

DANSK BØRSRET

1. DEL ALMINDELIGE EMNER

AF
PEER SCHAUMBURG-MÜLLER

Gjellerup

Indhold

INDHOLD

Oversigt	3
Forord	9

KAPITEL 1

Indføring	11
1.1. Introduktion	11
1.2. Formål	14
1.3. Systematik	15

KAPITEL 2

Børsrettens udviklingstræk	17
2.1. Introduktion	17
2.2. Tiden op til 1980'erne	19
2.3. Børsreform I	23
2.4. Den EU-retlige baggrund	29
2.5. Børsreform II	45
2.6. Tiden fra 1995-	48

KAPITEL 3

Børsrettens grundbegreber	55
3.1. Introduktion	55
3.2. Børskursens fastsættelse	55
3.3. Effektivitet, gennemsigtighed, likviditet, redelighed og ligebehandling	58
3.4. Corporate Governance	60

KAPITEL 4

Børsrettens institutioner og funktion	65
4.1. Introduktion	65
4.2. Økonomi- og erhvervsministeren	65
4.3. Fondsrådet	67
4.4. Finanstilsynet	75
4.5. Erhvervsankenævnet	77
4.6. Domstolene	79
4.7. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen	80
4.8. Forbrugerombudsmanden	81

4.9. Folketingets ombudsmand	81
4.10. En fondsbørs	81
4.11. En autoriseret markedsplads	92
4.12. Et ikke-reguleret marked	95
4.13. En værdipapircentral	96
4.14. En clearingcentral	98
4.15. Værdipapirhandlere	100
4.16. Fondsmægler	102
4.17. Værdipapirmægler	103
4.18. Pengemarkedsmægler	103

KAPITEL 5

Optagelse til børsnotering og emission	104
5.1. Introduktion	104
5.2. Generelle krav til børsnotering	105
5.2.1. Værdipapirer	105
5.2.2. Offentlig interesse og forventning om stadig omsætning	108
5.2.3. Beskyttelse af investorerne og værdipapirmarkedet	109
5.2.4. Omsættelighed	110
5.2.5. Registrering i en værdipapircentral og afvikling af værdipapirhandel	111
5.2.6. Udenlandske udstedere	112
5.3. Optagelse til notering af aktier	113
5.4. Selskabsretlige krav ifm. en børsnotering	122
5.5. Optagelse til notering af obligationer	127
5.6. Optagelse til notering af investeringsbeviser	128
5.7. Optagelse til notering af andre typer af værdipapirer	130
5.8. Værdipapirer udstedt af staten, amter mv.	131
5.9. Særligt marked	131
5.10. Optagelsesprocedure	132
5.11. Prospektkrav	135
5.11.1. Udstedere af aktier	142
5.11.2. Udstedere af obligationer	148
5.11.3. Udstedere af investeringsbeviser	149
5.11.4. Andre udstedere	151
5.11.5. Dispensation	152
5.11.6. Gensidig anerkendelse	154
5.12. Emission	155
5.13. Sletning og identitetsskifte	156

KAPITEL 6

Optagelse til handel på en autoriseret markedsplads og andre offentlige udbud	161
6.1. Introduktion	161
6.2. Betingelser for optagelse til handel på en autoriseret markedsplads	162
6.2.1. Indledning	162
6.2.2. Xtramarked	162
6.2.3. Dansk Autoriseret Markedsplads	164
6.3. Prospektkrav ved optagelse på en autoriseret markedsplads	167
6.3.1. Indledning	167
6.3.2. XtraMarked	168
6.3.3. Dansk Autoriseret Markedsplads	169
6.4. Særligt om andre offentlige udbud end børsnotering og optagelse til handel på en autoriseret markedsplads	171

KAPITEL 7

Oplysningsforpligtelser for børsselskaber	174
7.1. Introduktion	174
7.2. Oplysningskrav	179
7.2.1. Indledning	180
7.2.2. Nærmere om oplysningskravene	183
7.2.3. Høj standard og investorrelations	211
7.2.4. Aktiebaserede aflønningsprogrammer	213
7.2.5. Kapitalforhold og ændring i aktiviteter	215
7.2.6. Særlige regnskabskrav som kursrelevant oplysning	216
7.2.6.1. Årsrapport	217
7.2.6.2. Koncernregnskaber	224
7.2.6.3. Nærtstående parter	225
7.2.6.4. Årsregnskabsmeddelelse	226
7.2.6.5. Halvårsrapport og kvartalsrapport (delårsrapporter)	232
7.2.6.6. Forventet udvikling/budgetter	237
7.2.6.7. Finanskalender	241
7.2.7. Andre udstedere end udstedere af aktier	241
7.2.7.1. Udstedere af investeringsforeningsbeviser	242
7.2.7.2. Udstedere af obligationer	245
7.2.8. Revisorer, advokater m.fl.	248
7.2.9. Information efter påkrav	253
7.2.10. Dispensation	255
7.2.11. Videregivelse af intern viden	262

7.3. Egne aktier som kursrelevant oplysning	267
7.4. Ligelig behandling	273

KAPITEL 8

Oplysningsforpligtelser for selskaber optaget til handel på en autoriseret markedsplads	283
8.1. Introduktion	283
8.2. XtraMarked	283
8.3. Dansk Autoriseret Markedsplads	286

KAPITEL 9

Sanktioner, ansvar og erstatning	294
9.1. Introduktion	294
9.2. Sanktioner	295
9.2.1. På en fondsbørs	295
9.2.2. På en autoriseret markedsplads	304
9.2.3. På et ikke-reguleret marked	306
9.3. Erstatningsansvar	308

KAPITEL 10

Misbrug af intern viden og kursmanipulation	322
10.1. Introduktion	322
10.2. Misbrug af intern viden	324
10.2.1. Forbud mod at handle med intern viden	326
10.2.2. Forbud mod at videregive intern viden	330
10.2.3. Interne regler og handel med egne aktier	332
10.2.4. Insiderregister	334
10.3. Kursmanipulation	341

KAPITEL 11

Aktionærers forpligtelser	348
11.1. Introduktion	348
11.2. Oplysningsforpligtelse	349
11.2.1. Offentliggørelse af besiddelsesforhold	349
11.2.1.1. I børsselskaber	349
11.2.1.2. På en autoriseret markedsplads	359
11.2.1.3. På et ikke-reguleret marked	360
11.2.2. Offentliggørelse af aktionæraftaler	362
11.2.3. Oplysninger efter påkrav	365

11.3. Tilbudsplicht	365
11.3.1. Baggrund for tilbudsplicht	365
11.3.2. Reglernes hovedindhold	370
11.3.2.1. Hvilke erhvervelsestyper?	371
11.3.2.2. Hvilke majoritetserhvervelser?	376
11.3.2.3. Identiske betingelser	389
11.3.2.4. Særligt om forudgående tvangsindløsning	392
11.3.2.5. Tilbudsdokumentet	393
11.3.2.6. Tilbudsdokumentets offentliggørelse	397
11.3.2.7. Tilbagekaldelse af tilbud og budkonkurrence	398
11.3.2.8. Overdragerens pligter	400
11.3.2.9. Dispensation	401
11.3.2.10. Overtrædelse	402
11.3.2.11. Autoriserede markedspladser	403
11.3.2.12. Et ikke-reguleret marked	404
Litteratur	408
Oversigt over de væsentligste regler	411
Stikordsregister	412

Forord

Dansk Børsret, 1. Del, Almindelige emner er 1. del af i alt to bind om dansk børs- og kapitalmarkedsret. 1. del indeholder de almindelige regler inden for børs- og kapitalmarkedsretten, medens 2. del, Dansk Børsret, Værdipapirhandelsretten, indeholder børs- og kapitalmarkedsrettens regler om handel med børsnoterede værdipapirer, reglerne om værdipapircentraler, om clearingscentraler og om værdipapirhandlere.

Dansk Børsret, 1. og 2. Del indeholder således én samlet fremstilling af hele børs- og kapitalmarkedsretten. Dansk Børsret, 1. og 2. Del er først og fremmest tænkt som en lærebog i børs- og kapitalmarkedsret på universiteter og højere læreanstalter, men også som en monografi 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 dog også søgt således opbygget, at den 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.

Dansk Børsret, 1. og 2. Del er en fuldstændig omarbejdelse af Dansk Børsret Værdipapirmarkedsret, som jeg tidligere har udgivet sammen med Erik Bruun Hansen. Værdipapirhandelsloven og fondsmæglerselskabsloven har nu virket i praksis i efterhånden 7 år, og både lovene og de tilhørende bekendtgørelser og markedspladsernes, særligt Københavns Fondsbørs' egne regler, har siden lovenes oprindelige tilblivelse i 1995 undergået en lang række ganske omfattende ændringer. Mange erfaringer er indvundet inden for reglernes anvendelsesområde, både på det praktiske og teoretiske plan.

For mit eget vedkommende har jeg i en årrække undervist efter Dansk Børsret Værdipapirmarkedsret, bl.a. på Københavns Universitet og Handelshøjskolen i København. Også erfaringerne herfra er søgt indarbejdet i Dansk Børsret, 1. og 2. Del.

Fremstillingen er koncentreret om en fremstilling af reglerne inden for børs- og kapitalmarkedsretten. De bagvedliggende regler, som værdipapirhandelsloven, fondsmæglerselskabsloven, de tilhørende bekendtgørelser eller Københavns Fondsbørs' regler, er ikke medtaget som bilag i

bogen. Først og fremmest af pladmæssige hensyn, men også fordi disse regler oftere og oftere undergår ændringer, og et optryk derfor meget hurtigt ikke vil sikre læseren en àjourført udgave af reglerne. Samtidig er adgangen til reglerne lettet, og de vil alle kunne downloades og udskrives fra internettet, ligesom adgang hertil selvfølgelig kan skaffes ad mere traditionelle adgangsveje.

Frederiksberg, november 2002

Peer Schaumburg-Müller

Kapitel 1

Indføring

1.1. Introduktion

Et særpræg ved udviklingen af det finansielle marked i Danmark i dette århundrede har været det stadig stærkere offentlige engagement på områder, som tidligere var domineret af private interesser. Dette engagement har antaget flere former: fra iværksættelse af ensidige offentlige regulerings- og kontrolordninger over for den private økonomiske aktivitet til oprettelse af statslige bedrifter, der som udgangspunkt drives efter forretningsmæssige principper i almindelig konkurrence med private virksomheder.

At staten på denne måde engagerer sig i det privatkapitalistiske system, er ikke noget nyt for vor tid. Fx har staten allerede længe ført indgående kontrol med banker og sparekasser, forsikringsselskaber og realkreditforeninger. Det, som er nyt, er derimod for det første det store omfang, som det statslige engagement har fået, og for det andet at udviklingen har artet sig sådan, at det på mange måder ikke længere er så let at skille offentlig myndighedsudøvelse og det offentliges forretningsudøvelse.

Oprindeligt mente man, at statens ansvar stoppede ved ordningen af et effektivt militær-, politi-, domstols- og skolevæsen. I dag er holdningen snarere, at staten som samfundets stærkeste magtfaktor har hovedansvaret for samfundsmedlemmernes ve og vel på snart sagt alle livsområder, og når det gælder det finansielle marked, går den politiske uenighed langt oftere på, hvad staten bør foretage sig, end om staten bør gøre noget.

Endnu et træk ved udviklingen må nævnes. Eftersom det offentliges engagement er udvidet og har fået en mere kompleks karakter, har det været nødvendigt for staten at samarbejde med private for at få gennemført tiltagene. Undertiden er offentlig myndighed delegeret til et helt privat organ. Fx kan nævnes den myndighed, Realkreditrådet i 70'erne udøvende i forbindelse med tilsynet med realkreditinstitutterne. Ofte sker samarbejdet imidlertid ved, at repræsentanter fra den private sektor sidder som medlemmer af offentlige organer og råd. Stikordet for dette udviklingstræk er interesserepræsentation.

I gruppen af institutioner, som det kan være vanskeligt at placere i den konventionelle ramme, findes Københavns Fondsbørs. Herved adskiller børsen sig dog ikke fra en række af de institutioner, vi i øvrigt kender fra det finansielle marked, men i modsætning til de fleste er børsen flere hundrede år gammel og har i al væsentlighed haft samme organisationsform og

Dansk Børsret, 1. Del, Almindelige emner, er 1. del af to bind om dansk børs- og kapitalmarkedsret.

1. del indeholder de almindelige regler inden for børs- og kapitalmarkedsretten. Den omfatter reglerne om børsrettens institutioner og deres funktion, betingelserne for optagelse til børsnotering og for optagelse til handel på en autoriseret markedsplads, prospektregler, oplysningsforpligtelser for udstedere af værdipapirer og for aktionærer, købstilbud, insiderhandel og kursmanipulation samt sanktioner, ansvar og erstatning.

2. del indeholder børs- og kapitalmarkedsrettens regler om handel med børsnoterede værdipapirer, reglerne om værdipapircentraler, clearingcentraler værdipapirhandlere og fondsmæglerselskaber.

Dansk Børsret, 1. og 2. del, indeholder én samlet fremstilling af hele børs- og kapitalmarkedsretten. Fremstillingen er tænkt som lærebog på universiteter og højere læreanstalter, men kan også anvendes af praktikere, der skal have et mere detaljeret kendskab til børs- og kapitalmarkedsretten bl.a. til brug for rådgivning af klienter eller inhouse. Opbygningen gør at fremstillingen endvidere let kan anvendes af de direkte brugere af reglerne, dvs. børsselskaber, ledelser, bestyrelsesmedlemmer, aktionærer, investorer, værdipapirhandlere, analytikere og journalister, til at forstå reglerne og deres rækkevidde.

Peer Schäumburg-Müller er underdirektør i TDC A/S og lektor i børsret på Københavns Universitet samt i selskabs- og børsret på Handelshøjskolen i København. Han har forfattet til en lang række bøger og tidsskriftsartikler inden for børs- og selskabsretten.

www.gjellerup.com

ISBN 87-13-04838-4



9 788713 048380