

BØRSRETTEIN I

Regulering, markedsaktører og tilsyn

Paul Krüger Andersen
Nis Jul Clausen



I

4. udgave

Jurist- og Økonomforbundets Forlag

Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen
Børsretten I
Regulering, markedsaktører og tilsyn

4. udgave, 1. oplag

© 2011 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: Bo Helsted
Tryk: Scandinavian Book, Aarhus

Printed in Denmark 2011
ISBN 978-87-574-2421-8

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

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

Indholdsfortegnelse

Forord	9
Kapitel 1. Børsrettens afgrænsning og udvikling	
1.1. Børsret som juridisk disciplin	11
1.2. Reguleringsmæssige indfaldsvinkler i børsretten	15
1.2.1. Selskabsretlig indfaldsvinkel	16
1.2.2. Markedsorienteret indfaldsvinkel	18
1.2.3. Virksomhedstilsynsmæssig indfaldsvinkel	20
1.2.4. Handelsrelateret indfaldsvinkel	22
1.2.5. Den gældende danske regulering	24
1.3. Historisk udvikling	26
1.3.1. Børsreform I i 1987	27
1.3.2. Børsreform II i 1996	29
1.3.3. Børsreform III 2004-07	33
1.3.4. Efter børsreform III	38
1.4. Fremstillingens afgrænsning	39
Kapitel 2. Den børsretlige regulering	
2.1. Retskildemæssige overvejelser	41
2.2. EU-retten	43
2.2.1. Harmoniseringen i 80'erne	43
2.2.2. Harmoniseringen i 90'erne	46
2.2.3. Den finansielle handlingsplan og Lamfalussy-proceduren .	47
2.2.3.1. Den nye EU-retlige regulering	50
2.2.3.2. Harmoniseringsniveau	52
2.2.3.3. Seneste EU-retlige tiltag	54
2.3. Lovgivning	55
2.4. Regler udstedt med hjemmel i lov	57
2.4.1. Bekendtgørelsesniveauet	57

2.4.2. De regulerede markeders regeludstedelse	59
2.5. Retspraksis og administrativ praksis	61
2.6. Retssædvane og kutyme	64
2.7. Selvregulering	64
2.8. Fremmed ret og standarder	68
2.9. Gældende regulering	69
2.10. Værdipapirhandelslovens anvendelsesområde	73
2.10.1. Værdipapirhandel	74
2.10.2. Værdipapirer	76
2.11. Værdipapirhandelsrettens generalklausul – god værdipapirhandelsskik	80
2.12. Internationalt perspektiv – lovvalg	84
2.12.1. Privatretlige konflikter	85
2.12.2. Offentligretlige konflikter	87
2.12.3. EU-retten	89
Kapitel 3. Værdipapirmarkedets virksomheder	
3.1. Aktørerne – En oversigt	93
3.2. Infrastrukturselskaber – fællesbetingelser for tilladelse	95
3.2.1. Krav om tilladelse	96
3.2.2. Krav til ledelsen og ejere af kvalificerede andele	97
3.2.3. Krav til driften	102
3.3. Regulerede markeder	104
3.3.1. Virksomhed som reguleret marked	107
3.3.2. Virksomhedsudøvelse	109
3.3.3. Gennemsigtighed	113
3.3.3.1. Førhandelsgennemsigtighed	114
3.3.3.2. Efterhandelsgennemsigtighed	115
3.3.3.3. Gennemsigtighed vedrørende andre værdipapirer end aktier	116
3.3.4. Regelfastsættelse	116
3.3.5. Adgang til regulerede markeder	120
3.4. Multilaterale handelsfaciliteter og alternative markedspladser	121
3.5. Clearingcentraler – Clearing, afvikling og finansiel sikkerhedsstillelse	125
3.5.1. Værdipapirclearingvirksomhed	126
3.5.2. Clearingdeltagere	128
3.5.3. Risikoafdækning – panteret	129
3.5.4. Netting, finansiel sikkerhedsstillelse og slutaftregning	132
3.5.4.1. Netting	132

3.5.4.2. Finansiel sikkerhedsstillelse og slutaftregning	135
3.6. Værdipapircentraler – Registrering	140
3.6.1. Fondsaktiver og registreringsvirksomhed	141
3.6.2. Værdipapircentralers kapitalberedskab og erstatningsansvar	142
3.6.3. Kontoførende institutter	143
3.6.4. Registreringens retsvirkninger	144

Kapitel 4. Værdipapirhandlere

4.1. Reguleringen	147
4.2. Værdipapirhandlere og eneret	147
4.3. Status som værdipapirhandler	151
4.4. Virksomhedsindretning og kunderelationer	152
4.5. Investorbeskyttelse	155
4.5.1. Anvendelsesområde	156
4.5.2. Kundekategorier	157
4.5.3. Generelle krav	159
4.5.4. Informationskrav	160
4.5.5. Kend din kunde-princippet	164
4.5.6. Afregningsnotaer mv.	166
4.5.7. Behandling af kundeordrer	168
4.6. Udførelse af ordrer – best execution	168
4.7. Investorernes værdipapirer og samledepoter	170
4.8. Indberetning af handler	173
4.9. Prisstillelse og gennemsigtighed	176

Kapitel 5. Det børsnoterede selskab og reguleringen heraf

5.1. Selskabsretlig og børsretlig regulering	181
5.2. Corporate Governance	186
5.2.1. Principal/agentteorien	188
5.2.2. Shareholder/stakeholder value	189
5.2.3. A Market for Corporate Control	193
5.2.4. Selskabers kapitalstruktur	194
5.2.5. anbefalinger om god selskabsledelse i Danmark	196
5.3. Oplysningsforpligtelser, insiderhandel og kursmanipulation	199
5.4. Majoritetsoverdragelser, overtagelsestilbud mv.	202
5.5. Om aktionærindflydelsen i noterede selskaber	204
5.5.1. Aktionærerne i danske noterede selskaber	204
5.5.2. Aktionærindflydelse og aktionærindsigt	206
5.5.2.1. Selskabets organisation	207

5.5.2.2. Generalforsamlingen - information	208
5.5.2.3. Generalforsamlingen – spørgsmålsretten	211
5.5.2.4. Virtuelle generalforsamlinger og elektronisk kommunikation	212
5.5.2.5. Indsigt i ejerforhold	214
5.5.2.6. Fuldmagter	216
5.6. Særlige selskabsretlige krav til ledelsen af noterede selskaber	219
5.6.1. Ledelsesstruktur	220
5.6.2. Bestyrelsesudvalg	222
5.6.3. Ledelsens aflønning	223
5.7. Interne regler	223
5.8. Kontrol og regeludvikling i børsretten og i selskabsretten	226
5.8.1. Regeludvikling	226
5.8.2. Eksempler	228
5.8.3. Forrangsproblematikken	231
Kapitel 6. Tilsyn og sanktioner	
6.1. Overvågning af marked og markedsdeltagere	233
6.1.1. Finanstilsynet og Fondsrådet	233
6.1.2. Finanstilsynets markedsovervågning	237
6.1.3. Børsen	238
6.2. Indberetning af handler mv.	243
6.3. Sanktioner mv.	245
6.3.1. Børsretlige reaktioner og sanktioner	245
6.3.1.1. Børsens reaktioner	245
6.3.1.2. Børspause og observationsliste	247
6.3.1.3. Suspension	248
6.3.1.4. Sletning	249
6.3.2. Strafferetlige sanktioner mv.	251
6.3.2.1. Bødestraf og andre tvangsmidler	251
6.3.2.2. Fængselsstraf	253
6.3.2.3. Administrative bødeforlæg	255
Litteraturliste	257
Domsregister	263
Stikordsregister	265

Forord

Med 4. udgaven af Børsretten I – Regulering, markedsaktører og tilsyn er der foretaget en ajourføring og revision af 3. udgaven fra 2007 under hensyn til ny lovgivning og anden regulering, praksis og litteratur inden for bogens emnekredse.

Børsretten I fokuserer primært på en række reguleringsmæssige aspekter af børs- og kapitalmarkedsretten, og på reglerne for markedsaktører, som regulerede markeder, clearingcentraler, værdipapircentraler og værdipapirhandlere. Hertil er i forhold til 3. udgaven føjet et nyt kapitel 6 om tilsyn og sanktioner. Bogen bør læses i sammenhæng med Børsretten II, som udkommer i sin 4. udgave i 2011. Børsretten II beskæftiger sig med noteringsregler, prospekter, oplysningsforpligtelse, overtagelsestilbud, insiderhandel samt kursmanipulation.

Nærværende 4. udgave af Børsretten I er baseret på de regler, som er vedtaget inden 1. november 2010, og den praksis og litteratur, som var offentliggjort på dette tidspunkt. Materiale fremkommet efter 1. november 2010 er kun undtagelsesvis medtaget, idet det dog bemærkes, at der indarbejdet en række af de væsentligste ændringer, som vil følge af en eventuel vedtagelse af lovforslag L 49/2010.

Som ved de tidligere udgaver er bogens systematik og afgrænsning fastlagt af os i fællesskab, ligesom vi har gennemset og kommenteret vore respektive kapitler. Nis Jul Clausen har udarbejdet kapitel 1, 2, 3 og 4, mens Paul Krüger Andersen har udarbejdet kapitel 5 og 6.

Vi takker institutsekretærerne Linda Andersen og Tinna Meyer, Erhvervsjuridisk Institut, Handelshøjskolen, Århus Universitet og stud.jur. Anne Bøgholm Wind, Syddansk Universitet for bistand i forbindelse med korrekturlæsning. Anne Bøgholm Wind og cand.merc.jur. Peter Krüger Andersen takkes desuden for udarbejdelse af bogens registre mv.

Århus og Odense, december 2010

Paul Krüger Andersen & Nis Jul Clausen

Med nærværende 4. udgave af *Børsretten I – Regulering, markedsaktører og tilsyn* er der foretaget en ajourføring og revision af 3. udgaven fra 2007 under hensyn til ny lovgivning og anden regulering, praksis og litteratur inden for bogens emnekredse.

Børsretten I omfatter følgende emner:

- Den EU-retlige og den danske børsretlige regulering
- Værdipapirhandelslovens centrale begreber og krav
- Reguleringen af værdipapirmarkedets virksomheder
- Krav til værdipapirhandlere, herunder kunderelationer
- Det børsnoterede selskab og reguleringen heraf
- Tilsyn og sanktioner.

Andre centrale børsretlige emner som børsnotering, oplysningsforpligtelse, overtagelsestilbud samt insiderhandel og kursmanipulation behandles i *Børsretten II*.

Bogens forfattere, professor, dr. jur. *Paul Krüger Andersen*, Erhvervsjuridisk Institut, Handelshøjskolen, Aarhus Universitet og professor, lic. jur. *Nis Jul Clausen*, LL.M., Juridisk Institut, Syddansk Universitet, har beskæftiget sig indgående med selskabsretlige og børsretlige problemstillinger i en længere årrække. De har udgivet en lang række selskabsretlige og børsretlige bøger og artikler, ligesom de aktivt har deltaget i arbejdet med at reformere den EU-retlige regulering inden for området.



ISBN 978-87-574-2421-6