

Peer Schaumburg-Müller
Erik Werlauff

BØRS- OG KAPITAL MARKEDS RET

Jurist- og
Økonomforbundets
Forlag

Børs- og kapitalmarkedsret

4. udgave, 1. oplag

© 2008 by Jurist- og Økonomforbundets Forlag

Alle rettigheder forbeholdes.
Mekanisk, elektronisk, fotografisk eller anden gengivelse af
eller kopiering fra denne bog eller dele heraf er ifølge
gældende dansk lov om ophavsret ikke tilladt uden
forlagets skriftlige samtykke eller aftale med Copy-Dan

Omslag: Morten Højmark
Tryk: Narayana Press, Gylling
Indbinding: Jysk Bogbind, Holstebro

Printed in Denmark 2008
ISBN 978-87-574-1798-2

Jurist- og Økonomforbundets Forlag
Lyngbyvej 17
Postboks 2702
2100 København Ø

Telefon: 39 13 55 00
Telefax: 39 13 55 55
e-mail: forlag@djoeff.dk
www.djoeff-forlag.dk

Indhold

Oversigt

Forord

Forkortelser

Kapitel 1. Kapitalmarkedets retsgrundlag

- 1.1. Den fællesskabsretlige baggrund
- 1.2. VHL mv.

Kapitel 2. Kapitalmarkedets tjenesteydere og myndigheder

- 2.1. En række fælles struktur- og adfærdsregler for kapitalmarkedets tjenesteydere
- 2.2. Nærmere om kapitalmarkedets tjenesteydere
- 2.3. Kapitalmarkedets tilsynsforhold mv.

Kapitel 3. Grundprincipperne for gennemsigtighed på værdipapirmarkedet

- 3.1. Generalklasulerne: God værdipapirhandelsskik og god forretningsskik
- 3.2. Værdipapirhandlere
- 3.3. Børser (operatører af regulerede markeder)
- 3.4. Multilateral handelsfacilitet

Kapitel 4. At blive optaget til handel

- 4.1. Hvorfor bliver et selskab børsnoteret?
- 4.2. Kompetencen til beslutninger om optagelse til handel
- 4.3. Betingelser for optagelse af et papir til handel
- 4.4. Prospektkravene
- 4.5. Observationsliste, suspension og sletning

Kapitel 5. At være optaget til handel

- 5.1. Børsretlige oplysningsforpligtelser
- 5.2. Særlige oplysningskrav for Dansk AMP og alternative markedspladser (First North)
- 5.3. Selskabsretlige specialforskrifter for børsselskaber

Kapitel 6. Overtagelsestilbud – frivillige og obligatoriske

- 6.1. Overtagelse af kontrollen over et selskab optaget til handel på et reguleret marked
- 6.2. Dansk ret om overtagelsestilbud
- 6.3. EU's overtagelsesdirektiv

Kapitel 7. Markedskursens juridiske betydning

- 7.1. Indledning
- 7.2. Juraens udgangspunkt for værdiansættelse: Markedskursen
- 7.3. Minoritetsindløsning; fusion og vedtægtsbestemt indløsning
- 7.4. Køb og salg af egne aktier
- 7.5. Uproportional kapitalnedsættelse
- 7.6. Emission uden fortegningsret
- 7.7. Skattemæssig betydning af markedskursen
- 7.8. Fairness opinion som indicium for kursens rimelighed

Kapitel 8. Markedsmisbrug

- 8.1. Indledning
- 8.2. Fællesskabsretlige forskrifter
- 8.3. Insiderhandel
- 8.4. Kursmanipulation

Kapitel 9. Sanktioner

- 9.1. Indledning
- 9.2. VHL's sanktioner
- 9.3. Operatørernes sanktioner

De lovpligtige fire interne regelsæt

Litteratur

Domme, kendelser og andre afgørelser

Stikordsregister

Indholdsfortegnelse

Forord	15
Forkortelser	17
Kapitel 1. Kapitalmarkedets retsgrundlag	
1.1. Den fællesskabsretlige baggrund	19
1.1.1. Direktivernes baggrund	19
1.1.2. De enkelte direktiver	21
1.1.2.1. Betingelses- og oplysningskrav	21
1.1.2.2. Prospektdirektiv 2003/71	28
1.1.2.3. Forbud mod insiderhandel (1989-direktivet)	30
1.1.2.4. Markedsmisbrugsdirektivet 2003/6	33
1.1.2.5. Investeringservice	36
1.1.2.6. Forordning om internationale regnskabsstandarder	39
1.1.2.7. Forordning om tilbagekøbsprogrammer og kursstabilisering	40
1.1.2.8. MiFID-direktivet	40
1.1.2.9. Gennemsigtighedsdirektivet	44
1.1.2.10. Prospektforordningen	45
1.1.2.11. Overtagelsesdirektivet	47
1.1.2.12. Transparensdirektivet	47
1.1.2.13. Henstillinger om corporate governance	48
1.1.2.14. Forordning om gennemførelse af MiFID- direktivet	49
1.1.2.15. Forordning om finansielle oplysninger i visse prospekter	50
1.1.2.16. Direktiv om visse aktionærrettigheder i børsnoterede selskaber	50
1.1.2.17. Hvad er på vej?	51

1.2. VHL mv.	51
1.2.1. Børsretten som juridisk disciplin	51
1.2.2. VHL's baggrund	59
1.2.3. VHL's hovedelementer	60
1.2.4. Værdipapirer og værdipapirhandel	62
1.2.5. Rammelov og detailregler	66
1.2.6. LFV	67

Kapitel 2. Kapitalmarkedets tjenesteydere og myndigheder

2.1. En række fælles struktur- og adfærdsregler for kapitalmarkedets tjenesteydere	69
2.1.1. Driftsplan, forretningsgange mv.	70
2.1.2. Kvalificeret ejerandel i et operatørselskab	70
2.1.3. Indberetning af formodede overtrædelser	71
2.1.4. Operatørselskabernes bestyrelse og direktion	71
2.1.5. Forhåndsgodkendelse af aftaler af vidtrækkende betydning vedrørende operatører af regulerede markedspladser, clearing- og værdipapircentralvirksomheder	75
2.1.6. Tavshedspligt	76
2.1.7. Årsrapport og koncernregnskab	76
2.1.8. Ansvarlig kapital: fælles forskrifter	77
2.2. Nærmere om kapitalmarkedets tjenesteydere	77
2.2.1. Værdipapirhandlere og fondsmæglerselskaber	77
2.2.2. Operatører af regulerede markeder	86
2.2.3. Drift af multilaterale handelsfaciliteter	98
2.2.4. Alternative markedspladser	100
2.2.5. Værdipapirmæglere og pengemarkedsmæglere	103
2.2.6. Clearingcentraler og betalingssystemer	103
2.2.7. Værdipapircentraler	105
2.2.8. Pengeinstitutter – banker, sparekasser og sparekasseaktieselskaber	114
2.2.9. Investeringsforvaltningsselskaber og realkreditinstitutter ..	117
2.3. Kapitalmarkedets tilsynsforhold mv.	118
2.3.1. Fondsrådet	119
2.3.2. Økonomi- og erhvervsministeren	124
2.3.3. Finanstilsynet	125
2.3.4. Det Finansielle Virksomhedsråd	128
2.3.5. Klagenævnet for Værdipapircentraler	129

2.3.6. Pengeinstitutankenævnet og andre »privatretlige tvistnævn«	130
2.3.7. Erhvervsankenævnet	131
2.3.8. Forbrugerombudsmanden	133
2.3.9. Domstolene	134

Kapitel 3. Grundprincipperne for gennemsigtighed på værdipapirmarkedet

3.1. Generalklasserne: God værdipapirhandelsskik og god forretningsskik	139
3.1.1. God værdipapirhandelsskik	141
3.1.2. Organisatoriske krav	146
3.1.3. Redelig forretningsskik, god praksis i LFV og god markedsføringsskik	147
3.2. Værdipapirhandlere	156
3.2.1. Handelsregler og investorbeskyttelse	156
3.2.2. Indberetningspligt vedrørende handler og prisstillelse	170
3.2.3. Uanmodet henvendelse fra en værdipapirhandler (»dørsalg«)	174
3.3. Børser (operatører af regulerede markeder)	175
3.4. Multilateral handelsfacilitet	179

Kapitel 4. At blive optaget til handel

4.1. Hvorfor bliver et selskab børsnoteret?	181
4.2. Kompetencen til beslutninger om optagelse til handel	185
4.3. Betingelser for optagelse af et papir til handel	187
4.3.1. Fællesskabsretlige børsbetingelsesforskrifter	188
4.3.2. Danske børsbetingelsesforskrifter	189
4.3.2.1. Overordnede optagelsesbetingelser	189
4.3.2.2. Dispensation	208
4.3.2.3. Kursfastsættelsen	209
4.3.2.4. Listningen	211
4.3.3. Særligt marked for investeringsbeviser og autoriserede markedspladser	213
4.3.4. Alternative markedspladser	216
4.4. Prospektkravene	218
4.4.1. Indføring	218
4.4.2. Den EU-retlige baggrund	220
4.4.2.1. Prospektdirektivet	220
4.4.2.2. Prospektforordningen	229

4.4.3.	De danske prospektregler	235
4.4.3.1.	Indføring	235
4.4.3.2.	Store værdipapirudbud	236
4.4.3.2.1.	Overordnede regler	236
4.4.3.2.2.	Undtagelser fra prospektpligten	241
4.4.3.2.3.	Offentliggørelse og tillægsprospekt	243
4.4.3.2.4.	Annoncering og tegningsblanket.....	247
4.4.3.3.	Små værdipapirudbud	248
4.4.3.4.	Godkendelse	254
4.4.3.5.	Kontrol	257
4.4.3.6.	Emissionsinstitut; verifikation; due diligence	260
4.4.3.7.	Erstatningsansvar: Prospekt- og emissionsansvaret i dansk ret	264
4.4.3.7.1.	Retsstridighed: Kriteriet for, hvornår der foreligger prospektmangler	265
4.4.3.7.2.	Ansvar efter almindelig, uskreven erstatningsret (et almindeligt »emissionsansvar«).....	268
4.4.3.7.3.	De forskellige kategorier af skadevoldere og culpastandarden....	270
4.4.3.7.3.1.	Emissionsinstituttet.....	270
4.4.3.7.3.2.	Selskabets revisorer	272
4.4.3.7.3.3.	Selskabets ledelse	273
4.4.3.7.3.4.	Selskabet selv	274
4.4.3.7.3.5.	Krav til investors agtpågivenhed og risikoafvejning	276
4.4.3.7.3.6.	Årsagssammenhæng mellem fejl og tab.....	278
4.4.3.7.3.7.	Konklusioner om prospekt- og emissionsansvaret	282
4.4.3.8.	Investeringsforeninger m.fl.	284
4.5.	Observationsliste, suspension og sletning	285

Kapitel 5. At være optaget til handel

5.1.	Børsretlige oplysningsforpligtelser	291
5.1.1.	Oplysningsforpligtelser i VHL	291
5.1.1.1.	Indføring	291
5.1.1.2.	Hvad skal offentliggøres?.....	292

5.1.1.3.	Offentliggørelse, registrering og opbevaring af interne oplysninger	310
5.1.1.4.	Offentliggørelse af årligt dokument	314
5.1.2.	Børsens oplysningsregler	315
5.1.2.1.	Indføring	315
5.1.2.2.	Generelle bestemmelser	316
5.1.2.3.	Interne regler	318
5.1.2.4.	Offentliggørelsesform mv.	321
5.1.2.5.	Oplysningsforpligtelser	326
5.1.2.5.1.	Generelle oplysningsforpligtelser....	326
5.1.2.5.2.	Incitamentsprogrammer.....	340
5.1.2.5.3.	Delårsrapport	344
5.1.2.5.4.	Årsregnskabsmeddelelse	348
5.1.3.	Særlige krav til børsselskabers årsrapport	351
5.1.3.1.	Indføring	351
5.1.3.2.	Særlige krav fastsat af børsen	353
5.1.3.3.	Årsrapportens bestanddele	355
5.1.3.4.	Skemaform	355
5.1.3.5.	Særlige krav til oplysninger og noter	355
5.1.3.6.	Undtagelserne fra pligten til koncernregnskaber gælder ikke børsselskaber ..	358
5.1.3.7.	Særlige krav til revisionen af et børsselskab	358
5.1.3.8.	Hurtig indsendelse af årsrapporten til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen	360
5.1.4.	Selskabets beholdning af egne aktier, herunder share-buy-back programmer	360
5.1.4.1.	Generelt om børsselskabets beholdning af egne aktier	360
5.1.4.2.	Aktietilbagekøbsprogrammer	362
5.1.5.	Kendskab til »storaktionærer« som kursrelevant oplysning	368
5.1.6.	Særligt om investeringsbeviser	374
5.1.7.	Særligt om udstedere af obligationer	376
5.2.	Særlige oplysningskrav for Dansk AMP og alternative markedspladser (First North)	379
5.2.1.	Indføring	379
5.2.2.	Dansk AMP	379
5.2.3.	Alternative markedspladser (First North).....	380
5.3.	Selskabsretlige specialforskrifter for børsselskaber	382
5.3.1.	Indføring	382

5.3.2.	Samspillet mellem selskabs- og børsregler	382
5.3.3.	Egne aktier	389
5.3.4.	Bestyrelsens forretningsorden	390
5.3.5.	Forbud mod »arbejdende bestyrelsesformand«	391
5.3.6.	Revisors deltagelse på generalforsamlingen	392
5.3.7.	Navnenotering af ledelsens aktier	392
5.3.8.	Spørgsmålsret på generalforsamlingen	393
5.3.9.	Incitamentsaf lønning til bestyrelse og direktion	393
5.3.10.	Særregel om uddeling af selskabets midler	396
5.3.11.	Erhvervs- og Selskabsstyrelsen påser også overholdelse af bl.a. børsforskrifter	399

Kapitel 6. Overtagelsestilbud – frivillige og obligatoriske

6.1.	Overtagelse af kontrollen over et selskab optaget til handel på et reguleret marked	401
6.2.	Dansk ret om overtagelsestilbud	402
6.2.1.	Lovregulering af tilbudspligten	404
6.2.2.	Hvornår udløses der tilbudspligt?	406
6.2.3.	Tilbudsdokumentet	420
6.2.4.	Tilbudskurs og ligebehandling	426
6.2.5.	Beslutningens og tilbuddets offentliggørelse	434
6.2.6.	Udtalelse fra målselskabets bestyrelse	436
6.2.7.	Tilbagekaldelse og ændring af tilbuddet	439
6.2.8.	Konkurrerende tilbud	440
6.2.9.	Forbud mod bonus ved overtagelsesforsøg	442
6.2.10.	Partsstatus ved overtagelsestilbud	443
6.2.11.	Dispensation	445
6.3.	EU's overtagelsesdirektiv	447
6.3.1.	Vedtægts- og aftalemæssige værn mod en uinviteret overtagelse af selskabet	448
6.3.2.	Åbenhed og diskussion om alle selskabets overtagelsesværn (obligatoriske regler)	451
6.3.3.	Gennembrud af overtagelsesværnene (frivillige regler)	452
6.3.4.	Er der overtagelsesværn, der kan modstå et gennembrud?	453
6.3.5.	Den danske gennemførelse af direktiv 2004/25	455

Kapitel 7. Markedskursens juridiske betydning

7.1.	Indledning	459
7.2.	Juraens udgangspunkt for værdiansættelse: Markedskursen	460
7.3.	Minoritetsindløsning; fusion og vedtægtsbestemt indløsning	464

7.4.	Køb og salg af egne aktier	468
7.5.	Uproportional kapitalnedsættelse	469
7.6.	Emission uden fortegningsret	470
7.7.	Skattemæssig betydning af markedskursen	471
7.8.	Fairness opinion som indicium for kursens rimelighed	472

Kapitel 8. Markedsmisbrug

8.1.	Indledning	475
8.2.	Fællesskabsretlige forskrifter	476
8.3.	Insiderhandel	477
8.3.1.	Indføring	477
8.3.2.	Spekulationsforbud	477
8.3.3.	Handel med intern viden	478
8.3.4.	Videregivelse	487
8.3.5.	Offentliggørelse af »ledende medarbejderes« aktiebesiddelser	493
8.3.6.	Selskabet selv som insider (ad egne aktier)	496
8.3.7.	Flagning ved investeringsanalyser	499
8.3.8.	Interne regler, insiderliste mv.	500
8.4.	Kursmanipulation	507

Kapitel 9. Sanktioner

9.1.	Indledning	521
9.2.	VHL's sanktioner	521
9.3.	Operatørernes sanktioner	532

De lovpligtige fire interne regelsæt	537
--	-----

Litteratur	551
------------------	-----

Domme, kendelser og andre afgørelser	557
--	-----

Stikordsregister	559
------------------------	-----

Forord

»Børs- og kapitalmarkedsret« er tidligere skrevet og udgivet alene af Erik Werlauff. Peer Schaumburg-Müller har tidligere udgivet Dansk Børsret, 1. Del, Almindelige emner, og Dansk Børsret, 2. del, Værdipapirhandelsretten. Vi har imidlertid også sammen skrevet en række bøger og tidsskriftartikler inden for børs- og kapitalmarkedsretten. Vi har derfor fundet det naturligt nu sammen at skrive også en mere grundlæggende fremstilling af børs- og kapitalmarkedsretten. Det er således blevet denne 4. udgave af »Børs- og kapitalmarkedsret«.

»Børs- og kapitalmarkedsret« indeholder en samlet fremstilling af hele børs- og kapitalmarkedsretten, idet dog den specielle del af kapitalmarkedsretten, dvs. de særlige regler for de finansielle institutioner, som pengeinstitutter, forsikringsselskaber, investeringsforeninger og realkreditinstitutter ikke nærmere behandles.

»Børs- og kapitalmarkedsret« er først og fremmest tænkt som en lærebog i børs- og kapitalmarkedsret på universiteter og andre højere læreanstalter, men også som en memografi om børs- og kapitalmarkedsretten, der kan anvendes af bl.a. praktikere, der skal have et mere detaljeret kendskab til børs- og kapitalmarkedsretten bl.a. til brug for rådgivning af klienter eller inhouse.

I sin fremstilling af børs- og kapitalmarkedsretten er bogen søgt således opbygget, at den også vil kunne anvendes af andre med en mere fragmentarisk indgang til juraen. Bogen vil således også kunne være nøglen for andre brugere af de børs- og kapitalmarkedsretlige bestemmelser, dvs. børsselskaber, ledelser, bestyrelsesmedlemmer i børsselskaber, aktionærer, investorer, værdipapirhandlere, analytikere og journalister, til at forstå reglerne og navnlig deres rækkevidde.

Fremstillingen er koncentreret om reglerne inden for børs- og kapitalmarkedsretten. De bagvedliggende regler, som VHL, LFV, de tilhørende bekendtgørelser eller operatorernes egne regler, er ikke medtaget som bilag til bogen – først og fremmest af pladsmæssige hensyn, men også fordi disse regler oftere og oftere undergår ændringer, og et optryk derfor meget hurtigt ikke vil sikre læseren en ajourført udgave af reglerne. Samtidig er adgangen til reglerne ganske let og overskuelig, og de vil alle kunne downloades og udskrives fra internettet.

Frederiksberg og Aalborg, januar 2008
Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff

Forkortelser

AABL	aktieavancebeskatningsloven
Afgørelser & udtalelser	Afgørelser & meddelelser fra Københavns Fondsbørs
aftl.	aftaleloven
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AL	aktieselskabsloven
ApL	anpartsselskabsloven
BGB	(tysk) Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	(tysk) Bundesgerichtshof
BSL	bank- og sparekasseloven
Dansk AMP	Dansk Autoriseret Markedsplads A/S
ELR	European Law Review
ET	Erhvervsjuridisk Tidsskrift
EU	Det Europæiske Fællesskab
EuZW	(tysk) Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
FBL	(tidl.) fondsbørsloven
GAAP	Generally Agreed Accounting Principles (US)
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	(tysk) Gesetz über Gesellschaften mit beschränkter Haftung
H	Højesterets dom eller kendelse
IAS	International Accounting Standard (nr.)
IASC	International Accounting Standard Committee
ICMG	International Capital Markets Group
IOSCO	The International Organizations of Securities Commissions
J	Juristen
JD	Juristens Domssamling
JT	Juridisk Tidsskrift vid Stockholms Universitet
J.U.	Juridisk Ugebrev
L	lovforslag (nr.)

BØRS- OG KAPITALMARKEDSRET giver et samlet overblik over reglerne for det danske værdipapirmarked, med inddragelse af de fælles europæiske regler.

Bogen beskriver i dybden, hvordan det for en virksomhed er at blive noteret på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads.

Kapitalmarkedets tjenesteydere behandles indgående: fondsbørser, markedspladser, værdipapircentral, værdipapirhandlere (banker, sparekasser, sparekasseaktieselskaber).

Kravene til noterede selskabers prospekter, regnskabsmeddelelser, oplysninger om kursrelevante nyheder m.v. behandles indgående, herunder den seneste tids skærpelse af kravene til straksoffentliggørelse.

Peer Schaumburg-Müller er vicedirektør og ekstern lektor på Center for kreditret og kapitalmarkedsret (CKK), CBS, hvor han bl.a. underviser i kapitalmarkedsretlige fag. Han er forfatter til en lang række bøger og tidskriftsartikler inden for børs- og kapitalmarkedsretlige emner.

Professor, dr.jur. *Erik Werlauff* forsker og underviser ved Aalborg Universitet. Han rådgiver børsnoterede selskaber og er dommer i danske og internationale voldgiftssager om kapitalmarkedsretlige spørgsmål.
www.werlauff.com



9 788757 417982

ISBN 978-87-574-1798-2