

Børs- og kapital markeds ret

GREENS§JURA

Erik Werlauff

Børs- og kapitalmarkedsret

2. udgave af Børsret, 1. oplag

© Greens&Jura 2000

Akademisk Forlag A/S

Tryk: Nørhaven A/S, Viborg

Mekanisk, fotografisk eller anden gengivelse af denne bog eller dele heraf er ifølge gældende dansk lov om ophavsret ikke tilladt uden Greens Juras skriftlige samtykke eller aftale med Copy-Dan og Undervisningsministeriet. Undtaget herfra er korte uddrag til brug i anmeldelser.

Printed in Denmark 2000

ISBN 87-90790-50-2

Indhold

Forkortelser	11
Forord til 2.-udgaven	13
Kapitel 1 – Kapitalmarkedets tjenesteydere og tilsynet med dem	15
1.1 Børs- og kapitalmarkedsreglerne og disses fællesskabsretlige baggrund	15
1.1.1 Den fællesskabsretlige baggrund	15
a) Børsbetingelsesdirektivet	18
b) Introduktionsprospektdirektivet	20
c) Emissionsprospektdirektivet	23
d) Halvårsrapportdirektivet	25
e) Storaktionærdirektivet (transparensdirektivet)	26
f) Insiderdirektivet	28
g) Investerings servicedirektivet	30
1.1.2 Værdipapirhandelsloven m.v.	32
a) VHL's baggrund	33
b) VHL's hovedelementer	34
c) Værdipapirer og værdipapirhandel	35
d) Rammelov og detailregler	37
1.2 Fælles strukturregler for kapitalmarkedets tjenesteydere	39
1.2.1 Driftsplan, forretningsgange m.v.	39
1.2.2 Kvalificeret ejerandel i et aktørselskab	39
1.2.3 Indberetning af formodede overtrædelser	41
1.2.4 Aktørselskabernes bestyrelse og direktion	41
1.2.5 Forhåndsgodkendelse af aftaler af vidtrækkende betydning	42
1.2.6 Tavshedspligt	43
1.2.7 Årsregnskab og koncernregnskab	44
1.2.8 Ansvarlig kapital: fælles forskrifter	44
1.3 Nærmere om kapitalmarkedets tjenesteydere	44
1.3.1 Værdipapirhandlere	44
1.3.2 Fondsbørs	46

1.3.3	Autoriserede markedspladser	56
1.3.4	Værdipapirmæglere	58
1.3.5	Pengemarkedsmæglere	59
1.3.6	Clearingcentraler	59
1.3.7	Værdipapircentraler	61
1.3.8	Fondsmæglere	65
1.4	Kapitalmarkedets tilsynsforhold m.v.	70
1.4.1	Fondsrådet	70
1.4.2	Finanstilsynet	77
1.4.3	Klagenævnet for Værdipapircentraler	78
1.4.4	Pengeinstitutankenævnet	79
1.4.5	Erhvervsankenævnet	80
1.4.6	Forbrugerombudsmanden	80
1.4.7	Domstolene	81

Kapitel 2 – Grundprincipperne for tjenesteydernes funktioner 85

2.1	Generalklasulerne: God værdipapirhandelsskik, god børsskik og god forretningsskik	85
2.1.1	God værdipapirhandelsskik	86
2.1.2	God børsskik	88
2.1.3	God forretningsskik	89
2.1.4	Branchekutymer og »etiske forskrifter«	92
2.2	Den enkelte tjenesteyders funktioner	100
2.2.1	Værdipapirhandlere	100
a)	Loyalitet, omhu m.v. (»bonus pater værdipapirhandleren«)	101
b)	Beskyttelse mod værdipapirhandlerens insolvens, herunder indskyder- og investorgarantiordninger	110
c)	Depoter og samledepoter (fællesdepoter)	112
d)	Indberetningspligt vedrørende handler	115
2.2.2	Fondsbørser	116
a)	Lighed, redelighed, gennemskuelighed m.v.	117
b)	Detailregler for den enkelte fondsbørs	118
c)	Indberetningspligt vedrørende handler	119
d)	Børsvirksomhed – en tjenesteydelse	122
e)	Offentligretlige forskrifter anvendes ikke	125
2.2.3	Autoriserede markedspladser	125
2.2.4	Værdipapirmæglere	128

2.2.5	Pengemarkedsmæglere	128
2.2.6	Clearingcentraler	129
a)	Kontantkonti og afviklingslån	130
b)	Nettingaftaler og særlige omstødsregler	132
2.2.7	Værdipapircentraler	135
2.2.8	Fondsmæglere	140

Kapitel 3 – At blive børsnoteret 142

3.1	Hvorfor »går et selskab på børsen«?	142
3.2	Kompetencen til beslutninger om børsoptagelse	146
3.3	Betingelser for optagelse af et papir til notering	146
3.3.1	Fællesskabsretlige børsbetingelsesforskrifter	147
3.3.2	Danske børsbetingelsesforskrifter	151
a)	Overordnede optagelsesbetingelser	152
b)	Kursfastsættelsen	161
c)	Særlige betingelser for optagelse på vækstbørsen »Det nye Marked«	163
3.4	Prospektkravene	164
3.4.1	Fællesskabsretlige prospektforskrifter	164
3.4.2	Danske prospektforskrifter	168
a)	Overordnede forskrifter	169
b)	God prospektskik	170
c)	Kompetenceforholdene	170
d)	Forudgående prospektgodkendelse	171
e)	Emissionsinstitut; verifikation; due diligence	171
f)	Prospekterklæringer	177
g)	Offentliggørelse; prospektillæg; tegningsblanket	179
h)	Erstatningsansvar	182
i.	Fælles bemærkninger om erstatningsansvar	182
ii.	Emissionsinstitutts ansvar	185
iii.	Begrebet »prospektansvarlig«	189
iv.	Kan »Løgstør-kriteriet« anvendes?	190
v.	»Hafnia-kriteriet«	192
vi.	En fondsbørs' eller autoriseret markedsplads' ansvar?	193
vii.	Emittentselskabets ansvar?	196
viii.	Emittentselskabets bestyrelse, direktion og revision	198
ix.	Værneting for erstatningskrav	198
i)	Emissionsgaranti	198

3.4.3	Prospektkrav ved andre offentlige udbud end ved børsnotering	199
	a) Fællesskabsrettens forskrifter	199
	b) De danske forskrifter	202
Kapitel 4	– At være børsnoteret	204
4.1	Børsretlige oplysningsforpligtelser om kursrelevante forhold	204
4.1.1	Straks-offentliggørelse af kursrelevante forhold	204
	a) Hvad er kursrelevant information?	204
	b) Nærmere om oplysningsforpligtelserne	205
	c) Konkrete eksempler på »væsentlige forhold«	222
	d) Realitet frem for formalitet	224
	h) Interne forskrifter i selskabet	227
4.1.2	Beholdning af egne aktier som kursrelevant oplysning, herunder share-buy-back programmer	227
4.1.3	Kendskab til storaktionærer som kursrelevant oplysning	232
	a) Hvem er anmeldelsespligtig?	234
	b) Tærskelværdierne	236
	c) Aktier, der medtælles	237
	i) Unoterede selskaber:	237
	ii) Børsnoterede selskaber:	238
	d) Selve indberetningen	239
	e) Yderligere nuancer mellem noterede og unoterede selskaber	240
4.1.4	Storaktionærers aktionæroverenskomster	241
4.1.5	Halvårs- og kvartalsrapporter som kursrelevant oplysning	242
	a) Fællesskabsretlige forskrifter om halvårsrapport	242
	b) Danske forskrifter om halvårsrapport	247
	c) Dansk anbefaling om kvartalsrapport	253
4.1.6	Særlige regnskabskrav som kursrelevant oplysning	253
	a) Fornikrav m.v. til regnskabet	254
	b) Indholdskrav til regnskabet	256
	c) Koncernregnskab	263
	d) Revisorer i børsnoterede selskaber	265
	e) Reform af årsregnskabslovgivningen: Værdibaseret regnskab	267
4.2	Brug og misbrug af intern viden	269
4.2.1	Fællesskabsretlige forskrifter	269
4.2.2	Dansk ret	273
	a) Spekulationsforbud	273
	b) Insider trading vedrørende børsnoterede papirer	275
	c) Videregivelse	277
	d) Interne regler i selskabet	280
	e) Selskabet selv som insider (ad egne aktier)	284
	f) Straf for insider trading	287
4.3	Selskabsretlige specialforskrifter for børsnoterede selskaber	293
4.3.1	Samspillet mellem selskabs- og børsregler	293
4.3.2	Egne aktier	301
4.3.3	Bestyrelsens forretningsorden	303
4.3.4	Forbud mod »arbejdende bestyrelsesformand«	303
4.3.5	Navnenotering af ledelsens m.fl.s aktier	304
4.3.6	Ordinær generalforsamling	305
4.3.7	Spørgsmålsret på generalforsamlingen	305
4.3.8	Erhvervs- og Selskabsstyrelsen påser også overholdelse af bl.a. børsforskrifter	306
4.4	Overtagelse af kontrollen over et børsnoteret selskab	307
4.4.1	Gældende dansk ret om majoritetsovertagelse (takeover)	308
	a) Lovregulering af tilbudspligten	310
	b) Hvornår udløses der tilbudspligt?	311
	c) Tilbudsdokumentet	315
	d) Tilbudskurs og ligebehandling	317
	e) Tilbudets offentliggørelse	323
	f) Tilbagekaldelse af tilbudet. Konkurrerende tilbud	324
	g) Due diligence forud for majoritetsovertagelse	328
4.4.2	EU's direktivudkast, 13. selskabsdirektiv	328
	a) Ny teknik: et rammedirektiv	330
	b) Anvendelsesområdet: børsselskaber	332
	c) Obligatoriske og frivillige tilbud	333
	d) Ligebehandling, tilbudsdokument m.v.	335
	e) Målselskabets bestyrelse og direktion	336
4.5	Stemmeret og stemmevægt: Magtforholdene i børsnoterede selskaber	339
4.5.1	Den tyske model for udjævning af stemmevægtsforskelle	339
4.5.2	Hvorfor er der et problem?	340
4.5.3	Kan markedsmekanismen ikke klare problemet?	341

4.5.4 Forslaget til 5. selskabsdirektiv	342
4.5.5 Virkning for nye emissioner eller for alle selskaber?	344
4.5.6 Godtgørelse til A-aktionærer?	345
4.5.7 Hvad gør selskaberne, hvis lovændringen kommer?	347
4.6 Sanktioner og reaktioner:	350
Observation, suspension, afgifter og sletning	350
4.6.1 Overblik over sanktioner og reaktioner.	351
4.6.2 Suspension	351
4.6.3 Sletning	352
4.6.4 Observationsliste	355
4.6.5 Børspause	355
Kapitel 5 – Børskursens juridiske betydning	359
5.1 Indledning	359
5.2 Juraens udgangspunkt for værdiansættelse: Børskursen	359
5.3 Minoritetsindløsning; fusion	363
5.4 Køb og salg af egne aktier	365
5.5 Skæv kapitalnedsættelse	366
5.6 Værdiansættelse på årsregnskab.	368
5.7 Emission uden fortegningsret	368
5.8 Skattemæssig betydning af børskursen	369
5.9 Kursmanipulation	370
Værdipapirhandelsloven	378
Litteratur	448
Domme og kendelser	454
Stikord	455

Forkortelser

AABL	aktieavancebeskatningsloven
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AL	aktieselskabsloven
ApL	anpartsselskabsloven af 1996
BGB	(tysk) Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	(tysk) Bundesgerichtshof
BSL	bank- og sparekasseloven
EU	Det Europæiske Fællesskab
EuZW	(tysk) Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
FBL	(tidl.) fondsbørsloven
FML	fondsmæglerloven
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
L	lovforslag (nr.)
månedssrapport	Københavns Fondsbørs A/S' månedssrapport (med nr., år og måned)
NASD	National Association of Securities Dealers
NASDAQ	The National Association of Securities Dealers Automated Quotation
NJA	(svensk) Nytt Juridisk Arkiv
NJW	(tysk) Neue Juristische Wochenschrift
NRT	Norsk Rettstidende
NYSE	New York Stock Exchange
OLG	(tysk) Oberlandesgericht
RG	(norsk) Rettens Gang

RL	årsregnskabsloven
R&R	Revision & Regnskabsvæsen
Saml.	EF-Domstolens Samling af afgørelser
SEC	Securities and Exchange Commission
SEL	selskabsskatteloven
TfR	(nordisk) Tidsskrift for Rettsvitenskap
TSN	Told & Skat Nyt
UfR	Ugeskrift for Retsvæsen
V	Vestre Landsrets dom eller kendelse
VHL	værdipapirhandelsloven
ZGR	(tysk) Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZIP	(tysk) Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
Ø	Østre Landsrets dom eller kendelse

Forord til 2.-udgaven

Bogens første udgave udkom i 1997, dengang under titlen BØRSRET. Den blev skrevet omtrent samtidig med ikrafttrædelsen af værdipapirhandelsloven, VHL, og fondsmæglerloven, FML.

1.-udgaven blev godt modtaget, jf. Jesper Lau Hansens udførlige anmeldelse i UfR 1997 B s. 361-64 med en afsluttende venlig bemærkning om, at "med Werlauff på hylden har man gode kort på hånden".

Nu har VHL og FML virket i praksis i næsten 5 år. Mange erfaringer er indvundet, også for mit eget vedkommende, både på det praktiske og det teoretiske plan, herunder også undervisningsmæssigt. GreensJura og jeg har derfor fundet tiden inde til en 2.-udgave. I denne er fremstillingen koncentreret om den retsvidenskabelige kerne, idet 1.-udgavens bilag i form af dokument-eksempler, love og bekendtgørelser er udeladt, dog at selve VHL fortsat er medtaget som bilag.

Den omfattende økonomiske fremstilling i 1.-udgavens kapitel 5 om børskursens tilblivelse er udeladt. Afsnittet var skrevet af konsulent, cand.oecon. Per Vestergaard. Han og jeg underviser i fællesskab i børsret og børsøkonomi, og vi har megen glæde af samspillet mellem jura og økonomi. Men vi har i enighed fundet, at afsnittet om børsøkonomi efterhånden kræver en så indgående fremstilling, at der er grundlag for en særskilt bog herom af Per Vestergaard. Den udkommer på GreensJura og skulle gerne blive nærværende bogs økonomiske "tvilling".

Bogens titel er justeret under indtryk af den udvikling, der finder sted i mange lande. Kapital fremskaffes ikke blot via fondsbørser, men også via autoriserede markedspladser, OTC-markeder m.v. Det er derfor ikke kun børsretten, men i det hele taget kapitalmarkedsretten, der behandles. I konsekvens heraf er titlen blevet BØRS- OG KAPITALMARKEDSRET.

Særskilte afsnit om banker og sparekasser har jeg overvejet som en mulighed, men forkastet. Bankerne spiller en vigtig rolle som værdipapirhandlere, emissionsinstitutter og kapitalformidlere i øvrigt, og som sådanne er de fyldigt repræsenteret i bogen. Men den egentlige

bankjura - forstået som modtagelse af indlån og ydelse af udlån, garanti m.v. - bør snarere behandles i sammenhæng med kredit- og finansieringsretten. Det er og bliver således udstedelsen af og handelen med værdipapirer, der er bogens centrale emne.

Bogen er som hidtil disponeret i følgende kapitler: (1) Kapitalmarkedets tjenesteydere og tilsynet med dem, (2) grundprincipperne for tjenesteydernes funktioner, (3) at gå på børsen, (4) at være på børsen og (5) børskursens juridiske betydning.

Aalborg Universitet, april 2000

Erik Werlauff

1. Kapitalmarkedets tjenesteydere og tilsynet med dem

1.1 Børs- og kapitalmarkedsreglerne og disses fællesskabsretlige baggrund

1.1.1 Den fællesskabsretlige baggrund

Inden for børs- og kapitalmarkedsrettens område skal direktiverne være tilgodes to formål: (1) Gennem harmonisering og gensidig anerkendelse af prospekter, regnskaber m.v. ønsker man at give virksomhederne mulighed for at fremskaffe kapital på flere markeder og samtidig hermed mindske de omkostninger, som er forbundet med at rejse kapital internationalt. (2) Herudover skal børsdirektiverne ved fastsættelse af minimumsregler om betingelserne for børsnotering og om udstedernes oplysningsforpligtelse beskytte investorerne og forbedre mulighederne for at foretage investeringer på tværs af landegrænserne, jf. herved nærmere præamblerne til de betingelses-, prospekt- og halvårsdirektivet.

De væsentligste børs- og kapitalmarkedsretlige direktiver er udarbejdet under henvisning til art. 44(3)g, EF (ex 54(3)g), som tillige er det klassiske grundlag for udviklingen af selskabsretten.

Art. 44's formål er at fjerne de bestemmelser i de nationale lovgivninger, som hindrer statsborgere i en medlemsstat (samt erhvervsdrivende juridiske personer, jf. art. 48 EF) i frit at etablere sig på en anden medlemsstats område.

Den fællesskabsretlige regulering på børsområdet er endnu langt fra fuldstændig, og ikke så vidtgående som reguleringen inden for selskabsretten. Mest omfattende er harmoniseringen af betingelserne for optagelse af værdipapirer til notering på en børs i EU og den hertil knyttede prospektoplysningsforpligtelse, jf. betingelsesdirektivet og børsprospektdirektivet.

Børsdirektiverne vil ud over en materiel regulering ofte have regler om tilsyn og om gensidig anerkendelse af myndighedshandlinger,

Børs- og kapitalmarkedsret giver en samlet fremstilling af den danske børs-, værdipapirhandels- og kapitalmarkedsret. Børsreformen fra 1996 har nu virket i nogle år, derfor er de første års praksis under den nye lov medtaget i bogen.

Børs- og kapitalmarkedsret indeholder et teoretisk og praktisk grundlag for forståelsen af tjenesteydernes, myndighedernes og de børsnoterede selskabers forhold.

Erik Werlauff behandler kapitalmarkedets tjenesteydere og myndigheder samt deres funktioner. Desuden beskriver forfatteren, hvordan et selskab bliver børsnoteret, og hvilke regler børsnoterede selskaber skal overholde.

Professor, dr. jur. *Erik Werlauff* er født i 1952 og uddannet i Justitsministeriet og på advokatkontor. Han er forfatter og medforfatter til en række udgivelser inden for selskabs-, finansierings-, skatte- og procesretten. Bl.a. er han forfatter til "*Werlauff's kommenterede Aktieselskabslov*", *Greens§Jura*, og redaktør på "*Aktieselskabsret*" i *Greens§JuraSystem*.

GREENS§JURA

