

**Paul
Krüger
Andersen
& Nis Jul
Clausen**

INTRO DUKTION TIL BØRS RETTE

BØRSREFORM II

**Jurist- og
Økonomforbundets Forlag**

Alle rettigheder forbeholdes.
Mekanisk, fotografisk eller anden gengivelse eller
mangfoldiggørelse af denne bog eller dele heraf er
uden forlagets skriftlige samtykke ikke tilladt
ifølge gældende dansk lov om ophavsret.

Tryk: Gentofte Tryk
Printed in Denmark 1996
ISBN 87-574-6452-9

Indholdsfortegnelse

Forord	11
Kapitel 1. Børsrettens afgrænsning og udvikling (NJC)	13
1.1 Børsret som juridisk disciplin	13
1.2 Historisk udvikling	20
1.3 Børsreform II	22
1.3.1 Børsudvalgets nedsættelse	22
1.3.2 Den markedsmæssige udvikling	23
1.3.2.1 Københavns Fondsbørs	24
1.3.2.2 Internationalisering af det danske marked ...	25
1.3.3 Direktiverne	27
1.3.3.1 Investerings servicedirektioner – ISD	28
1.3.3.2 Kapitalkravs direktivet – CAD	33
1.4 Oversigt over den børsretlige regulering efter børsreform	34
Kapitel 2. Værdipapirhandelsloven – Centrale begreber og krav (NJC)	39
2.1 Lovgrundlaget	39
2.2 Lovgivningens målsætning og struktur	40
2.3 Værdipapirhandelslovens anvendelsesområde	43
2.3.1 Værdipapirhandel	44
2.3.2 Værdipapirer	46
2.4 God værdipapirhandelsskik	49
2.5 Værdipapirhandler	52
2.5.1 Organisation og kunderelationer	54
2.5.2 Kundernes aktiver og samledepoter	56
Kapitel 3. Værdipapirmarkedets institutioner (NJC)	61
3.1 Aktører – en oversigt	61
3.2 Grundlæggende principper	62
3.3 Fællesbetingelser for tilladelse	64
3.4. Fondsbørser	67
3.4.1 Fondsbørser og børsvirksomhed	67

3.4.2	Nærmere om fondsbørsers opgaver	70
3.4.2.1	Virksomhedsudøvelse	71
3.4.2.2	Regelfastsættelse	73
3.4.3.	Fondsbørsmedlemmer	76
3.5	Autoriserede markedspladser m.v.	77
3.5.1	Autoriserede markedspladser	77
3.5.2	Værdipapirmæglere	81
3.5.3	Pengemarkedsmæglere	82
3.6	Clearingscentraler – Clearing og afvikling	83
3.6.1	Clearingvirksomhed og clearingdeltager	84
3.6.2	Panteret og netting	87
3.6.2.1	Panteret	88
3.6.2.2	Netting	90
3.7	Værdipapircentraler – Registrering	92
3.7.1	Fondsaktiver og registreringsvirksomhed	93
3.7.2	Værdipapircentralers kapitalberedskab og erstatningsansvar	95
3.7.3	Kontoførende institutter	97
3.7.4	Registreringens retsvirkninger	98
3.8	Omdannelse af de eksisterende institutioner	100
3.9	Fondsrådet	101
3.9.1.	Sammensætning m.v.	101
3.9.2.	Markedstilsyn	102
3.9.3.	Regelfastsættelse	103
3.10	Fondsmæglerselskaber	105
3.10.1	Fondsmæglervirksomhed	106
3.10.2.	Kapitalkrav og tilladelse	108
3.10.3.	Status som værdipapirhandler	109

Kapitel 4. Børsintroduktion (PKA) 111

4.1	Fondsbørsen som finansieringskilde	111
4.2	Motiver til børsnotering	113
4.2.1	Adgangen til kapitalmarkedet	113
4.2.2	Generationsskifte	114
4.2.3	Vækstselskaber	115
4.2.4	Det blå stempel	115
4.2.5	Betydningen af aktiernes likviditet	116
4.2.6	Afgivelse af indflydelse	117
4.2.7	Skattemæssige forhold	118
4.3	Betingelser og procedure	121

4.3.1	Introduktionsproceduren. Oversigt	121
4.3.2	Betingelser for børsnotering	122
4.3.2.1	Handel og kursnotering har offentlig interesse	122
4.3.2.2	Krav til selskabets størrelse og levetid	123
4.3.2.3.	Spredning af aktierne	124
4.3.2.4	Aktierne skal være frit omsættelige	124
4.3.3	Særlig om prospektet	125
4.3.3.1	Regelgrundlaget	125
4.3.3.2	Prospektets indhold og form	126
4.3.4	Godkendelse og offentliggørelse	129
4.3.5	Undtagelsesbestemmelser	129
4.3.6	Gensidig anerkendelse af prospekter	130
4.4	Kapital- og kursfastsættelse m.v.	130
4.4.1	Aktiekapitalstørrelse og kursfastsættelse	130
4.4.2	Kursfastsættelsen og emissionsformer	131
4.4.3	Overtegning	133
4.4.4	Aktiestørrelse	133
4.5	Omkostninger	134
4.6	Autoriserede markedspladser – Børs III	134
4.7	Sletning og suspension	136
4.7.1.	Lovgrundlaget	136
4.7.2.	Sletning	136
4.7.3.	Suspension	137
4.7.3.	Observationslisten	138

Kapitel 5. Reguleringen af børsnoterede selskaber (PKA) 139

5.1	Indledning	139
5.2	Oplysningsforpligtelser og Insiderhandel	140
5.3	Majoritetsoverdragelser, take over bids m.v.	141
5.4	Om aktionærindflydelsen i børsnoterede selskaber	142
5.4.1	Aktionærerne i danske børsnoterede selskaber	142
5.4.2.	Aktionærindflydelse og aktionærindsigt	143
5.5	Særlige krav til ledelsen af børsnoterede selskaber	150
5.6	Kontrollen med selskabet	152

Kapitel 6. Oplysningsforpligtelse (NJC) 155

6.1	Oplysningsforpligtelsens funktion	155
6.2	Forskellige typer oplysningspligt	157
6.3	Udstedernes oplysningsforpligtelse	159

6.3.1	Pligten til informationsgivning	160
6.3.2	Den kontinuerlige oplysningsforpligtelse	163
6.3.2.1	Væsentlige, kursrelevante forhold	163
6.3.2.2	Offentliggørelsestidspunkt	167
6.3.2.3	Udformning af børsmeddelelser	169
6.3.2.4	Handel med egne aktier	170
6.3.3	Regnskabsmæssige oplysninger	172
6.3.3.1	Årsregnskab	173
6.3.3.2	Årsregnskabsmeddelelse og halvårsrapport	174
6.3.4	Dispensation	177
6.4	Storaktionærernes oplysningsforpligtelse	179
Kapitel 7. Majoritetsovertagelse og overtagelsestilbud (PKA) ... 183		
7.1	Sondringen majoritetsovertagelse/overtagelsestilbud	183
7.2	De økonomiske og juridiske problemstillinger i forbindelse med overtagelsestilbud	184
7.2.1	A market for corporate control	184
7.2.2	Børsretlige og selskabsretlige problemstillinger	186
7.3	Tilbudspligt efter Vphl § 31	187
7.3.1	Begrundelse for reglen	187
7.3.2	Hvornår er der tilbudspligt?	188
7.3.3	Overdragelse af kontrol	191
7.3.4	Overtagelsespligten	193
7.3.5	Tilbudsdokument. Pligtmæssige og frivillige tilbud	195
7.3.6	Fondbådets regelfastsættelse	197
7.3.7	Forholdet til aktieselskabslovens indløsningsregler	199
7.3.8	Undtagelser fra tilbudspligten	200
7.4	Fjendtlige overtagelser – og forsvar herimod	200
7.4.1	Problemstilling og begreb	200
7.4.2	Forsvar mod fjendtlige overtagelser	203
7.4.2.1	Vedtægtsbestemmelser og ejerkonstruktioner	203
7.4.3	Kapitalændringer	205
7.4.4	Erhvervelse af egne aktier	207
7.4.5	Forhøjelse af udbytte	209
7.4.6	Etablering af forpligtelser, der aktualiseres ved overtagelsesforsøg	209
7.4.7	Defensiv sammenslutning	210
7.4.8	Ikke-juridiske foranstaltninger	210
7.5	Selskabsledelsens loyalitetspligt	211

Kapitel 8. Insiderhandel og kursmanipulation (NJC)	215
8.1 Begreber og begrundelse	215
8.2 Insiderforbuddene	219
8.2.1 Anvendelsesområde	220
8.2.1.1 Værdipapirer og andre instrumenter	220
8.2.1.2 Intern viden	222
8.2.2 Personkredsen – Insidere	225
8.2.3 Forbud mod insiderhandel	226
8.2.3.1 Juridiske personers handel – Kinesiske mure	227
8.2.3.2 Handel med egne aktier	228
8.2.3.3 Værdipapirhandlere	230
8.2.4 Forbud mod videregivelse af intern viden	232
8.3 Krav om interne regler	234
8.3.1 De omfattende virksomheder m.v.	235
8.3.2 Indhold	237
8.4 Spekulationsforbud	239
8.5 Forbud mod kursmanipulation	241
8.5.1 Anvendelsesområde	243
8.5.2 Kursmanipulerende handlinger	243
Bilag	247
Bilag 1: Lov nr. 1072 af 20. december 1995 om værdipapirhandel m.v.	247
Bilag 2: Lov nr. 1071 af 20. december 1995 om fondsmæglerselskaber	275
Litteraturfortegnelse	289
Stikordsregister	291

Forord

Med vedtagelsen af *værdipapirhandelsloven* og *fondsmæglerloven* den 14. december 1995 afsluttedes et langvarigt lovarbejde. Loven gennemfører den såkaldte *børsreform II*. Lovarbejdet tog bl.a. sigte på at bringe det danske værdipapirmarked og børsreglerne på international omgangshøjde. »Fremtids-sikring« kaldes dette ofte i nyere lovarbejde.

Værdipapirhandelsloven er blevet en omfattende lov, som samler reguleringer, der hidtil har stået i enkeltlove. Værdipapirhandelsloven afløser bl.a. den tidligere lov om Københavns Fondsbørs og lov om en værdipapircentral.

Værdipapirhandelsloven indeholder lovgivningsmæssigt en række nyskabelser. Dette gælder navnlig med hensyn til de regler, der giver rammerne for værdipapirhandelen, d.v.s. reglerne om fondsbørsers organisation, clearing og afvikling af værdipapirhandel og kontrol.

De materielle regler om børsintroduktion, handel med børsnoterede værdipapirer og om de børsnoterede selskabers forhold er derimod ikke ændret på afgørende punkter. En væsentlig formel ændring er, at værdipapirhandelsloven gennemfører det princip, at loven kun angiver de overordnede rammer og hovedprincipper. De detaljerede bestemmelser om værdipapirhandel skal fastsættes af det nyoprettede *Fondbørseråd* og af fondsbørserne. Selv om værdipapirhandelsloven på en række punkter viderefører de hidtidige regler, medfører den anvendte lovteknik, at den detailregulering, som hidtil har stået bl.a. i betingelses- og børsprospektbekendtgørelserne og i oplysningsforpligtelser og børssetiske regler udstedt af Københavns Fondsbørs, systematisk skal gennemgås og rettes til med de ændringer, der trods alt er gennemført i værdipapirhandelsloven. Samtidig følger det af hele lovens sigte, at der kan (skal) ske en revurdering og ajourføring af detailreguleringen. Denne gennemgang af detailproblemer og formulering af nye bekendtgørelser, børssetiske regler m.v. er ganske omfattende. Det kan på nuværende tidspunkt ikke forudses præcist, hvornår det fuldstændige regelsæt vil være på plads.

I betragtning af de mange ændringer i den børsretlige regulering, som er et resultat af børsreform II, har vi vurderet, at der er behov for en fremstilling, som først og fremmest introducerer reformen. Af det ovenfor anførte følger,

at det hverken har været muligt, eller hensigtsmæssigt, at tage stilling til ethvert detailproblem eller at omtale enhver afgørelse. Den eksisterende praksis skal både revurderes og bekræftes ved Fondsrådets/fondsbørsernes regeludstedelse i henhold til værdipapirhandelslovenes bemyndigelsesbestemmelser.

Bogens systematik og afgrænsning er fastlagt af os i fællesskab. I øvrigt er vi hver for sig ansvarlige for vore respektive kapitler. Nis Jul Clausen har skrevet kapitel 1, 2, 3, 6 og 8 og Paul Krüger Andersen 4, 5 og 7.

Manuskriptet er afsluttet 1. januar 1996.

Vi bringer sekretærerne Hanne Christensen og Mona Nørgaard, som har renskrivet og bearbejdet manuskriptet, vores bedste tak.

Århus, januar 1996

Paul Krüger Andersen

Nis Jul Clausen

KAPITEL 1

Børsrettens afgrænsning og udvikling

1.1. Børsret som juridisk disciplin

I kraft af fondsbørsernes status som – "officiel" – markedsplads for formidling og fordeling af kapital har børserne traditionelt indtaget en central rolle på kapitalmarkedet. Hovedopgaven for en *fondsbørs* er at sammenføre på den ene side *udstederne* – erhvervsvirksomheder, realkreditinstitutter og staten – der gennem udstedelse og børsnotering af forskellige typer af værdipapirer søger at dække deres kapitalbehov, og på den anden side *investorerne* – professionelle og ikke professionelle – der ved køb og handel med værdipapirer ønsker at opnå det bedst mulige afkast af den investerede kapital. Selve handelen med værdipapirer på en fondsbørs sker via elektroniske handelssystemer (eller opråbsnotering), som fondsbørsen stiller til rådighed for de virksomheder, der er berettiget til at handle på børsen – *fondsbørsmedlemmer*. Handelssystemerne suppleres normalt af en række informationssystemer, som skal sikre, at markedsdeltagerne får oplysninger om børsnoteringens omfang og kurser, ligesom informationssystemerne videregiver de kursrelevante oplysninger, som udstedere af værdipapirer er forpligtet til at give markedet.

For at en fondsbørs kan udfylde denne funktion som markedsplads for udstedelse og omsætning af børsnoterede værdipapirer, er det af afgørende betydning, at ikke alene udstederne og investorerne, men også de finansielle formidlingsvirksomheder som pengeinstitutter, fondsmæglerselskaber m.v. har tillid til, at der er tale om et *effektivt, gennemsigtigt og likvidt marked* med rimelig mulighed for at vurdere, om kursfastsættelsen og handelen foregår på en redelig måde.

At et marked er *effektivt*, vil sige, at der blandt markedsdeltagerne er et højt informationsniveau, og at kurserne på de enkelte værdipapirer rationelt afspejler de fundamentale økonomiske forhold hos udstederne og markedet. Et marked siges at være *gennemsigtigt*, såfremt investorerne og andre markedsdeltagere forud for en handel med værdipapirer og efter handelens gennemførelse har adgang til informationer om kurser og handelsmængder, således at