til notering på en fondsbørs eller aktier optaget til handel på en autoriseret markedsplads (tidligere bekendtgørelse nr. 328 af 22. april 1996).

Bilag 3

Kildefortegnelse til artiklen »Kampen om den internationale kapital – nye udfordringer til selskabslovgivningen« af Fondsrådets næstformand professor Mette Neville.

Rapporter, codes mv.

Debatoplæg om Aktivt ejerskab, 1999, (Erhvervsministeriet, Finansministeriet, Skatteministeriet, Økonomiministeriet)

Engsig Sørensen & Jul Clausen: Ekspertundersøgelse vedr. åbenhed om aktiebesiddelser, 2000 (Økonomiministeriet)

Institutional Investment in the United Kingdom: A Review, marts 2001

Nørby-udvalget: Rapporten om Corporate Governance i Danmark, 2001

OECD´s Principles on Corporate Governance

*SOU 2001:*1 Ny Aktiebolagslag (Sverige)

Bøger

Baums & Wymeersch (eds): Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States

Brancato: Institutional Investors and Corporate Governance, 1997

Dimsdale & Prevezer (eds) Capital Markets and Corporate Governance, 1994

Keasey, Thompson, Wright (eds): Corporate Governance – Economic, Management and Financial Issues, eds., 1997

Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 2000

Krüger Andersen & Jul Clausen: Børsretten, 2000

Monks & Minow: Corporate Governance, 2. udg., 2001

Newman (eds): The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law, vol 3 (1998)

Noack/Spindler: Unternehmensrecht und Internet – Neue Medien im Aktien-, Börsen-, Steuer-, und Arbeitsrecht, 2001

Parkinson, Gamble & Gavin Kelly (eds): The Politican Economy of the Company, 2000

Porter: Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry, 1992

Ramsay & Stapleton & Fong: Istitutional Investors Views on Corporate Governance, 1998

Stapleton: Institutional Investors and Corporate Governance, 1996

Artikler
Brancato i Delaware Journal of Corporate Law, vol 25 (2000)
Friis Hansen Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2001:1
Habersack i ZHR 165 (2001)
Gilson & Kraakman i Stanford Law Review 43 (1991)
Holland i Journal of Business Law 1996
Krüger Andersen i Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2001:1
Lando i Nationaløkonomisk Tidsskrift 129 (1991)
Lando: Discussion Paper 93-01 »The Dual Class Share System and the Allocation of Control over Time«, Institute of Economics, University of Copenhagen 1993
Lau Hansen i Ugeskrift for Retsvæsen 2000B 143
Neville i Fondsrådets årsberetning, 2000.
Neville i European Business Organization Law Review (udkommer ca. juni 2002)
Neville i Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 2002:1
Neville i Nordisk Tidsskrift for Selsabsret 2002:2 (endnu ikke udkommet)
Noack i Zeitschrift für Internationales Privatrecht 2001
Ramsey/Stapleton/Fong i Company and Securities Law Journal vol. 18 (2000)
Schans Christensen i Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2001:3
Skog i Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2000:1
Spindler ZGR 2000
Stapleton i Company and Securities Law Jornal, vol. 18 (2000)

Undersøgelser mv.
Jespersen, Kim: »Pensionssektoren og aktivt ejerskab i Danmark«, hovedopgave ved Handelshøjskolen i Århus 2001
Nesbitt 1995 – en undersøgelse af 42 selskaber, som CalPERS havde investeret i.
Smith, Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS, Journal of Finance, vol 51, (1996)
Casper Rose: Impact of Investor Meetings/Presentations on Share Prices, Insider Trading and Securities Regulation. (www.cbs.dk/departments/finance/publikationer/publikationerdk.shtml)
Casper Rose: Corporate Financial Performance and the Use of Takeover Defenses. (www.cbs.dk/departments/finance/publikationer/publikationerdk.shtml)