

# Børsreform – i dansk og internationalt perspektiv

Kåre B. Dullum

Gudme Raaschou

*SUMMARY: A Stock Exchange reform bill in Denmark has been introduced in the Danish parliament. Many of its recommendations reflect changes which are being considered in other countries. The developments in the USA and UK show that new stock markets successfully compete with the established stock exchanges. A stock exchange reform in Denmark must recognize that competitive forces are at work in the international capital markets, which will impact on the Copenhagen Stock Exchange. It is therefore important that changes on the Copenhagen Stock Exchange take into view the changes planned in London. London is likely to remain the capital market center of EEC as well as of Europe.*

---

## **Indledning**

Den 29. januar 1986 fremlagde industriministeren det længe ventede forslag til lov om Københavns Fondsbørs.

Børsforslaget indeholder nogle konkrete tiltag og afstikker nogle rammer for Fondsbørsens fremtidige virke. Men en meget stor del af reformen er det overladt til en kommende fondsbørsbestyrelse at udforme. Alene af den grund er en fortsat debat om børsreformen både hensigtsmæssig og nødvendig.

I forbindelse med forslagens udarbejdelse har man søgt at tilgodese forskellige interesser.

I denne artikel vil vi ikke forsøge at vurdere børsreformforslaget i forhold til eventuelle interessegruppemodsætninger.

Derimod vil vi forsøge at beskrive og vurdere børsreformforslaget i forhold til to forskellige opfattelser af en dansk fondsbørs.

I forenklet form kan de to opfattelser beskrives som følger:

# Børsreform – i dansk og internationalt perspektiv

Kåre B. Dullum

Gudme Raaschou

*SUMMARY: A Stock Exchange reform bill in Denmark has been introduced in the Danish parliament. Many of its recommendations reflect changes which are being considered in other countries. The developments in the USA and UK show that new stock markets successfully compete with the established stock exchanges. A stock exchange reform in Denmark must recognize that competitive forces are at work in the international capital markets, which will impact on the Copenhagen Stock Exchange. It is therefore important that changes on the Copenhagen Stock Exchange take into view the changes planned in London. London is likely to remain the capital market center of EEC as well as of Europe.*

---

## **Indledning**

Den 29. januar 1986 fremlagde industriministeren det længe ventede forslag til lov om Københavns Fondsbørs.

Børsforslaget indeholder nogle konkrete tiltag og afstikker nogle rammer for Fondsbørsens fremtidige virke. Men en meget stor del af reformen er det overladt til en kommende fondsbørsbestyrelse at udforme. Alene af den grund er en fortsat debat om børsreformen både hensigtsmæssig og nødvendig.

I forbindelse med forslagens udarbejdelse har man søgt at tilgodese forskellige interesser.

I denne artikel vil vi ikke forsøge at vurdere børsreformforslaget i forhold til eventuelle interessegruppemodsætninger.

Derimod vil vi forsøge at beskrive og vurdere børsreformforslaget i forhold til to forskellige opfattelser af en dansk fondsbørs.

I forenklet form kan de to opfattelser beskrives som følger:

*En dansk fondsbørs: Opfattelse 1*

En dansk fondsbørs kan anskues som et administrativt system, der tillægges monopol i Danmark på handel med værdipapirer.

I princippet kan dette system i administrativ henseende anskues som en pendant til eksempelvis et valutahandelssystem, eller et arbejdsanvisningssystem.

Systemet vil omfatte et regelsæt, nogle administrative procedurer og udstrakt brug af EDB.

*En dansk fondsbørs: Opfattelse 2*

En dansk fondsbørs kan anskues som en markedsplads for handel med værdipapirer, hvortil sælgere og købere søger i det omfang markedet yder den bedste service i forhold til prisen. I et land med frie kapitalbevægelser overfor udlandet vil handel med værdipapirer – nyudstedelse af værdipapirer, såvel som handel med cirkulerende værdipapirer – bevæge sig i retning af det marked, som frembyder størst fordele for købere og sælgere. En dansk fondsbørs konkurrerer derfor med enhver anden markedsplads i ind- og udland for handel med værdipapirer. Regelsæt, administrative procedurer og brug af EDB skal etableres ud fra en sælger/køber benefitcost vurdering, fordi en markedsplads kun kan eksistere og overleve på kundernes præmisser.

Disse to opfattelser genfindes ikke nødvendigvis hos nogen enkeltpersoner i den forenkede form, hvori de her beskrives. Men de udgør »krykkevariable« til forståelse af debatten i Danmark om børsreformen, især når denne anskues i et internationalt perspektiv.

**Nogle træk af børsudviklingen i USA, i UK og i EEC**

I dette afsnit vises, hvordan forskellige børssystemer i USA konkurrerer om markedet og flytter markedsandele mellem de to vigtigste fondsbørser.

Endvidere redegøres for, hvordan konkurrencen mellem finansverdenen i USA og UK intensiveres. Endelig påpeges det, at der i Europa ved siden af Eurobondmarkedet er ved at udvikle sig et Euro-equitymarked, som kan påføre fondsbørserne i både New York og London og alle andre fondsbørser en betydelig konkurrence.

*USA*

Der er tre børser i USA, NYSE (New York Stock Exchange), AMEX (American Stock Exchange) og NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation) samt et antal regionale fondsbørser.

Principielt er det to børssystemer, der konkurrerer, NYSE og NASDAQ. AMEX og de regionale børser kan i denne sammenhæng anskues som 2. og 3. divisionsudgaver af NYSE og NASDAQ.

*Tabel 1. Share Volume/Number of Companies NASDAQ, NYSE, AMEX  
Comparison Chart 1975-1985*

	NASDAQ	NYSE	AMEX
1975	1,390,412,000 2,467	4,693,427,000 1,557	540,934,000 1,215
1976	1,683,933,000 2,495	5,360,116,000 1,576	648,297,000 1,161
1977	1,932,100,000 2,456	5,273,767,000 1,575	653,129,000 1,098
1978	2,762,499,000 2,475	7,205,059,000 1,581	988,559,000 1,004
1979	3,651,214,000 2,543	8,155,914,000 1,565	1,100,264,000 931
1980	6,691,631,000 2,894	11,352,294,000 1,570	1,626,073,000 892
1981	7,823,410,000 3,353	11,853,741,000 1,565	1,343,400,000 867
1982	8,432,275,000 3,264	16,458,037,000 1,526	1,337,725,000 834
1983	15,908,547,000 3,901	21,589,577,000 1,550	2,080,922,000 822
1984	15,158,823,000 4,097	23,071,031,000 1,543	1,545,010,000 792
1985*	9,950,420,000 4,112	13,472,444,000 1,541	1,039,868,000 784
Percentage Increase in Volume 1975 - 1984	990 %	392 %	186 %
Percentage Change in Number of Companies 1975 - 1984	66 %	- 1 %	- 35 %
Actual Volume Increase / Decrease 1st Half 1984 / 1st Half 1985	+ 2,514,832,000	+ 2,006,987,000	+ 287,962,000
Number Increase / Decrease in Number of Companies 1st Half 1984 / 1st Half 1985	+ 29	- 9	- 25

Note: Share Volume Rounded to Thousands.

\* Through June 28, 1985.

NYSE er den traditionsrige børs i New York City, som har set 1929-krakket, genrejsningen i 1930'erne, 2. verdenskrig, Koreakrig, Oliekriser og Reaganomics.

På NYSE's børs gulv sidder »the specialists«, som hver håndterer 8-12 forskellige virksomheders aktier. Al børshandel går gennem disse »specialists«, og deres sæder på NYSE sælges og købes for millionbeløb. NYSE fungerer som en erhvervs virksomhed og den har opbygget et imponerende selvregulerende system. Ethvert usædvanligt kursforløb udløser en børsundersøgelse.

Fondsbørsens bestyrelse er alene ansvarlig for Fondsbørsens virke for dens kunder, d.v.s. for købere og sælgere af værdipapirer.

NASDAQ er en relativ nykomling. Dens hovedkvarter ligger i Washington, D.C. og den har ingen børssal. Men den har et veludviklet informationssystem.

Grundideen bag NASDAQ er, at der er et behov for en fondsbørs, der udnytter elektronik og børshandelsekspertise optimalt.

NASDAQ besidder et landsdækkende EDB-system til udbredelse af information om indgåede handeler og interessen for at købe og sælge de på NASDAQ noterede aktier.

Mæglerne bliver ved hjælp af NASDAQ landsdækkende og uafhængige af tidszoner, der er et problem i så stort et land som USA.

Et værdipapir noteres ikke samtidig på NASDAQ og på NYSE, det er et enten/eller. Et særpræg ved NASDAQ er Market Makers. I NASDAQ-systemet kan børs mægler virksomheder melde sig som købere/sælgere til givne købs-/salgspriser, som er Market Maker-funktionen.

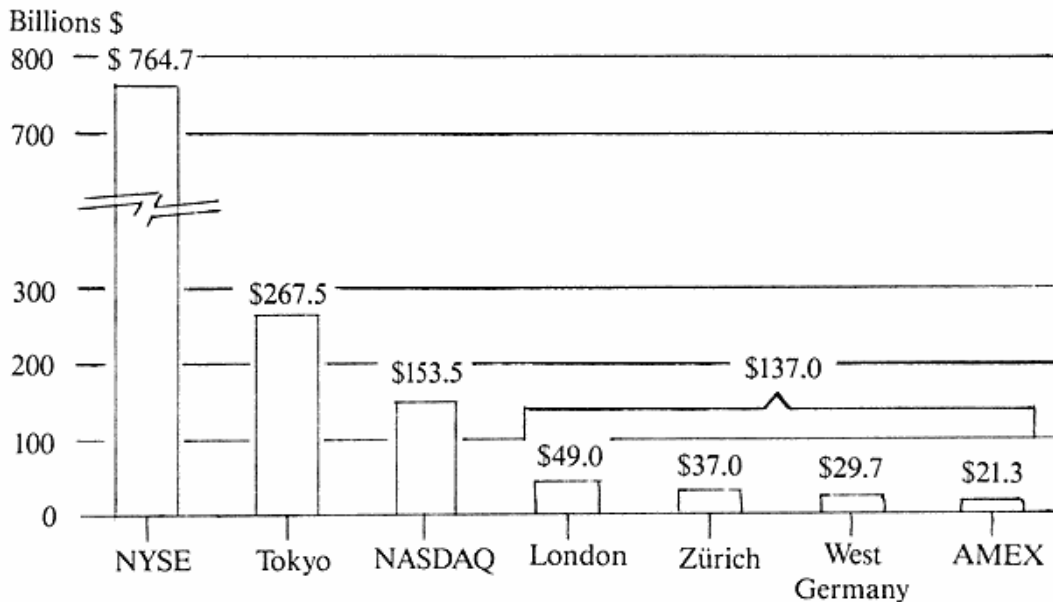
Via skærbilleder på EDB kan købere og sælgere følge markedsudviklingen via tidstro information og træffe beslutninger om køb og salg via telefonkontakt med andre børs mægler virksomheder tilknyttet systemet.

I modsætning til NYSE, hvor markedet for den enkelte aktie passes af en specialist på børs gulvet, kan der i NASDAQ være flere Market Makers, der via NASDAQ-systemet opretholder et marked i en enkelt aktie. For en spændende aktie, d.v.s. en aktie med store omsætningsmuligheder, vil der ofte være 6-8 konkurrerende Market Makers.

Af tabel 1 kan man se hvordan salg og antal noterede virksomheder har udviklet sig på de tre amerikanske børser, NASDAQ, NYSE og AMEX. NASDAQ har haft en imponerende fremgang både i salgsudvikling og i antal virksomheder, d.v.s. i antal aktier, der noteres der. På NYSE har antallet af noterede aktier været stagnerende fra 1975 til 1985.

Oprindeligt blev NASDAQ nærmest opfattet som et stadium på vej til en børsnotering på den mere prestigepægede og mere likvide NYSE.

Men i de senere år har stadig flere virksomheder valgt at blive på NASDAQ.



Tabel 2. 1984 Dollar Volume of Equity Trading in Major World Markets.

Hovedårsagen er, at NASDAQ efter disse virksomheders skøn har skabt et marked, som ikke kunne gøres bedre af NYSE.

I de næste par år vil konkurrencekampen mellem NYSE og NASDAQ afgøre, hvilken børs der bliver den største i volumen. Målt i antal virksomheder er NASDAQ størst. Målt i aktiemængde omsat haler NASDAQ kraftigt ind på NYSE. Målt i \$-omsætning er NYSE dog stadig langt den største, se tabel 2.

#### UK

Hektisk aktivitet har præget den engelske finansverden i det sidste års tid, medens man forbereder sig på udløsningen af de frie kræfters spil på og omkring fondsbørsen i London - »Big Bang«.

For at klare sig i den internationale konkurrence er det bl.a. besluttet at frigive adgangen til børshandel og ophæve faste kommissionstakster.

Der er flere årsager til denne beslutning, som alle vedrører Londons konkurrenceevne som internationalt finanscentrum.

- NASDAQ's vækst i USA repræsenterer skriften på væggen. Nye børssystemer kan måske udkonkurrere etablerede systemer.
- De store amerikanske investement banks som eksempelvis Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Ltd. og Goldman, Sachs & Co., m.fl., har etableret sig i London og konkurrerer direkte med deres modstykke i London, d.v.s. merchant banks som S.G. Warburg & Co., Morgan Grenfell & Co., m.fl. Det samme gør de store amerikanske commercial banks som Morgan Guaranty Trust Company, m.fl., som i London kan udføre alle investment bank funktioner, bl.a. omfattende værdipapirhandel, hvilket

de er afskåret fra i USA. De amerikanske bankers kapitalgrundlag er typisk væsentlig stærkere end selv de stærkeste engelske merchant banks.

- I modsætning til amerikanske investment bankers, hvor en investment bank i forhold til en virksomhed selv kan udføre alle funktioner som finansiel rådgivning, børsintroduktion, market making og placering af aktierne hos de endelige investorer, udføres disse funktioner i London af forskellige specialistvirksomheder. Dette system har svært ved at konkurrere med de amerikanske investment banks, som har hele ekspertisen samlet i egen bank; ekspertisefunktionerne er vertikalt integrerede.
- I 1960'erne voksede Eurobond-markedet (Euro-obligationsmarkedet) op som et frit kapitalmarked ubundet af nationale børsregler. Udbydere og købere har sammen med en række internationale banker udviklet de spilleregler, som man må følge for at få adgang til dette marked, som er uhyre effektivt og leveringsdygtigt uden unødige formaliteter. Som låntagere i dette marked optræder både virksomheder og regeringer. I de senere år har et stigende antal amerikanske virksomheder søgt til Euro-markedet, fordi det var mere attraktivt end det amerikanske kapitalmarked, som er underkastet den amerikanske SEC's kontrol (Securities and Exchange Commission). Der er nu ved at udvikle sig et Euro-equity market (Euro-aktiemarked), som kan blive en meget vigtig egenkapitalforsyningskilde for ikke mindst internationale erhvervsvirksomheder. Det er en kapitalformidling, som foregår via bankerne omkring fondsbørsen i London men uden at passere igennem den.

Det er noget af baggrunden for den hektiske aktivitet i London's City. Merchant banks opkøber specialistvirksomheder, som de integrerer – ikke uden stort besvær ganske vist – til egentlige investment banks med full-service ekspertise.

Fondsbørsen i London indfører et NASDAQ-lignende børssystem med market makers og gør børsmægling til et frit erhverv. »Big Bang« nås den dag i efteråret 1986, når ændringerne sættes i værk.

Hele processen har udløst virksomhedsovertagelser, lønekspllosion og endeløse personrokader i London City. Nogle frygter, at der kan være satset så stort, at nogle kan føle sig tvunget til at løbe meget store investeringsrisici for at tjene penge til at betale regningen med. Hvis det er tilfældet kan det på et tidspunkt give »an even bigger bang«.

Det er interessant at bemærke, at man i London har valgt at beholde en børssal og overlade det til markedet at bestemme, hvordan handelen vil udvikle sig mellem gulvhandel og telefonhandel, begge dele understøttet af et børsinformationssystem, som gør brug af den mest moderne informationsteknologi.

Det er endvidere interessant, at man i London efter grundige overvejelser om indførelse af et elektronisk handelssystem til afløsning af gulv- og telefonhandel har erkendt, at handelsfunktionen omfatter funktioner, som ikke kan varetages forsvarligt i et elektronisk handelssystem.

Derfor vil man også i London i lighed med NASDAQ-systemet etablere et elektronisk handelssystem til håndtering af småordrer. Derved frigøres børsmæglernes tid til at koncentrere deres indsats om at skaffe kunderne de rigtige varer til den rigtige pris for de større ordrers vedkommende.

NADSDAQ-systemets grundlæggere forventer, at det elektroniske handelssystem, som i dag håndterer en meget lille del af omsætningen på NASDAQ i fremtiden på forsvarelig vis kan få en større andel af omsætningen. Men man har ingen planer eller tanker om, at det elektroniske handelssystem kan overtage børshandelen.

### *EEC*

I alle de kontinentaleuropæiske kapitalmarkeder er blikket rettet mod London. London er Europas naturlige finanscentrum.

Indenfor EEC's rammer er der igennem ganske mange år udfoldet store bestræbelser på at harmonisere reglerne i medlemslandene med henblik på en vis integrering i medlemslandenes kapitalmarkeder i almindelighed og fondsbørser i særdeleshed.

Disse bestræbelser på embedsmandsplan har hidtil kun mødt begrænset politisk støtte. Der er flere årsager hertil.

Nogle lande ønsker ikke at opgive kontrollen med deres nationale kapitalmarkeder.

Nogle lande – og disses fondsbørser – frygter, at en integration af kapitalmarkederne indenfor EEC vil føre til en for disse mindre gunstig arbejdsdeling mellem London og de resulterende regionale fondsbørser.

To spørgsmål forekommer vitale i denne forbindelse.

Det ene spørgsmål er, om den voksende konkurrence mellem de internationale finanscentre New York, London og Tokyo – og konsekvenserne heraf – vil respektere disse forbehold overfor øget integration.

Det andet spørgsmål er, om de fondsbørser på kontinentet, der længst mulig forsøger at isolere sig i forhold til udviklingen i London og på andre konkurrerende fondsbørser, risikerer at tabe mere markedsandel end de der tidlig indretter sig på en sameksistens i et mere integreret kapitalmarked.

Disse spørgsmål er vitale at besvare både for politikere, fondsbørsbestyrelser og ledere af finansielle virksomheder i EEC. Danmark er i så henseende ingen undtagelse.

### **Udviklingen på det danske aktiemarked**

I løbet af perioden 1980–85 er markedsværdien af de danske aktier steget markant.

Udviklingen i 1983–85 tyder på, at det aktiemarked, der eksisterede op til 1982, er afløst af et aktiemarked, der ser velvilligt på nye selskaber og på kapitaludvidelser til differentierede P/E-værdier. Det giver selskaberne adgang til at nedbringe deres kapitalomkostninger. Men det medfører også øgede forpligtelser for virksomhederne, som betjener sig af det nye marked, både indtjeningsmæssigt og informationsmæssigt.



*Tabel 3 - Index for kursudviklingen for danske aktier*

(ultimo)	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Banker	63,31	71,36	100,00	223,88	185,74	282,88
Forsikring	84,15	103,01	100,00	199,00	190,81	301,09
Handel & Service	90,94	110,50	100,00	247,78	194,14	311,01
Rederier	108,89	131,89	100,00	234,01	179,72	216,88
Industri	67,24	89,23	100,00	201,17	148,45	203,73
Investerings- selskaber	-	-	-	185,32	165,26	277,03
Total	74,71	92,80	100,00	214,36	167,36	239,31

Anm.: 80-82: 31.12.82 = 100

83-85: 01.01.83 = 100.

Gruppernes sammensætning er ændret pr. ultimo 1982.

*Tabel 4 - Markedsværdien af den samlede danske aktiemasse (mio. kr.)*

(ultimo)	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Banker	6.902	7.811	9.758	20.728	18.670	30.865
Forsikring	3.054	4.011	4.197	5.866	5.686	8.562
Handel & Service	3.640	5.299	4.698	13.569	11.642	18.344
Rederier	7.784	9.855	7.248	16.685	13.039	15.717
Industri	10.113	16.323	20.301	45.180	36.044	53.800
Investerings- selskaber	-	-	-	1.759	2.947	8.110
Diverse	193	204	250	-	-	-
Total	31.686	43.503	46.452	103.787	88.028	135.400

Anm.: Gruppernes sammensætning er ændret pr. ultimo 1982.

#### *Kursudvikling og kursværdi*

I løbet af de første 5 år af 1980'erne er aktiekursniveauet generelt steget, se tabel 3.

En foreløbig top blev nået i begyndelsen af 1984. Efter en afmatning senere i 1984 nåede aktiemarkedet en ny top kort efter årsskiftet 85/86.

Meget tyder på, at der er sket et niveauskift sådan at forstå at investorer efter 1982 har været villige til at betale en højere pris for en andel i overskuddet pr. aktie.

Markedsværdien af den samlede aktiemasse er også vokset markant, se tabel 4.

*Tabel 5 - Nye selskaber, antal*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Børs I	0	0	1	5	14	15
Børs II	1	0	1	0	1	0
Børs III	-	-	1	7	16	4
I alt	1	0	3	12	31	19
Provenu (mill. kr)	5	-	40	269	1165	1412
Gennemsnitlig provenu	5	-	13	22	38	55

*Tabel 6 - Emissioner i noterede selskaber, antal. (Excl. medarbejderaktier og fusioner)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Fondsaktier	12	12	25	28	39	34
Pari, (100 < K < 105)	8	3	21	27	16	12
Underkurs (105 < K < markedskurs)	1	0	3	7	10	16
Markedskurs	1	1	4	13	18	12
Konvertible obligationer	2	1	0	2	3	0
I alt	24	17	53	77	86	74

*Nye børsselskaber 1980-85*

I perioden 1983-85 er antallet af nye selskaber på især børs 1 og børs 3 vokset stærkt, se tabel 5.

Disse virksomheder har - med et par undtagelser - solgt aktier, som har indbragt store beløb. Selvom disse beløb ikke alene er kommet virksomhederne til gode, viser tabellen at nyintroducerede selskabers aktier har mødt betydelig efterspørgsel. Ikke mindst etableringen af børs 3 har medvirket hertil.

Det var i mange år en udbredt opfattelse, at det danske aktiemarked favoriserede de etablerede virksomheder. Tallene i tabel 5 viser, at nye virksomheder nu også har aktiemarkedets bevågenhed.

*Emissioner i noterede selskaber*

Blandt noterede selskaber er antallet af emissioner også vokset, se tabel 6.

*Tabel 7 - Kapitaltilførsel via Fondsbørsen i alt (mio. kr.) - (kun aktier og konv. obl.)*

1980	1981	1982	1983	1984	1985
244	70	608	1900	3777	4443

Frem til 1982 er fondsemissioner og parikursemissioner helt dominerende. I perioden derefter vokser antallet af emissioner, hvor aktierne sælges til markedskurs og til underkurs, d.v.s. markedskurs minus en rabat.

Denne udvikling giver danske virksomheder adgang til risikovillig kapital fra det hjemlige kapitalmarked til en kapitalomkostning, der er mere konkurrencedygtig set i forhold til de udenlandske virksomheder, hvormed de konkurrerer internationalt.

Kapitalmarkedet er herved med til at fjerne et af de handicaps, danske vækstvirksomheder har haft i forhold til konkurrenter med adgang til likvide og integrerede aktiemarkeder. Samtidig er renteniveauet faldet meget betydeligt, hvad jo yderligere reducerer prisen for kapital til virksomhederne.

#### *Kapitaltilførsel via Fondsbørsen*

For første gang oversteg provenuet ved emissioner via Fondsbørsen milliarder i 1983. I 1984 var tallet næsten 3.8 mrd., et beløb som blev overgået i 1985, og som når et endnu højere niveau i 1986, se tabel 7.

#### *Mulige årsager til aktiemarkedets genskabelse*

En række forhold kan have medvirket til, at aktiemarkedet i løbet af første halvdel af 1980'erne har ændret karakter og nu fungerer som en reel kapitalforsyningskilde.

Oprettelsen af børs 3 med dennes lempelige adgangskrav har banet vejen for en række mindre virksomheder.

Det ret høje investeringsniveau i erhvervssektoren har også nødvendiggjort egenkapitaltilførsel, hvis investeringsaktiviteten ikke skulle føre til svækket soliditet.

Lempelsen af beskatningen af aktiekursgevinster for private investorer må også have bidraget til at øge lysten til at investere i aktier. Lempelsen kom på et tidspunkt, hvor der generelt i samfundet udviklede sig en større interesse i og forståelse af erhvervssektorens rolle i samfundsøkonomien.

Realrenteafgiften opfattes nok også af adskillige som et incitament til forøgede aktieinvesteringer fra pensionskasserne.

Den bør dog nok ses i sammenhæng med en generel interesse fra porteføljeinvestorer i at diversificere i forvejen ret obligationstunge porteføljer.

Endelig har udenlandske investorer interesse for bl.a. det danske marked både direkte og indirekte spillet en rolle. I disse år er international portefølje diversificering et mål for mange investorer.

### **Børsreformforslaget**

I dette afsnit kommenteres nogle af de væsentligste dimensioner af reformforslaget.

#### *1. Adgang til handel på fondsbørsen*

Forslag: Vekslerernes eneret til handel over noteringen erstattes af en principielt fri adgang til at danne børsrådgivningselskaber.

Kommentarer: En bred adgang til at danne børsrådgivningselskaber kunne resultere i at værdipapirudstederne og storinvestorer etablerede lukkede handelskredse til ugunst for andre investorer.

Man kunne eventuelt i en overgangsperiode have begrænset adgangen til at omfatte børsrådgivningselskaber og vekslerervirksomheder.

Men principielt set er den fri adgang til at danne børsrådgivningselskaber i samfundets interesse. Såfremt Market Maker-systemet i en eller anden form skal bringes til at fungere på Københavns Fondsbørs, er det vigtigt at bringe de børsrådgivningselskaber ind på børsnoteringen.

#### *2. Indberetning*

Forslag: Alle handler og handelstilbud involverende et børsrådgivningselskab skal indberettes til fondsbørsen momentant.

Kommentarer: Det bliver muligt at belyse likviditeten i de enkelte værdipapirer og at danne tidstro information om gennemførte handler og købs- og salgstilbud. Det er et markedskrav.

Etablering af information om gennemførte handler, d.v.s. om likviditeten i de enkelte værdipapirer og nu i tidstro form, kunne have været gennemført indenfor den eksisterende lovgivning for år tilbage. For disse undladelsessynder findes ingen undskyldning.

#### *3. EDB-afvikling via VP-systemet*

Forslag: Efter fremsættelse af lovforslaget i Folketinget har industriministeren foreslået et papirløst aktiemarked via Værdipapircentralen.

Kommentarer: Det tjener kun politiske formål at forsinke aktieafvikling via VP-Centralen i form af eksperimenter, som foreslået af Industriministeriet.

#### *4. Elektronisk handelssystem for aktier*

Forslag: Et elektronisk handelssystem kan erstatte kombinationen af børshandler-ekspertise og moderne informationsteknologi.

Kommentarer: Det er teoretisk muligt. Intet sted i verden har man ønsket at satse på, at det kan gøres konkurrencedygtigt. Indtil videre satser mange fondsbørser på at give kunderne fordelene af den mest effektive kombination af børshandler-ekspertise og moderne informationsteknologi.

Det ændrer intet ved konklusionen anført tidligere, at småordrer kan afvikles automatisk via EDB, så børsmæglerne kan koncentrere deres indsats om større ordrer.

Hvis man absolut ønsker at prøve kræfter med et automatisk handelssystem ville det være mest hensigtsmæssigt at tage udgangspunkt i småordresystemet og gradvis udbygge dette i takt med de der indhøstede erfaringer. Det vil være uheldigt hvis reformforslagets høje ambitioner m.h.t. etablering af et automatisk handelssystem får lov til at forsinke igangsætningen af reformens øvrige dele.

#### *5. Fondsbørsbestyrelsens opgaver*

Forslag: Fondsbørsbestyrelsen skal repræsentere en række interessenter, som sikrer en samfundsmæssig opbakning bag fondsbørsen.

Kommentarer: Fondsbørsen er en offentligt ejet, konkurrenceudsat virksomhed. Man kan derfor stille spørgsmålet, om Fondsbørsen ikke burde have en bestyrelse, som alene var sammensat med henblik på at varetage samfundets interesse i at have en konkurrencedygtig fondsbørs.

I så henseende var den af Industriministeriet nedsatte styregruppes lovudkast at foretrække. Dette forslag opererede ikke med en bestyrelse sammensat af interessegrupperepræsentanter. Lovudkastet opererede med en professionel bestyrelse, som skulle drive Fondsbørsen som en konkurrencedygtig fondsbørs og føre tilsyn med den.

#### *Sammenfatning*

Den kraftige aktivitetsudvidelse i det danske aktiemarked understreger behovet for en modernisering af forholdene omkring Københavns Fondsbørs. De store tal giver også et indtryk af, hvad det danske marked er værd for konkurrerende børser.

Datakilder: Tabellernes tal stammer fra de nævnte fondsbørsers årsberetninger.