WERLAUFF & MOALEM

VÆRDIPAPIRHANDELSLOVEN MED KOMMENTARER

GJELLERUP

VÆRDIPAPIRHANDELSLOVEN

Med kommentarer

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Nye bøger fra Gjellerup

Tilmeld dig vores nyhedsbrev på www.gjellerup.com
og få information om nye bøger.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

VÆRDIPAPIR-HANDELSLOVEN

Med kommentarer

WERLAUFF & MOALEM

Gjellerup

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Værdipapirhandelsloven med kommentarer

© Erik Werlauff, David Moalem, Dan Moalem og Gjellerup/Gads Forlag 2006
Omslag: Hald Engel
Sats: BookPartnerMedia
Tryk: AKA-Print A/S, Århus

ISBN 13: 978-87-13-04871-7

1. udgave, 1. oplag

Kopiering fra denne bog må kun finde sted
på institutioner, der har indgået aftale med
COPY-DAN, og kun inden for de i aftalen
nævnte rammer. Det er tilladt at citere med
kildeangivelse i anmeldelser.

www.gjellerup.com

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Indhold

Forkortelser 17

Forord 19

Lovtekst 21

KAPITEL 1
Værdipapirhandel
§ 1 118
§ 2 122
§ 2 a 131
§ 2 b 131
§ 3 132
§ 3 a 144

KAPITEL 2
Værdipapirhandlere
§ 4 146
§ 4 a 148
§ 5 148
§ 6 148

KAPITEL 3
Fælles bestemmelser
§ 7 149
§ 7 a 151
§ 8 151
§ 9 155
§ 10 156

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 10 a 160
§ 11 162
§ 12 163
§ 12 a 167
§ 12 b 169
§ 12 c 175
§ 12 d 176
§ 13 180
§ 14 181
§ 15 184

KAPITEL 4
Børsvirksomhed
§ 16 186
§ 17 190
§ 18 192
§ 19 195

KAPITEL 5
Adgang til en fondsbørs
§ 20 198

KAPITEL 6
Prospekter for optagelse af værdipapirer til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked samt for første offentlige udbud af værdipapirer over 2.500.000 euro mv.
§ 21 202
§ 22 203
§ 23 213
§ 23 a 273
§ 24 277
§ 25 279
§ 26 a 283

KAPITEL 7
Oplysningsforpligtelser
§ 27 285

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 27 a 295
§ 28 297
§ 28 a 299
§ 28 b 309
§ 28 c 313
§ 29 316
§ 29 a 321
§ 30 321

KAPITEL 8
Overtagelsestilbud
§ 31 322
§ 32 345
§ 32 a 352

KAPITEL 9
Indberetning af handler
§ 33 353
§ 33 a 355

KAPITEL 10
Misbrug af intern viden, kursmanipulation og foranstaltninger til modvirkning af markedsmisbrug
§ 34 356
§ 35 367
§ 36 387
§ 37 393
§ 37 a 411
§ 38 411
§ 39 421
§ 39 a 431

KAPITEL 11
Virksomhed som autoriseret markedsplads
§ 40 433
§ 40 a 435
§ 41 436
§ 42 438

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 42 a 439

KAPITEL 11 a

Virksomhed som alternativ markedsplads

§ 42 b 441
§ 42 c 456
§ 42 d 457
§ 42 e 458

KAPITEL 12

Prospekter ved første offentlige udbud af værdipapirer mellem 100.000 euro og 2.500.000 euro

§ 43 460
§ 44 468
§ 45 473
§ 46 473

KAPITEL 13

Værdipapirmæglere

§ 47 475

KAPITEL 14

Pengemarkedsmæglere

§ 48 478
§ 49 480

KAPITEL 15

Clearingvirksomhed

§ 50 482
§ 51 486
§ 52 486
§ 53 488

KAPITEL 16

Tilslutning til en clearingcentral

§ 54 491

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

KAPITEL 17
Risikoafdækning
§ 55 494
§ 56 499

KAPITEL 18
Betalingssystemer, netting mv.
§ 57 501
§ 57 a 505
§ 57 b 508
§ 57 c 511
§ 57 d 512
§ 57 e 513

KAPITEL 18 a
Aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse og slutafregning m.v.
§ 58 515
§ 58 a 517
§ 58 b 518
§ 58 c 519
§ 58 d 520
§ 58 e 520
§ 58 f 522
§ 58 g 525
§ 58 h 528
§ 58 i 534
§ 58 j 534
§ 58 k 536
§ 58 l 538
§ 58 m 540

KAPITEL 18 b
Tingsretligt lovvalg
§ 58 n 541

KAPITEL 19
Udstedelse og registrering af dematerialiserede værdipapirer
§ 59 545

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

KAPITEL 20
Registreringsvirksomhed
§ 60 550
§ 61 552

KAPITEL 21
Tilslutning til en værdipapircentral
§ 62 555
§ 63 558
§ 64 559
§ 65 561

KAPITEL 22
Retsvirkninger af registrering m.v.
§ 66 563
§ 67 565
§ 68 566
§ 69 568
§ 70 569
§ 71 570
§ 72 571
§ 73 572
§ 74 573
§ 75 573

KAPITEL 23
Kontoudskrifter
§ 76 576

KAPITEL 24
Klage og erstatning
§ 77 578
§ 78 580
§ 79 581
§ 80 582
§ 81 583
§ 82 585
§ 82 a 586

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

KAPITEL 25
Tilsyn, kontrol m.v.
§ 83 587
§ 83 a 592
§ 83 b 595

KAPITEL 26
Nærmere bestemmelser om Fondsrådet, tavshedspligt m.v.
§ 84 603
§ 84 a 609
§ 84 b 618
§ 84 c 622
§ 85 626
§ 86 626
§ 87 628
§ 88 630
§ 89 633
§ 90 634
§ 91 634

KAPITEL 27
Inddragelse af tilladelse
§ 92 636

KAPITEL 28
Straffebestemmelser
§ 93 639
§ 94 641
§ 95 643
§ 96 643

KAPITEL 29
Omdannelsesbestemmelser
§ 97 646
§ 98 646
§ 99 648
§ 100 648
§ 101 648

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 102 649
§ 103 650
§ 104 650

KAPITEL 30
Ændring af andre love
§ 105 651
§ 106 653
§ 107 654
§ 108 654
§ 109 654
§ 110 655
§ 111 655
§ 112 655
§ 113 657
§ 114 657
§ 115 658
§ 116 658
§ 117 658
§ 118 659
§ 119 659
§ 120 660
§ 121 660
§ 122 660
§ 123 661
§ 124 662
§ 125 662

KAPITEL 31
Ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser m.v.
§ 126 663
§ 127 664
§ 127 a 664
§ 128 666
§ 129 666
§ 130 666

Litteratur 668

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bilag

Europa-parlamentets og rådets direktiv 2004/25/ EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud (EØS-relevant tekst) 675
Kommissionens forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter (EØS-relevant tekst) 690
KOMMISSIONENS DIREKTIV 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation (EØS-relevant tekst) 698
Kommissionens direktiv 2003/125/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til redelig fremlæggelse af investeringsanbefalinger og oplysning om interessekonflikter (EØS-relevant tekst) 702
Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug) 709
Market Abuse Directive Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive . 722
Kommissionens direktiv 2004/72/EF af 29. april 2004 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF, for så vidt angår accepteret markedspraksis, definition af intern viden i forbindelse med varederivater, udarbejdelse af lister over insidere, anmeldelse af ledende medarbejderes transaktioner og af mistænkelige transaktioner (EØS-relevant tekst) 734
Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF 741

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Oversigt over regulerede markeder og nationale bestemmelser til gennemførelse af de relevante krav i investeringsservice-direktivet (93/22) (2005/C 112/02) 796
Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF (EØS-relevant tekst) 805
KOMMISSIONENS FORORDNING (EF) Nr. 809/2004 af 29. april 2004 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EC for så vidt angår oplysninger i prospekter samt disses format, integration af oplysninger ved henvisning og offentliggørelse af sådanne prospekter samt annoncering (EØS-relevant tekst) 834
Bekendtgørelse nr. 306 af 28. april 2005 om prospekter for værdipapirer, der optages til notering eller handel på et reguleret marked, og ved første offentlige udbud af værdipapirer over 2.500.000 euro 933
Bekendtgørelse nr. 307 af 28. april 2005 om prospekter ved første offentlige udbud mellem 100.000 euro og 2.500.000 euro af visse værdipapirer 943
Bekendtgørelse nr. 126 af 28. februar 2005 om meddelelse, indberetning og offentliggørelse af ledende medarbejderes transaktioner, insiderlister, underretning om mistænkelige transaktioner, indikationer på kursmanipulation og accepteret markedspraksis (bekendtgørelse om markedsmisbrug) 947
Bekendtgørelse nr. 416 af 8. maj 2006 om overtagelsestilbud samt om aktionærers oplysningsforpligtelser I medfør af § 30, stk. 1, § 32 stk. 3, § 32 a, stk. 2, og § 93, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 843 af 7. september 2005, fastsættes: 953
Bekendtgørelse nr. 728 af 11. juli 2005 om storaktionærer . . 961
Bekendtgørelse nr. 769 af 5. juli 2006 om, hvilke betalingssystemer der er omfattet af Danmarks Nationalbanks overvågning 963
Bekendtgørelse nr. 608 af 20. juni 2005 om delegation af beføjelser til Københavns Fondsbørs A/S og Dansk Autoriseret Markedsplads A/S 964

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bekendtgørelse nr. 66 af 18. januar 2005 om forretningsorden for Fondsrådet 966
Bekendtgørelse nr. 72 af 31. januar 2003 om god værdipapirhandelsskik 971
Bekendtgørelse nr. 1032 af 5. december 1996 om tidsfrister for at gøre retten til automatisk pant og betalingsforbehold gældende m.v. 975
Bekendtgørelse nr. 986 af 4. oktober 2004 om værdipapirhandlere der driver et alternativt handelssystem 976
Bekendtgørelse nr. 331 af 23. april 1996 om betingelserne for optagelse til notering af værdipapirer på en fondsbørs .. 978
Bekendtgørelse nr. 961 af 1. december 2003 om Erhvervs- og Selskabsstyrelsens offentliggørelse af prospekter ved første offentlige udbud af visse værdipapirer 990
Bekendtgørelse nr. 700 af 21. juni 2006 om henlæggelse af beføjelser til Finanstilsynet samt om klageadgang (Delegationsbekendtgørelsen) 994
Bekendtgørelse nr. 414 af 21. maj 2001 om indberetning af handler med værdipapirer, der er noteret på en fondsbørs m.v. 996

Domsregister 997

Stikordsregister 999

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

This page intentionally left blank

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Forkortelser

Afgørelser og udtalelser	Afgørelser & meddelelser fra Københavns Fondsbørs
aftl.	aftaleloven
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AL	aktieselskabsloven
ApL	anpartsselskabsloven af 1996
BGB	(tysk) Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	(tysk) Bundesgerichtshof
BSL	bank- og sparekasseloven
ELR	European Law Review
EU	Det Europæiske Fællesskab
EuZW	(tysk) Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
FBL	(tidl.) fondsbørsloven
FML	fondsmæglerloven
FVL	lov om finansielle virksomheder
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

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

L	lovforslag (nr.)
MfL	markedsføringsloven
Månedsrapport	Københavns Fondsbørs A/S' månedsrapport (med nr., år og måned) Fra 2000: Citeret som Afgørelser og meddelelser (med 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

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Forord

Ligesom der er behov for at anskue et gigantisk og yderst teknisk præget retsområde som børs- og kapitalmarkedsretten overordnet i lærebogsform mv., er der også behov for at anskue den i detaljer, dvs. paragraf for paragraf, netop fordi området er præget af en sådan juridisk-teknisk detaljerigdom.

Hermed fremlægger vi vort bud på en sådan lovkommentar, der i sagens natur kun kan være et øjebliksbillede – ændringer og justeringer er hele tiden på vej, og hvis man venter for lige at få også den næste ændring med, vil kommentaren aldrig blive færdig.

Vi har derfor valgt at gøre status nu, og de lovændringer, der er på vej som følge af direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID-direktivet), transparensdirektivet mv., har vi derfor ikke indarbejdet i kommentarerne, men foreløbig henvist til ét af bogens mange nyttige bilag.

Erik Werlauff Dan Moalem David Moalem

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

This page intentionally left blank

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Lovtekst
LBK 479 af 1. juni 2006 om værdipapirhandel mv.
(Værdipapirhandelsloven)

Afsnit I
Indledende bestemmelse

Kapitel 1
Værdipapirhandel

§ 1 **[Anvendelsesområde]** Denne lov finder anvendelse på værdipapirhandel.

Stk. 2. Ved værdipapirhandel forstås

1. offentligt udbud af værdipapirer,
2. køb og salg for egen eller tredjemands regning af værdipapirer,
3. formidling af køb og salg af værdipapirer,
4. erhvervsmæssig rådgivning vedrørende værdipapirer,
5. porteføljepleje samt
6. afgivelse af emissionsgarantier.

Stk. 3. Loven finder endvidere anvendelse på børsvirksomhed, clearingvirksomhed, registreringsvirksomhed m.v. og registrerede betalingssystemer.

§ 2 **[Instrumenter]** Denne lovs bestemmelser om værdipapirer finder anvendelse på følgende instrumenter:

1. Aktier og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse,
2. obligationer og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse,
3. andre værdipapirer, der omsættes og hvormed værdipapirer som nævnt under nr. 1 eller 2 kan erhverves ved tegning, ombytning eller kontant betaling,
4. andele i investeringsforeninger, specialforeninger, godkendte fåmandsforeninger, hedgeforeninger, udenlandske investeringsinstitutter og andre kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

m.v.,

5. pengemarkedsinstrumenter, der er optaget til notering på en fondsbørs, samt indlånsbeviser og commercial papers,
6. finansielle futures og tilsvarende instrumenter,
7. fremtidige renteaftaler (FRA-kontrakter),
8. rente- og valutaswaps samt swaps på aktier og aktieindeks,
9. råvareinstrumenter mv., herunder tilsvarende instrumenter der afregnes kontant,
10. optioner på at erhverve eller afhænde et værdipapir, der falder ind under nr. 1-9, og optioner på aktie- og obligationsindeks, herunder tilsvarende instrumenter, der afregnes kontant,
11. omsættelige pantebreve med pant i fast eller løsøre og
12. andre instrumenter og kontrakter efter Finanstilsynets beslutning.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte regler om, at nærmere bestemte instrumenter undtages fra denne lov.

§ 3 **[God værdipapirhandelsskik].** Enhver værdipapirhandel skal udføres på en redelig måde og i overensstemmelse med god værdipapirhandelsskik. Finanstilsynet kan give påbud om berigtigelse af forhold, der er i strid med 1. pkt.

Stk. 2. Økonomi- og erhvervsministeren fastsætter nærmere regler om god værdipapirhandelsskik.

Stk. 3. Forbrugerombudsmanden kan anlægge sag om forbud og påbud vedrørende overtrædelser af regler om god værdipapirhandelsskik, jf. stk. 1, og regler udstedt efter stk. 2. Markedsføringslovens § 13, stk. 1, og § 14, stk. 1, finder tilsvarende anvendelse på sager anlagt af Forbrugerombudsmanden efter denne bestemmelse.

Kapitel 2
Værdipapirhandlere

§ 4 **[Værdipapirhandlere].** Ved en værdipapirhandler forstås i denne lov

1. finansielle virksomheder, der har tilladelse som pengeinstitut, for så vidt disse virksomheder har tilladelse efter lov om finansiel virksomhed § 9, stk. 1, samt finansielle virksomhe-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

der, der har tilladelse som fondsmæglerselskab,
2. finansielle virksomheder, der har tilladelse som realkreditinstitut eller investeringsforvaltningsselskab, for så vidt disse virksomheder har tilladelse efter lov om finansiel virksomhed § 9, stk. 1,
3. kreditinstitutter, investeringsselskaber og administrationsselskaber, der er meddelt tilladelse i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, såfremt selskabet lovligt udøver værdipapirhandel enten gennem en filial eller ved at yde tjenesteydelser her i landet, jf. lov om finansiel virksomhed § 30 henholdsvis § 31, og
4. kreditinstitutter og investeringsselskaber, der er meddelt tilladelse i et land uden for Den Europæiske Union, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, såfremt selskabet lovligt udøver værdipapirhandel enten gennem filial eller ved at yde tjenesteydelser her i landet, jf. lov om finansiel virksomhed § 1, stk. 3, henholdsvis § 33.

Stk. 2. Lovens bestemmelser om en værdipapirhandlers pligter finder tillige anvendelse på udenlandske kreditinstitutter og investeringsselskaber, som i medfør af § 20, stk. 2, er optaget som medlem på en dansk fondsbørs, eller som i medfør af § 64, stk. 3, har indgået en tilslutningsaftale med en værdipapircentral.

§ 4 a **(Ophævet).**

§ 5 **(Ophævet).**

§ 6 **(Ophævet).**

Kapitel 3
Fælles bestemmelser

§ 7 **[Definitioner].** I denne lov forstås
1. ved en fondsbørs et aktieselskab, der driver børsvirksomhed,
2. ved en autoriseret markedsplads et aktieselskab, der driver virksomhed som autoriseret markedsplads,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

3. ved en alternativ markedsplads et aktieselskab, der driver virksomhed som alternativ markedsplads,
4. ved en værdipapirmægler et aktieselskab, der driver værdipapirmæglervirksomhed,
5. ved en pengemarkedsmægler et aktieselskab, der driver pengemarkedsmæglervirksomhed,
6. ved en clearingcentral, et aktieselskab, der driver værdipapirclearingvirksomhed, og
7. ved en værdipapircentral et aktieselskab, der driver registreringsvirksomhed

Stk. 2. Bestemmelser om bestyrelsen eller medlemmer heraf i § 12, stk. 1, § 12 d, stk. 5, og § 31, stk. 1, nr. 2, skal i SE-selskaber med et tostrenget ledelsessystem alene finde anvendelse på tilsynsorganet eller medlemmer heraf med de fornødne tilpasninger.

Stk. 3. Bestemmelser om bestyrelsen eller medlemmer heraf samt bestemmelser om ledelsen i § 9, § 12 a, stk. 1 og 3, § 12 c, § 12 d, stk. 1-3, § 13, § 28 a, stk. 2, § 37 a, stk. 1, 1. pkt., § 60, stk. 4, § 84 b, stk. 2, nr. 2 og stk. 3, § 87, stk. 1, § 95, stk. 1, og § 96, stk. 1, skal i SE-selskaber med et tostrenget ledelsessystem ud over ledelsesorganet, jf. § 8, stk. 1, i lov om det europæiske selskab, også finde anvendelse på tilsynsorganet eller medlemmer heraf med de fornødne tilpasninger.

Stk. 4. De frister, der er fastsat i eller i henhold til denne lov, begynder at løbe fra og med dagen efter den dag, hvor den begivenhed, som udløser fristen, finder sted. Dette gælder ved beregning af såvel dage som uge-, måneds-, og årsfrister.

Stk. 5. Er fristen angivet i uger, udløber fristen, jf. stk. 1, på ugedagen for den dag, hvor den begivenhed, som udløste fristen, fandt sted.

Stk. 6. Er fristen angivet i måneder, udløber fristen, jf. stk. 1, på månedsdagen for den dag, hvor den begivenhed, som udløste fristen, fandt sted. Hvis den dag, hvor den begivenhed, som udløste fristen, fandt sted, er den sidste dag i en måned, eller hvis fristen udløber på en månedsdato, som ikke findes, udløber fristen altid på den sidste dag i måneden uanset dens længde.

Stk. 7. Udløber en frist i en weekend, på en helligdag, grundlovsdag, juleaftensdag eller nytårsaftensdag, udstrækkes fristen til den førstkommende hverdag.

§ 8 **[Tilladelse og betingelser].** Virksomhed omfattet af § 7 må ikke påbegyndes, før Finanstilsynet har meddelt tilladelse hertil. Den

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

værdipapirclearingvirksomhed, der udøves af Danmarks Nationalbank, er ikke omfattet af 1. pkt.

Stk. 2. Tilladelsen er betinget af,

1. at virksomheden drives i et aktieselskab, der er registreret i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen,
2. at selskabet har en aktiekapital, der for fondsbørser, clearingcentraler og værdipapircentraler mindst skal udgøre 40 mio. kr., for autoriserede markedspladser og alternative markedspladser mindst skal udgøre 8 mio. kr., og for værdipapirmæglere og pengemarkedsmæglere mindst skal udgøre 2,5 mio. kr., samt
3. at der er udarbejdet en driftsplan, forretningsgange samt kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger.

Stk. 3. For en værdipapircentral er tilladelsen tillige betinget af, at værdipapircentralen har et kapitalberedskab, jf. § 82.

Stk. 4. En clearingcentrals tilladelse er tillige betinget af, at de for clearingcentralen gældende regler og tilslutningsaftaler indeholder bestemmelser som fastsat i § 57 c.

§ 9 **[Fit-and-proper krav til ledelsen]** Finanstilsynet kan nægte et selskab tilladelse til at drive virksomhed efter § 7, hvis et medlem af selskabets direktion eller bestyrelse

1. må skønnes ikke at have fyldestgørende erfaring til at udøve stillingen eller hvervet,
2. er dømt for et strafbart forhold, og det udviste forhold begrunder en nærliggende fare for misbrug af stillingen eller hvervet, eller
3. i stilling eller erhverv har udvist en sådan adfærd, at der er grund til at antage, at den pågældende ikke vil varetage stillingen eller hvervet på forsvarlig måde.

Stk. 2. Når tilladelse nægtes, skal dette begrundes og meddeles ansøgeren senest 3 måneder efter ansøgningens modtagelse eller, hvis ansøgningen er ufuldstændig, senest 3 måneder efter, at ansøgeren har fremsendt de oplysninger, der er nødvendige for at træffe afgørelsen. Der skal under alle omstændigheder træffes afgørelse senest 6 måneder efter ansøgningens modtagelse.

§ 10 **[Kvalificeret ejerandel].** Enhver fysisk eller juridisk person, der påtænker direkte eller indirekte at erhverve en kvalificeret andel på 10 pct. eller derover i et selskab omfattet af § 7, skal på forhånd underrette Finanstilsynet, og Finanstilsynet skal god-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

kende den påtænkte erhvervelse. Det samme gælder ved forøgelse af den kvalificerede andel, der medfører, at denne efter erhvervelsen vil udgøre eller overstige en grænse på henholdsvis 20 pct., 33 pct. eller 50 pct. af selskabskapitalen eller stemmerettighederne, eller medfører, at et selskab omfattet af § 7 bliver en dattervirksomhed. Kvalificerede andele forstås på samme måde som § 5, stk. 3, i lov om finansiel virksomhed.

Stk. 2. Erhvervelse eller forøgelse af andelen som nævnt i stk. 1 kan kun godkendes, når dette ikke strider mod hensynet til at sikre en forsvarlig og fornuftig forvaltning af et selskab omfattet af § 7.

Stk. 3. Finanstilsynets godkendelse eller afslag skal foreligge senest 3 måneder efter Finanstilsynets modtagelse af fyldestgørende underretning om den påtænkte erhvervelse.

Stk.4. Finanstilsynet kan ved godkendelse af en erhvervelse eller forøgelse efter stk. 1 fastsætte en frist for gennemførelsen af denne.

Stk. 5. Kapitalejere, som har en andel på mindst 10 pct., og som påtænker at mindske denne andel således, at den falder under en af de i stk. 1 fastsatte grænser, skal underrette Finanstilsynet herom og angive størrelsen af den påtænkte fremtidige andel.

Stk. 6. Når et selskab omfattet af § 7 får kendskab til erhvervelser eller afhændelser af andele som nævnt i stk. 1 og 5, skal selskabet straks give Finanstilsynet meddelelse herom.

Stk. 7. Et selskab omfattet af § 7 skal senest i februar måned give Finanstilsynet meddelelse om navnene på de kapitalejere, som ved udgangen af det foregående år ejede en kvalificeret andel i selskabet, og om størrelsen af disse andele.

§ 11 **[Indberetning af formodede overtrædelser].** Et aktieselskab omfattet af § 7 skal meddele Finanstilsynet, hvis det bliver bekendt med eller har formodning om, at nogen har overtrådt loven, bekendtgørelser udstedt i henhold til loven eller groft eller gentagne gange har overtrådt regler udstedt af en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, en alternativ markedsplads, en clearingcentral eller en værdipapircentral.

§ 12 **[Aktørselskabernes bestyrelse og direktion].** Bestyrelsen for et aktieselskab omfattet af § 7 skal bestå af mindst 5 personer.

Stk. 2. Bestemmelserne i aktieselskabsloven § 56, stk. 7, finder tilsvarende anvendelse på aktieselskaber omfattet af § 7.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 3. Et aktieselskab omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1, 2, 3, 6 og 7, må ikke uden Finanstilsynets godkendelse indgå aftaler af vidtrækkende betydning med andre virksomheder vedrørende børsvirksomhed, virksomhed som autoriseret markedsplads, værdipapirmæglervirksomhed, pengemarkedsmæglervirksomhed, værdipapirclearingvirksomhed og registreringsvirksomhed samt betalingsformidling.

Stk. 4. Et aktieselskab omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1, 2, 3, 6 og 7, kan ikke fusionere med et andet selskab uden Finanstilsynets godkendelse.

§ 12 a **[Engagementer m.v. med andre selskaber]** Uden bestyrelsens godkendelse, som skal indføres i bestyrelsens forhandlingsprotokol, må et aktieselskab omfattet af § 7 ikke indgå engagementer mv. med andre selskaber, hvori selskabets direktører eller bestyrelsesmedlemmer er direktører eller bestyrelsesmedlemmer.

Stk. 2. De i stk. 1 nævnte engagementer skal bevilges i henhold til selskabets sædvanlige forretningsbetingelser og markedsbaserede vilkår. Selskabets valgte revision skal i revisionsprotokollen vedrørende årsregnskabet afgive erklæring om, hvorvidt kravene i 1. pkt. er opfyldt.

Stk. 3. Direktionen og bestyrelsen skal i særlig grad overvåge forsvarligheden og forløbet af de i stk. 1 nævnte engagementer.

Stk. 4. Reglerne i stk. 1, stk. 2, 1. pkt., og stk. 3 gælder også engagementer med selskaber, hvori personer, der er knyttet til direktører ved ægteskab, slægts- eller svogerskab i ret op- eller nedstigende linje eller som søskende, er direktører.

Stk. 5. En direktør kan ikke bestride hverv som direktør i et aktieselskab omfattet af § 7, såfremt den pågældende har anmeldt betalingsstandsning, er under konkursbehandling, har indgivet begæring om gældssanering, eller der er indledt forhandling om tvangsakkord.

§ 12 b **[Spekulationsforbud for direktører og ledende medarbejdere].** Personer, der ifølge lov eller vedtægtsbestemmelser er ansat af bestyrelsen i et aktieselskab omfattet af § 7 og ansatte, for hvilke der er en væsentlig risiko for konflikter mellem egne og aktieselskabets interesser, må ikke for egen regning eller gennem selskaber, de kontrollerer,

1. optage lån eller trække på allerede bevilgede kreditter til køb af værdipapirer, når de købte værdipapirer stilles til sikkerhed for lånet eller kreditten,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

2. erhverve, udstede eller handle med afledte finansielle instrumenter, medmindre formålet er risikoafdækning,
3. erhverve kapitalandele, bortset fra andele i investeringsforeninger, specialforeninger, hedgeforeninger og udenlandske investeringsinstitutter omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., med henblik på salg af disse tidligere end 6 måneder efter erhvervelsen eller
4. erhverve positioner i fremmed valuta, bortset fra euro, når positionstagningen sker med henblik på andet end betaling for køb af værdipapirer, varer eller tjenesteydelser eller køb eller drift af fast ejendom eller til brug for rejser.

Stk. 2. Den i stk. 1 nævnte personkreds må ikke erhverve kapitalandele i selskaber, der udøver virksomhed som nævnt i stk. 1, nr. 1-4. Dette gælder dog ikke køb af aktier i pengeinstitutter, forsikringsselskaber, realkreditinstitutter og fondsmæglerselskaber samt andele i investeringsforeninger, specialforeninger, hedgeforeninger og udenlandske investeringsinstitutter omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

Stk. 3. Bestyrelsen skal tage stilling til, for hvilke ansatte der er en væsentlig risiko for konflikter mellem egne og aktieselskabets interesser, og som derfor skal være omfattet af forbuddet.

Stk. 4. Bestyrelsen skal for personer omfattet af stk. 1 udarbejde retningslinjer for kontrol med overholdelse af forbuddet i stk. 1 og stk. 2, 1. pkt., herunder om indberetning af formuedispositioner.

Stk. 5. Den eksterne revision skal én gang om året gennemgå den finansielle virksomheds retningslinjer efter stk. 4 og i revisionsprotokollatet vedrørende årsrapporten oplyse, om retningslinjerne vurderes at være betryggende og have fungeret hensigtsmæssigt, og om virksomhedens kontrolprocedurer har givet anledning til bemærkninger.

Stk. 6. Et kontoførende institut har på anmodning fra bestyrelsen i den finansielle virksomhed pligt til at give den finansielle virksomheds eksterne revision adgang til oplysninger om konti og depoter samt til at udlevere udskrifter derfra for personer omfattet af stk. 1.

Stk. 7. Forbuddet i stk. 1, nr. 2, omfatter ikke finansielle instrumenter, der er afledt af aktier i aktieselskabet eller en virksomhed, der er koncernforbundet hermed, og som den pågældende modtager som led i sin aflønning.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 8. Forbuddet i stk. 1, nr. 1, omfatter ikke lån til køb af medarbejderaktier samt de i stk. 7 nævnte instrumenter.

Stk. 9. Forbuddet i stk. 1, nr. 3, omfatter ikke aktier, der er erhvervet ved udnyttelse af de i stk. 7 nævnte instrumenter.

Stk. 10. Interne revisions- og vicerevisionschefer må uanset stk. 1-9 ikke have økonomiske interesser i den virksomhed eller koncern, som de er ansat i.

§ 12 c **[Forbud mod dobbeltmandater]** Hvervet som bestyrelsesmedlem i et aktieselskab omfattet af § 7 kan ikke forenes med stillingen som direktør eller intern revisionschef i selskabet. Dog kan bestyrelsen i en direktørs forfald midlertidigt beskikke et af sine medlemmer som direktør. Den pågældende kan i så fald ikke udøve stemmeret i de nævnte organer.

§ 12 d **[Forbud mod bijob, egen virksomhed m.v.]** Personer, der ifølge lov eller vedtægtsbestemmelse er ansat af bestyrelsen i et aktieselskab omfattet af § 7, kan ikke uden bestyrelsens tilladelse eje eller drive selvstændig erhvervsvirksomhed eller som bestyrelsesmedlem eller funktionær eller på anden måde deltage i ledelsen eller driften af anden erhvervsvirksomhed end aktieselskabet.

Stk. 2. Andre ansatte i et aktieselskab omfattet af § 7, for hvilke der er en væsentlig risiko for konflikter mellem egne og aktieselskabets interesser, kan ikke uden direktionens tilladelse eje eller drive selvstændig erhvervsvirksomhed eller som bestyrelsesmedlem eller funktionær eller på anden måde deltage i ledelsen eller driften af anden erhvervsvirksomhed end aktieselskabet. Bestyrelsen skal orienteres om tilladelser givet af direktionen.

Stk. 3. Bestyrelsen skal tage stilling til, for hvilke ansatte der er en væsentlig risiko for konflikter mellem egne og aktieselskabets interesser, og som derfor skal have direktionens tilladelse, jf. stk. 2.

Stk. 4. Den i stk. 1 og 2 nævnte virksomhed kan kun bestrides, såfremt aktieselskabet eller virksomheder, der indgår i koncern med aktieselskabet, ikke har eller indgår engagementer med de i stk. 1 og 2 nævnte virksomheder. Undtaget herfra er engagementer i form af kapitalandele samt engagementer med erhvervsvirksomheder, der indgår i koncern med aktieselskabet, eller erhvervsvirksomheder, hvor aktieselskaber omfattet af § 7 i fællesskab ejer mere end 4/5 af kapitalandelene.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 5. Samtlige tilladelser givet af bestyrelsen i medfør af stk. 1 skal fremgå af bestyrelsens forhandlingsprotokol.

Stk. 6. Aktieselskabet skal mindst én gang årligt offentliggøre oplysninger om de hverv, som bestyrelsen har godkendt i henhold til stk. 1. Endvidere skal den eksterne revision i revisionsprotokollatet vedrørende årsrapporten afgive erklæring om, hvorvidt aktieselskabet har engagement med erhvervsvirksomheder omfattet af stk. 1 og 2.

Stk. 7. Finanstilsynet kan i særlige tilfælde dispensere fra stk. 4.

§ 13 **[Tavshedspligt for bestyrelse, direktion, revision m.fl.].** Bestyrelse, revisor samt direktører og øvrige ansatte i et aktieselskab omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1-6, må ikke uberettiget røbe, hvad de under udøvelsen af deres stilling eller hverv har fået kundskab om.

Stk. 2. Stk. 1 er ikke til hinder for, at et aktieselskab omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1-6, som led i et samarbejde med andre aktieselskaber omfattet af § 7, et reguleret marked for værdipapirer i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået samarbejdsaftale med på det finansielle område, eller et af Finanstilsynet anerkendt udenlandsk reguleret marked, clearingcentral og værdipapircentral videregiver oplysninger til disse, såfremt oplysningerne er undergivet tilsvarende tavshedspligt hos modtagerne.

Stk. 3. Omfattet af stk. 1 er tillige oplysninger, som et aktieselskab omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1-6, modtager fra andre aktieselskaber omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1-6, eller udenlandske regulerede markeder med angivelse af, at oplysningerne er hemmelige eller fortrolige, eller hvor dette følger af oplysningernes karakter.

Stk. 4. For værdipapircentraler gælder reglerne i § 60, stk. 2-4.

§ 14 **[Årsrapporten og Finanstilsynet].** Årsrapporten for et aktieselskab omfattet af § 7, ekstern revisors revisionsprotokollat vedrørende årsrapporten samt revisionsprotokollatet vedrørende årsrapporten fra den interne revisionschef skal indsendes i to eksemplarer til Finanstilsynet. Finanstilsynet sender et eksemplar af årsrapporten til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, som bekendtgør modtagelsen i styrelsens edb-informationssystem. De

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

modtagne årsrapporter er offentligt tilgængelige i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte regler om regnskabsaflæggelse og om revisionens, herunder systemrevisionens, gennemførelse i aktieselskaber omfattet af § 7.

Stk. 3. Finanstilsynet kan fastsætte regler om regnskab på konsolideret basis.

Stk. 4. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler for transaktioner, der indgås mellem aktieselskaber omfattet af § 7 og

1. virksomheder, der direkte eller indirekte er forbundet med aktieselskabet omfattet af § 7 som dattervirksomheder, associerede virksomheder eller modervirksomheder eller som modervirksomhedens associerede virksomheder og øvrige dattervirksomheder,
2. virksomheder eller personer, der er forbundet med aktieselskabet omfattet af § 7 gennem snævre forbindelser, jf. lov om finansiel virksomhed § 5, stk. 1, nr. 17 eller
3. virksomheder, der ikke er omfattet af nr. 1 og 2, og hvor personerne i virksomhedernes ledelse for flertallets vedkommende er de samme, eller hvor virksomhederne er underlagt en fælles ledelse i medfør af en aftale eller vedtægtsbestemmelser herom.

Stk. 5. Koncerninterne transaktioner foretaget i strid med de i medfør af stk. 4 fastsatte regler skal ophæves, således at ydelserne om muligt tilbageleveres, herunder at eventuel sikkerhedsstillelse ophører. Udbetalinger fra selskabet, der er foretaget i forbindelse med koncerninterne transaktioner i strid med de i medfør af stk. 4 fastsatte regler, skal tilbageføres tillige med en årlig rente af beløbet svarende til den rente, der er fastsat efter § 5, stk. 1 og 2, i lov om rente ved forsinket betaling mv.

§ 15 **[Beregning af den ansvarlige kapital].** Den ansvarlige kapital i et aktieselskab omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1, 2, 3, 6 og 7, beregnes som den indbetalte aktiekapital med fradrag af beholdningen af egne aktier og årets løbende underskud og tillagt overkurs ved emission samt reserver.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte kapitaldækningsregler og regler om afdækning af de af § 7 omfattede aktieselskabers risici. Finanstilsynet kan fastsætte regler om afskrivning af immaterielle aktiver.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Afsnit II
Handel

Kapitel 4
Børsvirksomhed

§ 16 **[Børsvirksomhed]** Ved børsvirksomhed forstås regelmæssig drift af et marked, hvor der optages værdipapirer til notering. Ved børsvirksomhed forstås tillige regelmæssig drift af et marked, hvor værdipapirer, der er optaget til notering på et marked som nævnt under nr. 1-4, optages til handel mellem markedets medlemmer på egne eller kunders vegne:

1. en dansk fondsbørs,
2. en fondsbørs eller et tilsvarende reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union,
3. en fondsbørs eller et tilsvarende reguleret marked i lande, som fællesskabet har indgået samarbejdsaftale med, eller
4. et af Finanstilsynet anerkendt tilsvarende reguleret marked uden for Den Europæiske Union.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte regler for markeder, hvor der handles værdipapirer, og som drives af en eller flere værdipapirhandlere alene eller i forening. Dette gælder dog ikke, såfremt markedet er omfattet af kapitel 13 eller 14.

Stk. 3. De fondsbørser, der har fået Finanstilsynets tilladelse til at drive børsvirksomhed, er eneberettigede til i deres navn at benytte betegnelsen »fondsbørs«. Andre virksomheder må ikke i deres navn eller i betegnelsen af deres virksomhed benytte ordet »fondsbørs« eller betegnelser, der er egnet til at fremkalde det indtryk, at de er fondsbørser.

Stk. 4. Vedtægterne for en fondsbørs skal i formålsbestemmelsen indeholde oplysninger om, hvilke typer af værdipapirer der kan optages til notering.

§ 17 **[Accessorisk virksomhed]** En fondsbørs kan drive anden virksomhed, der er accessorisk til børsvirksomhed, herunder som clearingcentral, værdipapircentral, autoriseret markedsplads og alternativ markedsplads. Finanstilsynet kan beslutte, at den accessoriske virksomhed skal udøves i et andet selskab.

Stk. 2. Hvis en fondsbørs tillige driver virksomhed som clearingcentral, finder bestemmelserne i § 52, § 53, stk. 1, og §§ 54-58 anvendelse på selskabets virksomhed. Regler udstedt i

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

medfør af § 55, stk. 8, finder tilsvarende anvendelse på selskabets virksomhed.

Stk. 3. Hvis en fondsbørs tillige driver virksomhed som værdipapircentral, finder bestemmelserne i § 8, stk. 3, § 60, §§ 62-82 og §§ 90 og 91 anvendelse på selskabets virksomhed.

Stk. 4. Hvis en fondsbørs tillige driver virksomhed som autoriseret markedsplads, finder bestemmelserne i kapitel 11 anvendelse på selskabets virksomhed.

Stk. 5. Hvis en fondsbørs tillige driver virksomhed som alternativ markedsplads, finder bestemmelserne i kapitel 11 a anvendelse på selskabets virksomhed.

§ 18 **[Bestyrelsens ansvar]** Bestyrelsen for en fondsbørs er ansvarlig for, at børsvirksomheden foregår på en betryggende og hensigtsmæssig måde.

Stk. 2. Det påhviler den enkelte fondsbørs at

1. sørge for, at de nødvendige værdipapirhandelssystemer og informationssystemer er til rådighed,
2. virke for, at handel og kursnotering finder sted på en måde, der sikrer, at handelen og prisdannelsen på fondsbørsen foregår på en redelig og gennemskuelig måde, og inden for lovgivningens rammer sikrer alle berørte en ligelig behandling, og
3. påse, at udstedere af værdipapirer og fondsbørsmedlemmer overholder reglerne efter § 19.

Stk. 3. Hvis et fondsbørsmedlem tilsidesætter vilkårene i en tilslutningsaftale, jf. § 19, stk. 1, eller hvis en udsteder af værdipapirer noteret på en fondsbørs tilsidesætter fondsbørsens regelsæt, kan fondsbørsen opkræve afgifter eller påtale dette.

Stk. 4. Hvis et fondsbørsmedlem groft eller gentagne gange tilsidesætter vilkårene i en tilslutningsaftale, jf. § 19, stk. 1, kan fondsbørsen ophæve tilslutningsaftalen.

Stk. 5. Hvis en udsteder groft eller gentagne gange tilsidesætter fondsbørsens regelsæt, kan fondsbørsen slette udstederens værdipapirer fra noteringen.

§ 19 **[Fondsbørsens regelfastsættelse].** For at sikre investorbeskyttelse og ligebehandling af markedsdeltagerne skal en fondsbørs fastsætte

1. regler, der indeholder vilkårene for markedets funktion og tilsikrer god gennemsigtighed,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

2. regler for adgang til markedet, herunder tilslutningsaftaler, og
3. børsetiske regler.

Stk. 2. En fondsbørs kan endvidere fastsætte supplerende bestemmelser, der udfylder Finanstilsynets bestemmelser om markedets funktion, herunder regler om oplysningsforpligtelser, jf. § 30, om indberetning af handler til løbende markedsovervågnings- og informationsformål, jf. § 33, stk. 4, om betingelser for optagelse til handel eller notering, jf. § 21, stk. 2, og § 22, stk. 4, samt om prospekters indhold, jf. § 23, stk. 8 og 9.

Kapitel 5

Adgang til en fondsbørs

§ 20 **[Adgang til medlemskab].** Værdipapirhandlere som nævnt i § 4, stk. 1, nr. 1-4, samt Danmarks Nationalbank kan blive medlemmer af en fondsbørs (fondsbørsmedlemmer).

Stk. 2. En fondsbørs kan optage et kreditinstitut eller et investeringsselskab som nævnt i § 4, stk. 1, nr. 3, der ikke udøver værdipapirhandel gennem en filial eller ved tjenesteydelser her i landet, jf. §§ 30 og 31 i lov om finansiel virksomhed, som medlem. En fondsbørs kan efter at have indhentet Finanstilsynets tilladelse optage et kreditinstitut eller et investeringsselskab som nævnt i § 4, stk. 1, nr. 4, der ikke udøver værdipapirhandel enten gennem en filial eller ved at yde tjenesteydelser her i landet, jf. lov om finansiel virksomhed § 1, stk. 3, henholdsvis § 33, som medlem.

Stk. 3. En fondsbørs kan tillade, at andre end de i stk. 1 og 2 nævnte kan blive medlemmer af fondsbørsen, såfremt reglerne herfor, jf. stk. 4 og 5, er opfyldt.

Stk. 4. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler for optagelse af de i stk. 3 nævnte medlemmer.

Stk. 5. De i stk. 3 nævnte medlemmer skal foruden regler fastsat af Finanstilsynet i medfør af stk. 4 opfylde de af den pågældende fondsbørs fastsatte regler i henhold til § 19.

Stk. 6. Senest samtidig med, at en fondsbørs har imødekommet en ansøgning om at blive fondsbørsmedlem i henhold til stk. 1-3, skal fondsbørsen give Finanstilsynet meddelelse herom.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 6

Prospekter for optagelse af værdipapirer til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked samt for første offentlige udbud af værdipapirer over 2.500.000 euro mv.

§ 21 **[Optagelse af papirer til notering]** Efter bestemmelserne i §§ 22-24 kan en fondsbørs optage værdipapirer som nævnt i § 2, stk. 1, nr. 1-10 og 12, til notering, medmindre de i medfør af § 2, stk. 2, er undtaget fra loven.

Stk. 2. Endvidere kan en fondsbørs optage værdipapirer, der er optaget til notering på en anden fondsbørs, til handel efter regler fastsat af Finanstilsynet.

§ 22 **[Retskrav på optagelse]** Værdipapirer skal optages til notering på en fondsbørs efter ansøgning fra udstederen, såfremt lovgivningens betingelser er opfyldt, de pågældende værdipapirer er omfattet af fondsbørsens formålsbestemmelse og den fondsbørs, hvorpå optagelse til notering søges, skønner, at handel og kursnotering har offentlig interesse.

Stk. 2. En fondsbørs kan stille enhver særlig betingelse for et værdipapirs optagelse til notering, der anses for nødvendig for at beskytte investorerne og værdipapirmarkedet.

Stk. 3. En fondsbørs kan afslå en ansøgning om optagelse af et værdipapir, såfremt den skønner, at optagelsen på grund af udstederens forhold eller værdipapirets opbygning vil være i modstrid med investorernes og værdipapirmarkedets interesse.

Stk. 4. Finanstilsynet fastsætter regler om betingelser for optagelse af værdipapirer til notering på en fondsbørs.

§ 23 **[Prospekt].** Ved ansøgning om værdipapirers optagelse til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer og ved første udbud af værdipapirer til offentligheden over 2.500.000 euro skal der med henblik på offentliggørelse foreligge et godkendt prospekt.

Stk. 2. Finanstilsynet træffer beslutning om prospektets godkendelse.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 3. Prospektet skal indeholde de oplysninger, der anses for fornødne for, at investorerne og deres investeringsrådgivere kan danne sig et velbegrundet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og fremtidsudsigter samt over en eventuel garant og over de rettigheder, der er knyttet til værdipapirerne, som udbydes til offentligheden eller optages til notering eller handel.

Stk. 4. Reglerne i dette kapitel om pligten til at offentliggøre et prospekt finder anvendelse på de værdipapirer, der er nævnt i § 2, stk. 1, nr. 1-4, 6-10 og 12, samt værdipapirer som nævnt i § 2, stk. 1, nr. 5, når løbetiden for disse er længere end 12 måneder.

Stk. 5. Reglerne i dette kapitel om pligten til at offentliggøre et prospekt finder uanset stk. 4 ikke anvendelse på følgende:

1. Andele i investeringsforeninger, specialforeninger, fåmandsforeninger, udenlandske investeringsinstitutter, hedgeforeninger, og andre kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv.
2. Ikkekapitalandele udstedt afa) et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller af en af det pågældende lands regionale eller kommunale myndigheder,b) internationale offentligretlige organer, som et eller flere lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, er medlemmer af,c) Den Europæiske Centralbank ellerd) centralbanker, der er hjemmehørende i lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.
3. Aktier i en centralbank, der er hjemmehørende i et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.
4. Værdipapirer dækket af en ubetinget og uigenkaldelig garanti fra et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller af en af det pågældende lands regionale eller kommunale myndigheder.
5. Værdipapirer, der med henblik på at skaffe midler til almennyttige mål udstedes af statsanerkendte organisationer hjemmehørende i et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

finansielle område, og som ikke arbejder med gevinst for øje.

6. Værdipapirer, der ikke er kapitalandele, og som udstedes løbende eller ad gentagne gange af kreditinstitutter, forudsat at disse værdipapirer ikke er underordnede, konvertible eller ombyttelige, b) ikke giver ret til at tegne eller erhverve andre former for værdipapirer og ikke er tilknyttet et afledt instrument, c) gør det ud for modtagelse af indlån, der skal tilbagebetales, ogd) er omfattet af en indskudsgarantiordning.
7. Værdipapirer, der indgår i et offentligt udbud af værdipapirer, hvor hele udbuddet er under 2.500.000 euro, idet denne grænse beregnes over en periode på 12 måneder.
8. Værdipapirer, der ikke er kapitalandele, og som udstedes løbende eller ad gentagne gange af kreditinstitutter, hvor hele udstedelsen er under 50.000.000 euro, idet denne grænse beregnes over en periode på 12 måneder, forudsat at disse værdipapirer a) ikke er underordnede, konvertible eller ombyttelige og b) ikke giver ret til at tegne eller erhverve andre former for værdipapirer og ikke er tilknyttet et afledt instrument.

Stk. 6. En udsteder, en udbyder eller en person, der anmoder om optagelse til notering eller handel af værdipapirer, der er nævnt i stk. 5, nr. 2, 4, 7 og 8, kan dog udforme et prospekt i overensstemmelse med reglerne i dette kapitel og regler udstedt i medfør af stk. 8 og 9 og § 24, stk. 2.

Stk. 7. Et prospekt skal udarbejdes i overensstemmelse med de regler, som Finanstilsynet fastsætter i henhold til stk. 8, og skal præsenteres på en måde, som gør det muligt at forstå indholdet og vurdere betydningen af den givne information.

Stk. 8. Finanstilsynet fastsætter regler for prospekters indhold, format, sprog, annoncering og gyldighed samt udeladelse af oplysninger i prospektet. Derudover fastsætter Finanstilsynet regler for prospekters godkendelse i de tilfælde, hvor værdipapirer ønskes optaget til notering eller handel på flere fondsbørser, autoriserede markedspladser eller tilsvarende regulerede markeder.

Stk. 9. Finanstilsynet fastsætter regler om fritagelse for pligten til at offentliggøre et prospekt, herunder regler om godkendelse af fysiske personer og små og mellemstore virksomheder som kvalificerede investorer. Endvidere fastsætter Finanstilsynet regler om optagelse i et register for fysiske personer og små og mellemstore virksomheder som kvalificerede investorer.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 23 a **[Finanstilsynets afgørelse]** Finanstilsynet giver udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, meddelelse om sin afgørelse om prospektets godkendelse inden for 10 børsdage efter modtagelsen af ansøgningen om godkendelse af prospektet.

Stk. 2. Den i stk. 1 og 5 omhandlede frist forlænges til 20 børsdage, hvis udbud til offentligheden vedrører værdipapirer udstedt af en udsteder, som ikke har værdipapirer optaget til notering eller handel, og som ikke tidligere har udbudt værdipapirer til offentligheden.

Stk. 3. Hvis der er rimelig grund til at antage, at de indsendte dokumenter er ufuldstændige, eller at der er behov for yderligere oplysninger, finder fristerne i stk. 1, 2 og 5 først anvendelse fra den dato, hvor udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, har tilvejebragt sådanne oplysninger. Hvis dokumenterne er ufuldstændige, og godkendelsesfristen af den grund sættes i bero, skal Finanstilsynet give den pågældende meddelelse herom inden for 10 børsdage efter modtagelsen af ansøgningen.

Stk. 4. Finanstilsynet kan henvise godkendelsen af et prospekt til den kompetente myndighed i et andet land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, forudsat at den kompetente myndighed i dette land giver sit tilsagn hertil. En sådan henvisning skal meddeles udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, inden for 3 børsdage efter datoen for Finanstilsynets afgørelse om henvisning.

Stk. 5. Når Finanstilsynet får henvist en ansøgning om godkendelse af et prospekt fra en kompetent myndighed i et andet land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, skal Finanstilsynet give udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, meddelelse om sin afgørelse om prospektets godkendelse inden for 10 børsdage efter, at den kompetente myndighed har truffet afgørelse om henvisning af prospektgodkendelsen.

§ 24 **[Intet udbud før godkendelse]** Udbud til offentligheden må ikke finde sted, før prospektet er offentliggjort efter de regler, som er fastsat i medfør af stk. 2.

Stk. 2. Finanstilsynet fastsætter regler om udbudsmateriale og om prospekters offentliggørelse.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 25 **[Sletning fra notering]** En fondsbørs kan bestemme, at et værdipapir skal slettes fra noteringen på den pågældende fondsbørs, såfremt denne finder, at noteringen ikke længere er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse.

Stk. 2. Mister en udsteder rådigheden over sit bo, slettes dennes værdipapirer fra noteringen.

Stk. 3. Fremsætter en udsteder, hvis værdipapirer er noteret på en fondsbørs, anmodning om sletning fra noteringen, skal anmodningen tages til følge, medmindre fondsbørsen finder, at sletningen ikke er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse.

Stk. 4. En udsteder har ret til at få et værdipapir slettet fra noteringen på en fondsbørs, såfremt værdipapiret i forbindelse hermed optages eller er optaget til notering på en anden fondsbørs.

Stk. 5. Finanstilsynet fastsætter regler om sletning og suspension af værdipapirer fra noteringen.

§ 26 a **[Kompetencen når en fondsbørs, AMP m.v. selv vil børsnoteres]** De beføjelser, der er tillagt en fondsbørs efter bestemmelserne i §§ 21, 22 og 25, udøves af Finanstilsynet, når en dansk eller udenlandsk fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked eller en alternativ markedsplads ansøger om optagelse til notering af sine værdipapirer på en fondsbørs.

Kapitel 7
Oplysningsforpligtelser

§ 27 **[Selskabets løbende oplysningspligt].** En udsteder af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, eller for hvilke der er indgivet anmodning om optagelse til notering eller handel på sådanne markeder, skal hurtigst muligt offentliggøre intern viden, jf. § 34, stk. 2, såfremt denne viden direkte vedrører udstederens virksomhed. Udstederen er forpligtet til at offentliggøre sådan viden umiddelbart efter, at de pågældende forhold foreligger, eller den pågældende begivenhed er indtrådt, selv om forholdet eller begivenheden

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

endnu ikke er formaliseret. Betydelige ændringer i allerede offentliggjort intern viden skal offentliggøres umiddelbart efter, at disse ændringer er indtrådt, og gennem den samme kanal, som blev anvendt ved offentliggørelsen af den oprindelige information.

Stk. 2. Intern viden, som en udsteder som nævnt i stk. 1 eller en person, der handler på dennes vegne eller for dennes regning, videregiver til tredjemand som et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktion, jf. § 36, skal af udstederen offentliggøres i sin helhed samtidig med videregivelsen til tredjemand. Hvis udstederen ikke på tidspunktet for videregivelsen er bevidst om, at der er sket videregivelse, skal offentliggørelse ske straks efter, at udstederen får viden eller burde have fået viden om, at videregivelse af intern viden er sket. 1. og 2. pkt. finder ikke anvendelse, hvis den tredjemand, der modtager den interne viden, er pålagt tavshedspligt i henhold til lov, administrativ bestemmelse, vedtægt eller kontrakt, eller såfremt det ved videregivelsen sikres, at den modtagende tredjemand er bekendt med, at oplysningerne er intern viden, og med, at vedkommende som følge heraf er underlagt forbuddet mod videregivelse af intern viden, jf. § 36.

Stk. 3. En udsteder er alene forpligtet til at offentliggøre intern viden i henhold til stk. 1 og 2 i forhold til en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, hvor udstederen har anmodet om eller fået godkendt en optagelse af værdipapirer til notering eller handel.

Stk. 4. En udsteder skal sikre, at offentliggørelsen af intern viden sker på en sådan måde, at offentligheden hurtigt kan få adgang til denne viden, og at de offentliggjorte oplysninger er tilstrækkelige til, at der kan foretages en fuldstændig, korrekt og rettidig vurdering af den interne viden. Udstederen må ikke på vildledende måde kombinere offentliggørelse af intern viden med markedsføringsvirksomhed. En udsteder skal så vidt muligt sikre, at offentliggørelse sker samtidig over for alle kategorier af investorer i alle lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, hvor udstederen har anmodet om eller har fået godkendt en optagelse af værdipapirer til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked.

Stk. 5. En udsteder af værdipapirer som nævnt i stk. 1 skal uden ugrundet ophold og i et passende tidsrum efter, at offent-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

liggørelse af intern viden er sket i henhold til stk. 1 eller 2, lade al sådan viden figurere på sin hjemmeside.

Stk. 6. En udsteder kan på eget ansvar udsætte offentliggørelsen af intern viden i henhold til stk. 1 for ikke at skade sine berettigede interesser, forudsat at dette ikke vil kunne vildlede offentligheden og udstederen kan sikre, at denne viden behandles fortroligt. Berettigede interesser efter 1. pkt. kan især vedrøre:

1. Igangværende forhandlinger eller tilsvarende forhold, hvor offentliggørelse vil kunne påvirke disse forhandlingers udfald eller normale forløb. Hvis udstederens finansielle levedygtighed er i alvorlig og overhængende fare, uden at der dog er indgivet begæring om konkurs eller om åbning af tvangsakkord, kan offentliggørelsen af intern viden alene udsættes i en begrænset periode, og kun såfremt en sådan offentliggørelse vil medføre alvorlig skade for de eksisterende og potentielle aktionærers interesser ved at underminere afslutningen af bestemte forhandlinger, der har til formål at sikre udstederens rentabilitet på lang sigt.
2. Beslutninger eller kontrakter, der er truffet eller indgået af en udsteders ledelse, hvor det er nødvendigt med godkendelse fra et andet selskabsorgan hos udstederen, for at beslutningen eller kontrakten kan få virkning. 1. pkt. finder alene anvendelse, hvis offentliggørelse af den trufne beslutning eller indgåelsen af kontrakten, forinden godkendelsen foreligger, vil medføre risiko for, at investorerne ikke foretager en korrekt vurdering af den offentliggjorte information

Stk. 7. En udsteder af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller handles på en autoriseret markedsplads, skal periodevis offentliggøre regnskabsmæssige oplysninger, jf. § 30, stk. 1.

Stk. 8. En udsteder anses for at have opfyldt sine forpligtelser i henhold til stk. 1, 2 og 7, når meddelelsen er kommet frem til den fondsbørs, den autoriserede markedsplads eller det tilsvarende regulerede marked, hvorpå udstederens værdipapirer er optaget til notering eller handel.

§ 27 a **[Årligt oplysningsdokument].** Udstedere, hvis værdipapirer er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, skal mindst én gang årligt udarbejde og offentliggøre et dokument, der indeholder eller henviser til alle de oplysninger,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

som udstederen gennem de seneste 12 måneder har offentliggjort eller stillet til rådighed for offentligheden i overensstemmelse med sine forpligtelser i henhold til denne lov, aktieselskabsloven, årsregnskabsloven og Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1606/2002 af 19. juli 2002 om anvendelse af internationale regnskabsstandarder.

Stk. 2. Dokumentet indsendes til Finanstilsynet efter offentliggørelse af årsregnskabet. Henviser dokumentet til oplysninger, skal det anføres, hvor disse oplysninger kan indhentes.

Stk. 3. Forpligtelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på udstedere af værdipapirer, der ikke er kapitalandele, jf. § 2 a, stk. 2, hvis pålydende pr. enhed er mindst 50.000 euro.

§ 28 **[Flagningspligt om egne aktier].** Et selskab, der har aktier optaget til notering på en fondsbørs, skal straks give fondsbørsen meddelelse om selskabets og dets datterselskabers samlede besiddelse af aktier i selskabet, når den pålydende værdi heraf udgør 2 pct. eller mere af aktiekapitalen i selskabet. Fondsbørsen indberetter straks oplysningerne til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Stk. 2. Bestemmelsen i stk. 1 finder tilsvarende anvendelse, når aktiebesiddelsen efterfølgende ændres i forhold til den senest meddelte besiddelse, og ændringen udgør 2 pct. eller mere af aktiekapitalen.

Stk. 3. De i stk. 1 og 2 nævnte meddelelser til en fondsbørs skal indeholde oplysning om den aktuelle besiddelse fordelt på aktieklasser og om den til fondsbørsen senest indberettede aktiebesiddelse.

§ 28 a **[Insideres flagningspligt].** Ledende medarbejdere i selskaber, der udsteder aktier, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, eller for hvilke der er indgivet anmodning om optagelse til notering eller handel på sådanne markeder, skal give det udstedende selskab meddelelse om transaktioner, som de udfører for egen regning, og som vedrører selskabets aktier eller andre værdipapirer, som er knyttet til sådanne aktier. Meddelelse skal gives til det udstedende selskab senest den førstkommende børsdag efter transaktionen. Såfremt den ledende medarbejder ikke den førstkommende børsdag efter transaktionen har modtaget de i stk. 7 nævnte oplysninger, skal

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

meddelelsen gives hurtigst muligt, dog senest 2 børsdage efter transaktionen.

Stk. 2. Ved ledende medarbejdere forstås

1. medlemmer af det udstedende selskabs direktion eller bestyrelse eller et tilsynsorgan tilknyttet selskabet eller
2. andre ledende medarbejdere i det udstedende selskab, som regelmæssigt har adgang til intern viden, som direkte eller indirekte vedrører udstederen, såfremt den pågældende ledende medarbejder har kompetence til at træffe ledelsesbeslutninger af overordnet betydning for udstederens fremtidige forretningsmæssige udvikling.

Stk. 3. Nærtstående personer til en ledende medarbejder i et udstedende selskab skal give den pågældende ledende medarbejder meddelelse om transaktioner, som de udfører for egen regning, og som vedrører aktier udstedt af det pågældende selskab eller andre værdipapirer, som er knyttet til sådanne aktier. Meddelelse skal gives til den ledende medarbejder senest den førstkommende børsdag efter transaktionen. Såfremt den nærtstående person ikke den førstkommende børsdag efter transaktionen har modtaget de i stk. 7 nævnte oplysninger, skal meddelelsen gives hurtigst muligt, dog senest 2 børsdage efter transaktionen. Den ledende medarbejder videregiver modtagne meddelelser til det udstedende selskab senest den førstkommende børsdag efter modtagelsen.

Stk. 4. Ved nærtstående personer til en ledende medarbejder forstås følgende fysiske og juridiske personer med relation til den i stk. 2 nævnte personkreds:

1. Ægtefælle eller samlever.
2. Mindreårige børn, hvor den i stk. 2 nævnte person er indehaver af forældremyndigheden.
3. Andre slægtninge, der i en periode på mindst 1 år regnet fra tidspunktet for transaktionens gennemførelse har tilhørt den i stk. 2 nævnte persons husstand.
4. Juridiske personer, såfremt

a) en fysisk person omfattet af stk. 2 eller af nr. 1-3 har det ledelsesmæssige ansvar i den juridiske person,

b) fysiske personer omfattet af stk. 2 eller af nr. 1-3 alene eller tilsammen udøver en indflydelse som nævnt i § 31, stk. 1, nr. 1-5, over den juridiske person,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

c) den juridiske person er etableret med henblik på at tilgodese økonomiske interesser hos en fysisk person omfattet af stk. 2 eller af nr. 1-3 eller

d) den juridiske person i øvrigt har økonomiske interesser, der er væsentligt sammenfaldende med de økonomiske interesser hos en fysisk person omfattet af stk. 2 eller af nr. 1-3.

Stk. 5. En udsteder skal senest den førstkommende børsdag efter modtagelsen af en meddelelse fra en ledende medarbejder i henhold til stk. 1, 1. pkt., eller stk. 3, 4. pkt., indberette de modtagne oplysninger til Finanstilsynet. Finanstilsynet offentliggør straks herefter disse oplysninger.

Stk. 6. En ledende medarbejders pligt til at give meddelelse efter stk. 1, 1. pkt., og til at videregive modtagne oplysninger efter stk. 3, 4. pkt., indtræder først, såfremt kursværdierne af de transaktioner, der i løbet af et kalenderår er gennemført af den ledende medarbejder og af nærtstående personer til den pågældende ledende medarbejder, tilsammen udgør et beløb på 5.000 euro eller derover. Såfremt beløbsgrænsen på 5.000 euro overskrides, gælder pligten for den ledende medarbejder til at give meddelelse og til at videregive modtagne oplysninger alene, for så vidt angår transaktioner, der er foretaget efter, at beløbsgrænsen er overskredet.

Stk. 7. Meddelelse efter stk. 1 og 3 samt indberetning efter stk. 5 skal indeholde oplysning om

1. navnet på den fysiske eller juridiske person, der i henhold til stk. 1 eller 3 har pligt til at give meddelelse,
2. årsagen til, at den pågældende er forpligtet til at give meddelelse,
3. navnet på udstederen af de pågældende værdipapirer,
4. fondskode og betegnelse for de pågældende værdipapirer,
5. transaktionens karakter (køb, salg eller anden transaktion),
6. handelsdato, og hvilket marked transaktionen er gennemført på, samt
7. antallet af handlede værdipapirer og kursværdien heraf.

Stk. 8. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om meddelelse, indberetning og offentliggørelse af oplysninger omfattet af stk. 1-7.

§ 28 b **[Oplysningskrav ved investeringsanalyser].** Enhver fysisk eller juridisk person, der som led i udøvelsen af sit erhverv eller som led i sine forretninger til offentligheden eller distributionskanaler udarbejder eller udbreder anbefalinger vedrørende vær-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

dipapirer som nævnt i § 27, stk. 1, eller vedrørende en udsteder af sådanne værdipapirer, skal sikre, at fremlæggelse og udbredelse af anbefalinger sker på en redelig måde, og at der oplyses om eventuelle interesser eller interessekonflikter i forhold til de værdipapirer eller den udsteder, som anbefalingen vedrører.

Stk. 2. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om redelig fremlæggelse og oplysning om interesser og interessekonflikter ved udarbejdelse og udbredelse af anbefalinger vedrørende værdipapirer og udstedere heraf.

§ 28 c **[Flagning af beslutning om overtagelsestilbud].** Beslutning om fremsættelse af tilbud i henhold til kapitel 8 skal hurtigst muligt offentliggøres. Tilbudsgiver anses for at have opfyldt sin forpligtelse i henhold til 1. pkt., når meddelelsen er kommet frem til den fondsbørs, den autoriserede markedsplads, det tilsvarende regulerede marked eller den alternative markedsplads, hvorpå aktierne er optaget til notering eller handel.

§ 29 **[Storaktionærers flagningspligt].** Enhver, der besidder aktier i selskaber, der har aktier optaget til notering på en fondsbørs eller optaget til handel på en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads, skal i de i stk. 2 nævnte tilfælde straks give meddelelse til fondsbørsen, den autoriserede markedsplads eller den alternative markedsplads og til selskabet om besiddelser af aktier i selskabet. Fondsbørsen, den autoriserede markedsplads eller den alternative markedsplads indberetter straks oplysningerne til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Stk. 2. Meddelelse om aktiebesiddelse efter stk. 1 skal gives, når

1. aktiernes stemmeret udgør mindst 5 pct. af aktiekapitalens stemmerettigheder eller deres pålydende værdi udgør mindst 5 pct. af aktiekapitalen eller
2. ændring i et allerede meddelt besiddelsesforhold bevirker, at grænser med 5 pct.'s mellemrum fra 10 pct. til 100 pct. samt grænser på 1/3 eller 2/3 af aktiekapitalens stemmerettigheder eller pålydende værdi nås eller ikke længere er nået, eller ændringen bevirker, at grænserne i nr. 1 ikke længere er nået.

Stk. 3. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fastsætter regler om besiddelse og om meddelelse om besiddelse af aktier efter stk. 1 og 2. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen kan fastsætte regler om besiddelse og om meddelelse om besiddelse af aktier i danske

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

selskaber, der har aktier optaget til notering på en fondsbørs i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i lande, som Fællesskabet har indgået samarbejdsaftale med.

§ 29 a **(Ophævet).**

§ 30 **[Finanstilsynets hjemmel til at fastlægge nærmere regler].** Finanstilsynet fastsætter regler om udstederes og aktionærers oplysningsforpligtelse over for en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads, herunder om muligheden for dispensation.

Stk. 2. Finanstilsynet fastsætter regler om oplysningsforpligtelse, såfremt en udsteder har værdipapirer optaget til notering på flere fondsbørser.

Kapitel 8
Overtagelsestilbud

§ 31 Overdrages en aktiepost direkte eller indirekte i et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, et tilsvarende reguleret marked eller en alternativ markedsplads, skal erhververen give alle selskabets aktionærer mulighed for at afhænde deres aktier på identiske betingelser, hvis overdragelsen medfører, at erhververen

1. kommer til at besidde flertallet af stemmerettighederne i selskabet,
2. får ret til at udnævne eller afsætte et flertal af selskabets bestyrelsesmedlemmer,
3. får ret til at udøve en bestemmende indflydelse over selskabet på grundlag af vedtægterne eller aftale med dette i øvrigt,
4. på grundlag af aftale med andre aktionærer kommer til at råde over flertallet af stemmerettighederne i selskabet eller
5. kommer til at kunne udøve bestemmende indflydelse over selskabet og kommer til at besidde mere end en tredjedel af stemmerettighederne.

Stk. 2. Forpligtelsen efter stk. 1 finder ikke anvendelse, såfremt den i stk. 1 omhandlede overdragelse er resultatet af et frivilligt tilbud til samtlige aktionærer om at overdrage samtlige

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

deres aktier og dette frivillige tilbud opfylder betingelserne i § 32, stk. 1.

Stk. 3. Bestemmelserne i aktieselskabslovens § 20 b, stk. 4, og § 20 e finder tilsvarende anvendelse på overdragelser af aktier i et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til handel på en alternativ markedsplads.

Stk. 4. Finanstilsynet kan fritage fra forpligtelsen i stk. 1, såfremt særlige forhold gør sig gældende.

§ 32 Ved tilbud om overtagelse af aktier efter § 31 skal erhververen udarbejde og offentliggøre et tilbudsdokument, som indeholder oplysninger om tilbuddets økonomiske og andre vilkår, herunder frist for accept af tilbuddet, samt andre oplysninger, som må anses for fornødne, for at aktionærerne kan danne sig et velbegrundet skøn over tilbuddet.

Stk. 2. Når der, uden at der foreligger tilbudspligt efter § 31, i øvrigt offentligt med henblik på at erhverve en kontrollerende aktiepost fremsættes tilbud om at overtage aktier i et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, et tilsvarende reguleret marked eller en alternativ markedsplads, skal der ligeledes udarbejdes et tilbudsdokument i overensstemmelse med stk. 1.

Stk. 3. Finanstilsynet fastsætter bestemmelser om tilbudspligt efter § 31, stk. 1, frivillige overtagelsestilbud, tilbudsdokumenters indhold, godkendelse og offentliggørelse m.v., tilbudskursen, en forpligtelse for målselskabets bestyrelse til at redegøre for tilbuddets indhold samt om meddelelse af en beslutning til den kompetente myndighed, jf. § 28 c.

§ 32 a Finanstilsynet kan henvise behandlingen af et overtagelsestilbud vedrørende aktier i et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, til den kompetente myndighed i et andet land inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

Stk. 2. Finanstilsynet fastsætter bestemmelser om den lovgivning, der finder anvendelse, og om, hvilken myndighed der er kompetent.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 9

Indberetning af handler

§ 33 **[Indberetning af handler].** En værdipapirhandler skal straks indberette aftaler om overdragelse til eje af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller handles på en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer i et land inden for Den Europæiske Union eller i lande, som Fællesskabet har indgået samarbejdsaftale med, såfremt værdipapirhandleren har medvirket i handelen.

Stk. 2. Finanstilsynet kan bestemme, at indberetningspligt tillige påhviler andre, og kan desuden i særlige tilfælde udstrække indberetningspligten til at omfatte andre unoterede værdipapirer end dem, der handles på en autoriseret markedsplads.

Stk. 3. Den indberetningspligtige skal opbevare dokumentation for den indberettede handel og for indberetningen heraf i mindst 5 år, efter at indberetningen er foretaget.

Stk. 4. Finanstilsynet fastsætter nærmere bestemmelser om indberetningspligten, herunder omfang og indhold, og hvortil der skal indberettes. En fondsbørs og en autoriseret markedsplads fastsætter regler om betaling af gebyrer for indberetninger og offentliggørelse.

Kapitel 10

Misbrug af intern viden, kursmanipulation og foranstaltninger til modvirkning af markedsmisbrug

§ 34 **[Anvendelsesområde og definition af intern viden].** Reglerne i dette kapitel omfatter misbrug af intern viden og kursmanipulation samt foranstaltninger til modvirkning af markedsmisbrug vedrørende

1. værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer samt værdipapirer, for hvilke der er indgivet en anmodning om optagelse til notering eller handel på sådanne markeder, og

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

2. værdipapirer, der ikke selv er omfattet af nr. 1, men som er knyttet til et eller flere værdipapirer som nævnt i nr. 1, samt andele omfattet af § 2, stk. 1, nr. 4.

Stk. 2. Ved intern viden forstås specifikke oplysninger, som ikke er offentliggjort, om udstedere af værdipapirer, værdipapirer eller markedsforhold vedrørende disse, som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer, hvis oplysningerne blev offentliggjort. En oplysning anses for offentliggjort, når der er sket en for markedet generel og relevant videreformidling af denne. Som sådan offentliggørelse anses meddelelse til en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, når oplysningen er videresendt herfra.

Stk. 3. I stk. 2 forstås ved:

1. *Specifikke oplysninger:*oplysninger, dera) vedrører forhold, der foreligger eller med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en begivenhed, der er indtrådt eller med rimelighed kan forventes at indtræde, og b) er tilstrækkelig præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende begivenheders eller forholds forventede indvirkning på kursdannelsen på de pågældende værdipapirer.
2. *Oplysninger, som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer:*Oplysninger, som en fornuftig investor må antages at ville benytte som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger.

Stk. 4. For værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte omfatter intern viden også oplysninger, som meddeles af en kunde og vedrører dennes endnu ikke udførte ordrer, forudsat at oplysningerne i øvrigt opfylder kravene i stk. 2 og 3.

Stk. 5. Ved handel med råvareinstrumenter udgør intern viden oplysninger, som ikke er blevet offentliggjort, men som direkte eller indirekte vedrører et eller flere af sådanne instrumenter, og som brugere af markeder, hvor sådanne instrumenter handles, forventer at modtage i overensstemmelse med accepteret markedspraksis for disse markeder. Brugere af markeder for råvareinstrumenter forventer at modtage oplysninger, som

1. normalt stilles til rådighed for brugere af det pågældende marked eller
2. skal offentliggøres i henhold til lov, bekendtgørelse, et regelsæt for det pågældende marked for handel med råvareinstrumenter, en kontrakt eller en sædvane på det pågæl-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

dende marked for handel med råvareinstrumenter eller det underliggende marked for handel med råvarer.

§ 35 **[Forbuddet mod insiderhandel].** Køb, salg og tilskyndelse til køb eller salg af et værdipapir må ikke foretages af nogen, der har intern viden, som kan være af betydning for handelen.

Stk. 2. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på

1. køb af værdipapirer, der sker som et nødvendigt led i gennemførelsen af et fremsat offentligt købstilbud med det formål at få kontrol over et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, såfremt den interne viden er erhvervet i forbindelse med en undersøgelse af selskabet, der er foretaget med henblik på fremsættelsen af købstilbuddet, og
2. køb og salg af værdipapirer, der gennemføres for at opfylde en forpligtelse, forudsat at denne forpligtelse er forfalden på tidspunktet for handelens gennemførelse, og at forpligtelsen er baseret på en aftale, der er indgået, før den pågældende person kom i besiddelse af intern viden.

Stk. 3. Uanset bestemmelsen i stk. 1 kan værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte loyalt udføre en kundes ordre. Endvidere kan sådanne personer foretage sædvanlig handel, såfremt handelen sker som et normalt led i værdipapirhandlerens funktion som market-maker i det pågældende værdipapir.

Stk. 4. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på transaktioner, der udføres af en suveræn stat, en sådan stats centralbank, Det Europæiske System af Centralbanker eller den, der agerer på disses vegne, når transaktionerne sker som led i vedkommendes pengepolitik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik.

Stk. 5. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer eller med værdipapirer som led i stabilisering af kursen på et værdipapir, forudsat at sådanne transaktioner gennemføres i overensstemmelse med Kommissionens forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter.

§ 36 **[Forbuddet mod videregivelse af intern viden].** Den, der er i besiddelse af intern viden, må ikke videregive denne viden til

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

andre, medmindre videregivelsen er et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktion.

§ 37 **[Interne regler, insiderlister, mistænkelige transaktioner, identifikationskrav].** En udsteder af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads, og dennes moderselskab skal udarbejde interne regler for bestyrelsesmedlemmers, direktørers og andre medarbejderes adgang til for egen eller tredjemands regning at handle med de af udstederen udstedte værdipapirer, jf. første led, og dertil knyttede finansielle instrumenter. Tilsvarende regler skal udarbejdes af offentlige myndigheder og virksomheder, herunder værdipapirhandlere, advokater og revisorer, som i kraft af deres virksomhedsudøvelse regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden. Er de i 1. og 2. pkt. nævnte virksomheder organiseret som interessentskaber, kommanditselskaber eller lignende, skal de interne regler tillige omfatte ejerne.

Stk. 2. En udsteder af værdipapirer som nævnt i § 34, stk. 1, nr. 1, skal udarbejde interne regler med det formål at hindre, at intern viden er tilgængelig for andre end dem, der har behov herfor. Tilsvarende regler skal udarbejdes af offentlige myndigheder og virksomheder, herunder værdipapirhandlere, advokater og revisorer, som i kraft af deres virksomhedsudøvelse regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden.

Stk. 3. Interne regler udarbejdet af en udsteder i henhold til stk. 2, 1. pkt., skal som et minimum indeholde bestemmelser, hvorigennem det effektivt sikres, at

1. andre personer end de, der skal have adgang dertil som led i udøvelsen af deres funktioner hos udstederen, ikke får adgang til intern viden,
2. personer, der har adgang til intern viden, er bekendt med de deraf følgende retlige og tilsynsmæssige forpligtelser og er klar over, hvilke sanktioner de kan blive pålagt ved misbrug eller uberettiget videregivelse af en sådan viden,
3. at offentliggørelse af intern viden finder sted straks, såfremt det af udstederen konstateres, at der er sket videregivelse, jf. dog § 27, stk. 2, 3. pkt.

Stk. 4. En udsteder af værdipapirer som nævnt i § 34, stk. 1, nr. 1, skal udarbejde og løbende ajourføre en fortegnelse over de personer, der arbejder for dem, og som har adgang til intern viden. Tilsvarende fortegnelser skal udarbejdes af fysiske og juridiske personer, der agerer på vegne af en udsteder som nævnt

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

i 1. pkt. eller for en sådan udsteders regning. De af fortegnelserne omfattede personer skal straks orienteres herom. 1.-3. pkt. finder ikke anvendelse på en suveræn stat, en sådan stats centralbank, Det Europæiske System af Centralbanker eller den, der agerer på disses vegne, når udstedelsen af værdipapirer sker som et led i vedkommendes pengepolitik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik.

Stk. 5. Interne regler udstedt efter stk. 1 og 2 samt fortegnelser udarbejdet efter stk. 4 skal på forlangende udleveres til den enkelte fondsbørs eller autoriserede markedsplads og Finanstilsynet.

Stk. 6. Værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte, der gennemfører transaktioner med værdipapirer som nævnt i § 34, stk. 1, skal uden ugrundet ophold underrette Finanstilsynet, såfremt det med rimelighed kan antages, at en gennemført transaktion udgør en overtrædelse af § 35, stk. 1, eller § 39, stk. 1. Dette gælder dog kun, såfremt transaktionen er gennemført som led i en loyal udførelse af en kundes ordre, jf. § 35, stk. 3, og § 39, stk. 2. Underretning som nævnt i 1. pkt., som en værdipapirhandler eller dennes ansatte foretager med rimelig grund, anses ikke som et brud på regler om tavshedspligt, hvad enten disse regler følger af lov, bekendtgørelse eller en kontrakt.

Stk. 7. Værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte, der har foretaget underretning til Finanstilsynet i henhold til stk. 6, er forpligtet til at hemmeligholde, at der er givet sådan underretning. Opfyldelsen af pligten til hemmeligholdelse som nævnt i 1. pkt. påfører ikke den pågældende værdipapirhandler eller dennes ansatte nogen form for ansvar.

Stk. 8. Medvirker en værdipapirhandler ved handel med værdipapirer, skal den, der køber eller sælger værdipapirerne, identificere sig over for værdipapirhandleren. Identifikationen skal omfatte navn, adresse og cpr- eller cvr-nummer eller anden lignende identifikation, hvis den pågældende ikke har et cpr- eller cvr-nummer. Sker handelen på vegne af tredjemand, skal dette tillige oplyses.

Stk. 9. Værdipapirhandleren skal registrere de i stk. 8 nævnte oplysninger og opbevare oplysningerne i 5 år.

Stk. 10. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om udarbejdelse og ajourføring af fortegnelser efter stk. 4 samt om indholdet og omfanget af underretningspligten efter stk. 6, 1. pkt.

§ 37 a **(Ophævet).**

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 38 **[Definition af og eksempler på kursmanipulation].** Ved kursmanipulation forstås handlinger omfattet af nr. 1-4, der er egnet til at påvirke kursen på værdipapirer omfattet af § 34, stk. 1, i en retning, der afviger fra disses værdi i markedet, ved

1. udbredelse af oplysninger gennem medierne eller ved andre metoder, der er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på værdipapirer,
2. transaktioner eller handelsordrer, der er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på værdipapirer,
3. transaktioner eller handelsordrer, hvorved der benyttes fiktive indretninger eller andre former for bedrag eller påfund, eller
4. transaktioner eller handelsordrer, hvorved en person eller flere personer i fællesskab sikrer, at kursen på et eller flere værdipapirer ligger på et unormalt eller kunstigt niveau.

Stk. 2. Kursmanipulation efter stk. 1 kan eksempelvis bestå i

1. udsendelse af en meningstilkendegivelse gennem medierne om et værdipapir eller en udsteder af et værdipapir efter på forhånd at have erhvervet sig mængder af det pågældende værdipapir, såfremt der senere drages fordel af den måde, hvorpå de tilkendegivne holdninger påvirker kursen på værdipapiret, forudsat at interessekonflikten ikke senest samtidig med udsendelsen af meningstilkendegivelsen angives over for offentligheden på en korrekt og effektiv måde,
2. køb eller salg af værdipapirer ved markedets lukketid med den virkning, at personer, der handler på grundlag af slutkurserne, vildledes, eller
3. adfærd, hvorved en person eller flere personer i fællesskab opnår en dominerende stilling over udbuddet af eller efterspørgslen efter et værdipapir med den virkning, at købs- og salgspriser på værdipapiret direkte eller indirekte fastsættes på et unormalt eller kunstigt niveau, eller at der anvendes andre urimelige vilkår for transaktionen.

Stk. 3. Ved anvendelsen af bestemmelsen i stk. 1, nr. 1, i forhold til redaktører og redaktionelle medarbejdere, der som led i deres erhvervsmæssige aktivitet udbreder oplysninger, skal der tages hensyn til de regler, der gælder for sådanne personers erhverv. 1. pkt. finder ikke anvendelse, hvis den pågældende

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

redaktør eller redaktionelle medarbejder direkte eller indirekte drager fordel eller får udbytte af udbredelsen af oplysningerne.

Stk. 4. Bestemmelserne i stk. 1, nr. 2 og 4, finder ikke anvendelse, såfremt den, der har indgået transaktionen eller har afgivet handelsordren, godtgør, at transaktionen eller handelsordren var i overensstemmelse med accepteret markedspraksis, og at begrundelsen for at indgå en sådan transaktion eller afgive en sådan ordre var legitim. Finanstilsynet træffer beslutning om accept af markedspraksis.

Stk. 5. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om transaktioner, handelsordrer og udbredelse af oplysninger, der kan anses for kursmanipulation i henhold til bestemmelserne i stk. 1, nr. 1-4. Finanstilsynet fastsætter endvidere nærmere regler for, under hvilke omstændigheder en transaktion eller handelsordre kan anses for at være i overensstemmelse med accepteret markedspraksis i henhold til bestemmelsen i stk. 4.

§ 39 **[Forbuddet mod kursmanipulation].** Kursmanipulation eller forsøg herpå må ikke finde sted.

Stk. 2. Uanset bestemmelsen i stk. 1 kan værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte loyalt udføre en kundes ordre.

Stk. 3. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på transaktioner, der udføres af en suveræn stat, en sådan stats centralbank, Det Europæiske System af Centralbanker eller den, der agerer på disses vegne, når transaktionerne sker som led i vedkommendes pengepolitik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik.

Stk. 4. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer eller med værdipapirer som led i stabilisering af kursen på et værdipapir, forudsat at sådanne transaktioner gennemføres i overensstemmelse med Kommissionens forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter.

§ 39 a **[Alternative markedspladser].** § 34, stk. 2-5, § 35, stk. 1-4, § 36, § 37, stk. 6-10, § 38 og § 39, stk. 1-3, finder tilsvarende anvendelse på handel med værdipapirer optaget til handel på en alternativ markedsplads. Herudover finder Kommissionens Forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter, jf. § 35, stk. 5, og § 39, stk. 4, tilsvarende anvendelse på handel med værdipapirer optaget til handel på en alternativ markedsplads.

Kapitel 11

Virksomhed som autoriseret markedsplads

§ 40 **[Autoriseret markedsplads]** Ved virksomhed som autoriseret markedsplads forstås regelmæssig omsætning af værdipapirer, som ikke er noterede på en fondsbørs eller et tilsvarende reguleret marked (unoterede værdipapirer).

Stk. 2. Unoterede værdipapirer kan på en udsteders anmodning optages til handel på en autoriseret markedsplads, såfremt lovens betingelser er opfyldt, de pågældende unoterede værdipapirer er omfattet af den autoriserede markedsplads' formålsbestemmelse, og den autoriserede markedsplads skønner, at handel med disse papirer har offentlig interesse.

Stk. 3. Vedtægterne for en autoriseret markedsplads skal i formålsbestemmelsen indeholde oplysninger om, hvilke typer af unoterede værdipapirer der kan omsættes.

§ 40 a **[Accessorisk virksomhed]** En autoriseret markedsplads kan drive anden virksomhed, der er accessorisk til virksomhed som autoriseret markedsplads, herunder som alternativ markedsplads. Finanstilsynet kan beslutte, at den accessoriske virksomhed skal udøves i et andet selskab.

Stk. 2. Hvis en autoriseret markedsplads tillige driver virksomhed som alternativ markedsplads, finder bestemmelserne i kapitel 11 a anvendelse på selskabets virksomhed.

§ 41 **[Bestyrelsens ansvar]** Bestyrelsen for en autoriseret markedsplads er ansvarlig for, at markedspladsens virksomhed foregår på en hensigtsmæssig og betryggende måde.

Stk. 2. Det påhviler den enkelte autoriserede markedsplads

1. at sørge for, at de nødvendige værdipapirhandelssystemer og informationssystemer er til rådighed,
2. at virke for, at handel finder sted på en måde, der sikrer, at handelen foregår på en redelig og gennemskuelig måde og

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

inden for lovgivningens rammer sikrer alle berørte en ligelig behandling, og

3. at påse, at udstedere og medlemmer af den autoriserede markedsplads overholder reglerne efter stk. 3.

Stk. 3. En autoriseret markedsplads skal fastsætte

1. regler for optagelse af værdipapirer til handel på markedspladsen samt supplerende regler om udstederes og aktionærers oplysningsforpligtelser,
2. regler om vilkårene for at være medlem af markedspladsen og
3. regler for indberetning af handel til løbende markedsovervågnings- og informationsformål.

Stk. 4. Hvis et medlem af den autoriserede markedsplads groft eller gentagne gange tilsidesætter vilkårene for at være medlem af markedspladsen, jf. stk. 3, nr. 2, kan den autoriserede markedsplads ophæve medlemskabet.

§ 42 **[Unoterede værdipapirer]** En autoriseret markedsplads kan bestemme, at et unoteret værdipapir ikke længere skal handles på markedspladsen, såfremt denne finder, at det unoterede værdipapir ikke længere er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse.

Stk. 2. Mister en udsteder rådigheden over sit bo, kan dennes værdipapirer ikke længere handles.

Stk. 3. Fremsætter en udsteder, hvis unoterede værdipapirer handles på markedspladsen, anmodning om, at handelen skal ophøre, skal anmodningen tages til følge, medmindre den autoriserede markedsplads finder, at ophøret ikke er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse.

Stk. 4. Handelen med et unoteret værdipapir skal ophøre senest samtidig med, at værdipapiret optages til notering på en fondsbørs.

Stk. 5. Den autoriserede markedsplads skal fastsætte regler om de nærmere betingelser for ophør af handel med unoterede værdipapirer.

§ 42 a **[Finanstilsynet]** De beføjelser, der er tillagt en autoriseret markedsplads efter bestemmelserne i § 40, stk. 2, og § 42, udøves af Finanstilsynet, når en dansk eller udenlandsk autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked eller en alternativ markedsplads ansøger om optagelse til handel af sine værdipapirer på en autoriseret markedsplads.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 11 a

Virksomhed som alternativ markedsplads

§ 42 b **[Alternativ markedsplads]** Ved virksomhed som alternativ markedsplads forstås regelmæssig omsætning af værdipapirer, som ikke er noterede på en fondsbørs eller et tilsvarende reguleret marked (unoterede værdipapirer).

Stk. 2. Unoterede værdipapirer kan på en udsteders anmodning optages til handel på en alternativ markedsplads, såfremt lovens betingelser er opfyldt, de pågældende unoterede værdipapirer er omfattet af den alternative markedsplads' formålsbestemmelse, og den alternative markedsplads skønner, at handel med disse papirer har offentlig interesse.

Stk. 3. Vedtægterne for en alternativ markedsplads skal i formålsbestemmelsen indeholde oplysninger om, hvilke typer af unoterede værdipapirer der kan omsættes.

§ 42 c **[Accessorisk virksomhed]** En alternativ markedsplads kan drive anden virksomhed, der er accessorisk til virksomhed som alternativ markedsplads, herunder som autoriseret markedsplads. Finanstilsynet kan beslutte, at den accessoriske virksomhed skal udøves i et andet selskab.

Stk. 2. Hvis en alternativ markedsplads tillige driver virksomhed som autoriseret markedsplads, finder bestemmelserne i kapitel 11 anvendelse på selskabets virksomhed.

§ 42 d **[Tilsvarende anvendelse]** §§ 41 og 42 finder tilsvarende anvendelse på virksomhed som alternativ markedsplads.

§ 42 e **[Finanstilsynet]** De beføjelser, der er tillagt en alternativ markedsplads efter bestemmelserne i § 42 b, stk. 2, og § 42 d, jf. § 42, udøves af Finanstilsynet, når en dansk eller udenlandsk fondsbørs, autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked eller en alternativ markedsplads ansøger om optagelse til handel af sine værdipapirer på en alternativ markedsplads.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 12

Prospekter ved første offentlige udbud af værdipapirer mellem 100.000 euro og 2.500.000 euro

§ 43 **[Første udbud]** Dette kapitel finder anvendelse på første udbud til offentligheden af værdipapirer, som ikke ønskes optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, når udbuddet er mellem 100.000 euro og 2.500.000 euro.

Stk. 2. Reglerne i dette kapitel omfatter følgende værdipapirer:

1. Aktier og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse,
2. obligationer med en løbetid på mindst 1 år og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse, og
3. alle andre omsættelige værdipapirer, hvormed værdipapirer som nævnt under nr. 1 eller 2 kan erhverves ved tegning eller ombytning.

Stk. 3. Finanstilsynet kan fastsætte regler om, at udbud af nærmere bestemte værdipapirer undtages fra denne lov.

§ 44 **[Prospektpligt ved offentlige udbud].** Ved første udbud af værdipapirer til offentligheden mellem 100.000 euro og 2.500.000 euro skal der med henblik på offentliggørelse foreligge et godkendt prospekt.

Stk. 2. Finanstilsynet træffer beslutning om prospektets godkendelse.

Stk. 3. Prospektet skal indeholde de oplysninger, der anses for fornødne for, at investorerne og deres investeringsrådgivere kan danne sig et velbegrundet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og fremtidsudsigter samt over en eventuel garant og over de rettigheder, der er knyttet til de værdipapirer, der udbydes til offentligheden.

Stk. 4. Et prospekt, der opfylder de krav, der er fastsat i §§ 23-24 og i regler udstedt i medfør af § 23, stk. 8 og 9, og § 24, stk. 2, kan træde i stedet for et prospekt som nævnt i stk. 1.

Stk. 5. Et prospekt, der opfylder kravene til prospekter efter bestemmelserne i direktiv 2003/71/EF, og som er godkendt af den kompetente myndighed i et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

det finansielle område, sidestilles med et prospekt som nævnt i stk. 1. Prospektet skal inden offentliggørelse forelægges Finanstilsynet, der påser, at betingelserne efter 1. pkt. er opfyldt.

Stk. 6. Finanstilsynet fastsætter regler om prospektets indhold, sprog, indsendelse, gyldighed og annoncering.

§ 45 **[Indsendelse til Finanstilsynet]** Prospekter som nævnt i § 44 skal indsendes til Finanstilsynet.

Stk. 2. Finanstilsynet påser, at prospekter som nævnt i § 44 opfylder forskrifterne i dette kapitel og bestemmelser fastsat i medfør heraf.

Stk. 3. Modtagelse af prospekter som nævnt i § 44 registreres i og offentliggøres af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Stk. 4. Finanstilsynet fastsætter regler om betaling af gebyrer for behandling af prospekter.

Stk. 5. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fastsætter regler om offentliggørelse af modtagelse af prospekter omfattet af dette kapitel og om betaling af gebyrer for offentliggørelsen.

§ 46 **[Intet udbud før godkendelse]** Udbud til offentligheden må ikke finde sted, før prospektet er offentliggjort efter de regler, som er fastsat i medfør af § 45, *Stk. 5.*

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte regler om det nærmere indhold af udbudsmateriale.

Kapitel 13
Værdipapirmæglere

§ 47 **[Værdipapirmæglervirksomhed]** Ved værdipapirmæglervirksomhed forstås regelmæssig drift af et marked, hvor der mellem værdipapirhandlere samt Danmarks Nationalbank sammenføres bud og udbud om køb og salg af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs.

Stk. 2. Finanstilsynet kan efter indstilling fra den fondsbørs, hvor det pågældende værdipapir er noteret eller handlet, tillade, at der etableres værdipapirmæglervirksomhed, og kan i forbindelse hermed fastsætte de nærmere vilkår for værdipapirmæglers virksomhed.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 14
Pengemarkedsmæglere

§ 48 **[Pengemarkedsmæglervirksomhed]** Ved pengemarkedsmæglervirksomhed forstås regelmæssig drift af et marked, hvor der mellem deltagerne på pengemarkedet handles eller udveksles

1. ind- og udlån,
2. pengemarkedsrelaterede værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, og
3. andre pengemarkedsrelaterede værdipapirer.

Stk. 2. Udbud og bud om køb og salg af de i stk. 1, nr. 2, omfattede værdipapirer mellem værdipapirhandlere samt Danmarks Nationalbank kan kun regelmæssigt sammenføres af fondsbørser og pengemarkedsmæglere.

Stk. 3. Finanstilsynet kan fastsætte bestemmelser for pengemarkedsmægleres drift af markeder for pengemarkedsrelaterede værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs. Finanstilsynet kan bestemme, at en pengemarkedsmægler må udøve virksomhed som værdipapirmægler.

§ 49 **[Drift af virksomhed]** En pengemarkedsmægler skal drive sin virksomhed på en redelig og gennemskuelig måde og sikre alle berørte en ligelig behandling inden for lovgivningens rammer.

Afsnit III
Clearing, afvikling og finansiel sikkerhedsstillelse m.v.

Kapitel 15
Clearingvirksomhed

§ 50 **[Definitioner].** Ved clearing forstås opgørelse af forpligtelser og rettigheder ved en aftalt udveksling af ydelser.

Stk. 2. Ved afvikling forstås udveksling af ydelser til opfyldelse af parternes forpligtelser.

Stk. 3. Ved netting som anført i § 57 forstås omregning til en nettofordring eller en nettoforpligtelse af fordringer og forpligtelser, der følger af overførselsordrer, som en eller flere deltagere

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

udsteder til eller modtager fra en eller flere andre deltagere, med det resultat, at der kun kan gøres en nettofordring eller nettoforpligtelse gældende.

Stk. 4. Ved værdipapirclearingvirksomhed forstås regelmæssig virksomhed, som består i på en clearingdeltagers vegne at gennemføre clearing, afvikling eller clearing og afvikling af transaktioner med værdipapirer, herunder at indtræde som part i transaktionerne eller på anden måde sikre transaktionernes gennemførelse. Finanstilsynet afgør i tvivlstilfælde, om der foreligger værdipapirclearingvirksomhed.

Stk. 5. Ved clearingdeltager forstås en part, der har indgået en aftale med en clearingcentral om regelmæssigt at deltage i clearing, afvikling eller clearing og afvikling.

Stk. 6. Ved indirekte deltager forstås et kreditinstitut som defineret i art. 1, første led, i direktiv 77/780/EØF, som har indgået en aftale med et institut, der er deltager i et registreret betalingssystem, eller tilsvarende virksomhed udøvet af Danmarks Nationalbank, hvorved kreditinstituttet bliver i stand til at sende overførelsesordrer gennem systemet.

§ 51 **[Værdipapirclearingvirksomhed].** Værdipapirclearingvirksomhed må alene drives af clearingcentraler og Danmarks Nationalbank.

§ 52 **[Bestyrelsens ansvar og krav til clearingcentralen].** Bestyrelsen for en clearingcentral er ansvarlig for, at centralens virksomhed foregår på en hensigtsmæssig og betryggende måde. Det påhviler den enkelte clearingcentral at fastsætte regler for clearing og afvikling og sikre alle berørte ligelig behandling. Vilkår for clearingcentralers betalingsafvikling i Danmarks Nationalbank er ikke omfattet af 2. pkt.

Stk. 2. En clearingcentral kan fastsætte nærmere regler om de værdipapirer, der kan cleares, afvikles eller cleares og afvikles i centralen.

§ 53 **[Clearingcentralens virksomhed].** En clearingcentral kan føre kontantkonti for clearingdeltagerne og foranstalte långivning og låntagning af penge og værdipapirer i forbindelse med clearing, afvikling eller clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner. Nærmere regler herom fastsættes i en tilslutningsaftale, jf. § 54.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 2. En clearingcentral kan drive accessorisk virksomhed. Finanstilsynet kan beslutte, at den accessoriske virksomhed skal udøves i et andet selskab.

Stk. 3. Hvis en clearingcentral tillige driver børsvirksomhed, finder bestemmelserne i § 16, stk. 3 og 4, §§ 18-20, samt kapitlerne 6-10 anvendelse på selskabets virksomhed. Regler udstedt i medfør af § 19, stk. 1 og 2, og kapitlerne 6-10 finder tilsvarende anvendelse.

Stk. 4. Hvis en clearingcentral tillige driver virksomhed som værdipapircentral, finder bestemmelserne i § 8, stk. 3, § 60, §§ 62-82 og §§ 90 og 91 anvendelse på selskabets virksomhed.

Stk. 5. Hvis en clearingcentral tillige driver virksomhed som autoriseret markedsplads, finder bestemmelserne i kapitel 11 anvendelse på selskabets virksomhed.

Stk. 6. Hvis en clearingcentral tillige driver virksomhed som alternativ markedsplads, finder bestemmelserne i kapitel 11 a anvendelse på selskabets virksomhed.

Stk. 7. Hvis en clearingcentral tillige driver værdipapirmæglervirksomhed, finder bestemmelserne i kapitel 13 anvendelse.

Kapitel 16
Tilslutning til en clearingcentral

§ 54 **[Tilslutning til en clearingcentral].** En clearingdeltager skal indgå en tilslutningsaftale med clearingcentralen. Tilslutningen kan ske med henblik på at cleare og afvikle egne, tredjemands eller egne og tredjemands transaktioner med værdipapirer.

Stk. 2. Alene værdipapirhandlere, clearingcentraler, Økonomistyrelsen og Danmarks Nationalbank kan cleare og afvikle transaktioner på vegne af tredjemand.

Stk. 3. Værdipapirhandlere har adgang til at indgå tilslutningsaftale med clearingcentralen, såfremt de opfylder betingelserne i stk. 4. Clearingcentralen kan bestemme, at andre kan få adgang til at indgå tilslutningsaftale.

Stk. 4. Clearingcentralen fastsætter reglerne for tilslutningen som clearingdeltager, herunder de betingelser, som clearingdeltagere skal opfylde for at deltage i clearing og afvikling af egne, tredjemands eller egne og tredjemands transaktioner.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 5. Hvis en clearingdeltager groft eller gentagne gange tilsidesætter vilkårene for tilslutning, kan clearingcentralen ophæve tilslutningsaftalen.

Kapitel 17
Risikoafdækning

§ 55 **[Risikoafdækning].** Yder en clearingcentral eller clearingdeltager lån til en clearingdeltager i forbindelse med afviklingen af værdipapirhandler eller betalinger i clearingcentralen, kan det forinden være aftalt med låntager, at de af låntagerens fondsaktiver, der opbevares i et eller flere af låntageren udpegede depoter i en værdipapircentral, kan tjene til pant for indfrielsen af lånet.

Stk. 2. Yder et registreret betalingssystem eller en deltager i et sådant system lån til en deltager eller en indirekte deltager i systemet i forbindelse med afviklingen af betalinger i systemet, kan det forinden være aftalt med låntager, at de af låntagerens fondsaktiver, der opbevares i et eller flere af låntageren udpegede depoter i en værdipapircentral, kan tjene til pant for indfrielsen af lånet.

Stk. 3. Hvis værdipapirclearingvirksomhed udøves, eller et betalingssystem drives af Danmarks Nationalbank, og værdipapirclearingvirksomheden, betalingssystemet eller en deltager i værdipapirclearingvirksomheden eller betalingssystemet yder lån til en deltager eller en indirekte deltager i forbindelse med afviklingen i systemet, kan det forinden være aftalt med låntager, at de af låntagerens fondsaktiver, der opbevares i et eller flere af låntageren udpegede depoter i en værdipapircentral, kan tjene til pant for indfrielsen af lånet.

Stk. 4. Er en aftale som nævnt i stk. 1, 2 eller 3 registreret i en værdipapircentral, og ydes der lån til brug for afvikling, kan der i tilknytning til afviklingen anmeldes panteret i de pågældende fondsaktiver, jf. stk. 1-3, over for værdipapircentralen med henblik på registrering. Alene ved en sådan registrering opnås beskyttelse mod retsforfølgning og aftaleerhververe efter reglerne i kapitel 22.

Stk. 5. Har en clearingcentral eller en clearingdeltager betalt for en andens erhvervelse af fondsaktiver, som afvikles gennem

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

en clearingcentral, kan der i en værdipapircentral til sikkerhed for betalerens krav mod erhververen registreres pant i den del af de erhvervede fondsaktiver, som samtidig registreres på erhververens konto i værdipapircentralen, og som ikke efter aftale med betaleren er videreoverdraget ved salg afviklet på samme tidspunkt som erhvervelsen. Ved registreringen af panteretten opnås beskyttelse mod retsforfølgning og aftaleerhververe efter reglerne i kapitel 22.

Stk. 6. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om, inden for hvilken tidsfrist en långiver ved meddelelse skal fastholde den i henhold til stk. 4 og 5 anmeldte panteret. Registrering af panteretten slettes uden meddelelse efter § 68, såfremt retten ikke er fastholdt inden fristens udløb. En værdipapircentral kan udskyde den i 2. pkt. nævnte frist, såfremt Danmarks Nationalbank har meddelt, at Danmarks Nationalbanks betalingssystemer er ude af funktion som følge af tekniske problemer.

§ 56 **[Straks-realisering af panteret].** Fondsaktiver, hvori der er registreret pant i henhold til § 55, stk. 4 eller 5, kan, hvis der er indgået en forudgående aftale herom, eller hvis handlen er indgået mellem en værdipapirhandler og en værdipapirhandler eller en institutionel investor eller en tilsvarende professionel investor, realiseres straks efter udløbet af den af Finanstilsynet i medfør af § 55, stk. 6, fastsatte frist, såfremt låntageren ikke forinden har opfyldt sine forpligtelser. Den i 1. pkt. nævnte frist kan fraviges efter aftale mellem parterne, såfremt pantet er registreret i henhold til § 55, stk. 4 og 5.

Stk. 2. Værdipapirer, der er stillet til sikkerhed over for en clearingcentral eller en clearingdeltager til opfyldelse af clearingcentralens regler om sikkerhedsstillelse, kan realiseres straks, hvis der er indgået en forudgående aftale herom, og der foreligger en misligholdelse af clearingcentralens regler om sikkerhedsstillelse.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 18

Betalingssystemer, netting m.v.

§ 57 **[Netting].** En aftale mellem to eller flere parter om, at samtlige anmeldte fordringer, der har tilknytning til en clearingcentrals udøvelse af værdipapirclearingvirksomhed, jf. § 50, stk. 4, eller forbindelse til clearing af betalinger udøvet af Danmarks Nationalbank eller et registreret betalingssystem, skal nettes, kan med retsvirkning over for boet og kreditorerne tillige indeholde en bestemmelse om, at de pågældende fordringer skal nettes, cleares og afvikles eller føres tilbage i deres helhed, såfremt en af parterne erklæres konkurs, eller der anmeldes betalingsstandsning eller åbnes tvangsakkord.

Stk. 2. Aftaler om netting med udenlandske clearingcentraler og betalingssystemer, der er anmeldt til Kommissionen i medfør af art. 10, 1. afsnit, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF har samme retsvirkning som aftaler nævnt i stk. 1.

Stk. 3. Finanstilsynet kan godkende, at en aftale om netting med udenlandske clearingcentraler og betalingssystemer eller tilsvarende udenlandske virksomheder, der udøver værdipapirclearingvirksomhed eller clearing af betalinger uden for Den Europæiske Union eller lande, som Unionen har indgået aftale med, får retsvirkning i henhold til stk. 1.

Stk. 4. En aftale som nævnt i stk. 1 skal for at have retsvirkning over for boet og kreditorerne inden konkursen, anmeldelsen af betalingsstandsning eller åbning af tvangsakkord være indsendt til Finanstilsynet.

Stk. 5. Aftaler i henhold til stk. 1 og 3 skal indeholde objektive betingelser for, i hvilke tilfælde anmeldte, men endnu ikke opfyldte fordringer enten

1. opfyldes i overensstemmelse med nettingaftalen eller
2. tilbageføres i deres helhed.

§ 57 a **[Betalingssystemer].** Finanstilsynet kan registrere et betalingssystem, hvis systemet er underlagt dansk ret, og en deltager har sit hovedsæde i Danmark med den virkning, at nettingaftaler og aftaler om sikkerhedsstillelse vedrørende afvikling af betalinger får retsvirkning i henhold til bestemmelserne i § 57, stk. 1, jf. dog § 57, stk. 4, samt bestemmelserne i § 57 b, stk. 1 og 2. Deltagere i betalingssystemet skal være kreditinstitutter som defineret i art. 1, første led, i direktiv 77/780/EØF, investerings-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

selskaber som defineret i art. 1, nr. 2, i direktiv 93/22/EØF, offentlige myndigheder eller andre, der efter Finanstilsynets vurdering har væsentlig betydning for betalingsafviklingen. Indirekte deltagere i betalingssystemet skal være kreditinstitutter som defineret i art. 1, første led, i direktiv 77/780/EØF.

Stk. 2. Finanstilsynet skal påse, at de for systemet og deltagerne gældende regler og tilslutningsaftaler indeholder bestemmelser om,

1. at systemet er underlagt dansk ret,
2. hvem der kan være direkte deltagere i systemet,
3. hvem der kan være indirekte deltagere i systemet,
4. på hvilke betingelser deltagere kan repræsentere indirekte deltagere,
5. hvilke krav til sikkerheder og sikkerhedsstillelse systemet stiller med henblik på at sikre afviklingen i systemet,
6. de i § 57 c nævnte forhold samt
7. vilkår i eventuelle aftaler, som systemet har indgået med et afregningsfirma eller et clearinginstitut som defineret i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF, art. 2, litra d og e.

Stk. 3. Finanstilsynet kan give et registreret betalingssystem pålæg om at ændre de efter stk. 2 udstedte regler og tilslutningsaftaler.

Stk. 4. Finanstilsynet kan fastsætte krav til et registreret betalingssystems kapitalgrundlag, krav til ledelse, jf. § 9, krav om revision og udarbejdelse af driftsplaner, forretningsgange samt tilstrækkelige kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger, herunder på edb-området.

Stk. 5. Systemet skal meddele Finanstilsynet, hvem der deltager direkte eller indirekte i systemet, samt eventuelle ændringer heri.

§ 57 b **[Omstødelige dispositioner mv.].** Dispositioner, hvorved der stilles sikkerhed over for Danmarks Nationalbank, en clearingcentral, et registreret betalingssystem eller deltagere i sådanne systemer, kan ikke omstødes efter konkurslovens § 70, stk. 1, eller § 72, stk. 2. Omstødelse kan dog ske, såfremt

1. sikkerheden ikke er stillet uden unødigt ophold, efter at mangelen på sikkerhed er opstået, eller
2. sikkerheden er stillet under sådanne omstændigheder, at den ikke fremstår som ordinær.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 2. Er en sikkerhed som nævnt i stk. 1 stillet i form af værdipapirer eller kontoindestående, kan sikkerheden realiseres straks, hvis der er indgået en forudgående aftale herom, og deltageren ikke forinden har opfyldt sine forpligtelser over for Danmarks Nationalbank, en clearingcentral eller et registreret betalingssystem eller over for deltagerne i sådanne systemer.

Stk. 3. Stk. 1 og 2 finder tilsvarende anvendelse på sikkerheder stillet i forbindelse med clearingcentraler og betalingssystemer, der er anmeldt til Kommissionen i medfør af art. 10, 1. afsnit, i Europa-Parlamenets og Rådets direktiv 98/26/EF, hvis sikkerheden er stillet i overensstemmelse med clearingcentralens eller betalingssystemets regler. Tilsvarende gælder sikkerhed stillet over for centralbanker i deres egenskab af centralbanker i Den Europæiske Union eller lande, som Unionen har indgået aftale med.

Stk. 4. Finanstilsynet kan godkende aftaler om sikkerhedsstillelse indgået med udenlandske clearingcentraler eller betalingssystemer eller tilsvarende udenlandske virksomheder, der udøver værdipapirclearingvirksomhed eller clearing af betalinger uden for Den Europæiske Union eller lande, som Unionen har indgået aftale med med den virkning, at sikkerhedsstillelse i overensstemmelse med en sådan aftale er omfattet af stk. 1 og 2.

§ 57 c **[Krav til regler og tilslutningsaftaler].** Gældende regler og tilslutningsaftaler for en clearingcentral, et registreret betalingssystem eller for tilsvarende virksomhed udøvet af Danmarks Nationalbank skal indeholde bestemmelser om,

1. hvornår en overførelsesordre anses for indgået i systemet, samt tidspunktet eller tidspunkterne for, hvornår en overførselsordre, der er indgået i systemet, ikke længere kan tilbagekaldes af en deltager eller en tredje part.

§ 57 d **[Finanstilsynets liste over godkendte clearingcentraler og betalingssystemer].** Finanstilsynet udfærdiger en liste over de clearingcentraler og betalingssystemer, hvormed der kan indgås aftaler med retsvirkning i henhold til bestemmelserne i § 57, stk. 1, og § 57 b, stk. 1 og 2. Listen offentliggøres ved bekendtgørelse.

Stk. 2. Finanstilsynet anmelder de af stk. 1 omfattede clearingcentraler og betalingssystemer samt betalings- og værdipapirclearingsystemer, der drives af Danmarks Nationalbank, til

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kommissionen, jf. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF, art. 10.

Stk. 3. Hvis en deltager i en clearingcentral eller et betalingssystem omfattet af stk. 2 anmelder betalingsstandsning, eller der af skifteretten afsiges konkursdekret eller åbnes tvangsakkordforhandling for en sådan deltager, giver skifteretten straks meddelelse herom til Finanstilsynet. Finanstilsynet videregiver straks denne meddelelse til de øvrige lande i Den Europæiske Union samt lande, som Fællesskabet har indgået aftale med, jf. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF, art. 6, stk. 3.

§ 57 e **[Lovvalg ved insolvens].** Hvis en deltager i en clearingcentral, et registreret betalingssystem eller tilsvarende virksomhed udøvet af Danmarks Nationalbank går konkurs, anmelder betalingsstandsning, der åbnes tvangsakkordforhandling eller anden form for insolvensbehandling, som defineret i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF, art. 2, litra j, skal de rettigheder og forpligtelser, der følger af eller har forbindelse med den pågældendes deltagelse i systemet, fastlægges efter den lovgivning, som systemet er underlagt. Tilsvarende gælder for danske deltagere i udenlandske clearingcentraler og betalingssystemer, der er anmeldt til Kommissionen i medfør af art. 10, 1. afsnit, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF.

Kapitel 18 a

Aftaler om finansiel sikkerhedsstillelseog slutafregning m.v.

§ 58 **[Kapitel 18 a's anvendelsesområde].** Bestemmelserne i dette kapitel finder anvendelse på aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse og på sikkerheder, når disse er stillet. En sikkerhed anses for stillet, når den relevante sikringsakt er foretaget.

Stk. 2. §§ 58 h og 58 i finder dog anvendelse, uanset om en aftale om slutafregning eller løbende netting er indgået som led i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse.

§ 58 a **[Definition af aftale om finansiel sikkerhedsstillelse].** Ved en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse forstås en aftale mellem

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

parter omfattet af § 58 b om sikkerhedsstillelse for finansielle forpligtelser, jf. § 58 e, i form af sikkerheder omfattet af § 58 f. Ved sikkerhedsstillelse forstås overdragelse af ejendomsret til sikkerhed samt pantsætning.

Stk. 2. En aftale om finansiel sikkerhedsstillelse skal for at være omfattet af dette kapitel være skriftlig eller skal kunne dokumenteres på anden måde, der retligt kan sidestilles dermed.

§ 58 b **[Aftalens parter].** En part i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan kun være følgende:

1. En offentlig myndighed, dog ikke offentligt garanterede virksomheder, medmindre disse falder ind under nr. 2-6, herunder
   a) offentlige organer i Den Europæiske Unions medlemslande samt lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, der er ansvarlige for eller medvirker ved forvaltningen af offentlig gæld,
   b) offentlige organer i Den Europæiske Unions medlemslande samt lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, der er bemyndiget til at føre konti for kunder.
2. En centralbank, Den Europæiske Centralbank, Den Internationale Betalingsbank, en multilateral udviklingsbank som defineret i art. 1, nr. 19, i direktiv 2000/12/EF, Den Internationale Valutafond og Den Europæiske Investeringsbank.
3. En finansiel institution, som er underlagt tilsyn, herunder
   a) et kreditinstitut som defineret i art. 1, nr. 1, i direktiv 2000/12/EF, herunder institutterne på listen i direktivets art. 2, stk. 3,
   b) et investeringsselskab som defineret i art. 1, nr. 2, i direktiv 93/22/EØF,
   c) et finansieringsinstitut som defineret i art. 1, nr. 5, i direktiv 2000/12/EF,
   d) et forsikringsselskab som defineret i art. 1, litra a, i direktiv 92/49/EØF og et forsikringsselskab som defineret i art. 1, litra a, i direktiv 92/96/EØF,
   e) et institut for kollektiv investering i værdipapirer som defineret i art. 1, stk. 2, i direktiv 85/611/EØF eller
   f) et investeringsforvaltningsselskab som defineret i art. 1 a, nr. 2, i direktiv 85/611/EØF.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

4. En central medkontrahent, et afregningsfirma eller et clearinginstitut som defineret i art. 2, litra c, d og e, i direktiv 98/26/EF, herunder lignende institutioner reguleret efter national lov, som handler på markedet for futures, optioner og afledte finansielle instrumenter, i det omfang de ikke er omfattet af nævnte direktiv.
5. En juridisk person, som handler i sin egenskab af formueforvalter eller befuldmægtiget på vegne af en eller flere personer, herunder indehavere af obligationer eller andre former for gældsbreve, eller for institutioner som defineret i nr. 1-4.

En juridisk person, der ikke er omfattet af nr. 1-5, herunder ikke registrerede virksomheder og interessentskaber, samt enkeltmandsvirksomheder.

§ 58 c **[Krav til aftalens indhold].** Bestemmelserne i dette kapitel finder anvendelse på aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, der indeholder bestemmelse om

1. netting ved slutafregning og løbende netting, jf. §§ 58 h og 58 i,
2. realisation af sikkerheder, jf. § 58 j,
3. supplerende sikkerhedsstillelse, jf. § 58 l,
4. substitutionsret, jf. § 58 m, eller
5. brugsret, jf. § 58 g.

§ 58 d **[Realisation på forretningsmæssige vilkår].** Realisation i henhold til § 58 j, stk. 1, eller værdiansættelse af sikkerheder eller fordringer, der modregnes eller tilegnes i henhold til § 58 g, § 58 h, § 58 j, stk. 2-4, og § 58 k, skal ske på forretningsmæssigt rimelige vilkår.

§ 58 e **[Definition af og krav til finansielle forpligtelser].** Det skal fremgå af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, hvilke af parternes eller tredjemands eksisterende eller fremtidige, faktiske, betingede eller potentielle finansielle forpligtelser aftalen omfatter.

Stk. 2. Ved finansielle forpligtelser forstås forpligtelser, der giver sikkerhedshaver ret til kontant afregning eller levering af værdipapirer.

Stk. 3. Er begge parter i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse omfattet af § 58 b, nr. 6, anses alene fordringer hidrørende fra handel med valuta og værdipapirer, handel på råvarebørser samt indlån og udlån for finansielle forpligtelser.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 4. Er kun den ene eller ingen af parterne i en aftale om slutafregning efter § 58 h omfattet af § 58 b, anses alene fordringer hidrørende fra handel med valuta og værdipapirer for finansielle forpligtelser.

§ 58 f **[Omfattede sikkerhedsformer m.v.].** Sikkerhed i henhold til en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan kun bestå af kontanter, hvorved der forstås penge, der er krediteret en konto, eller værdipapirer omfattet af § 2, stk. 1, nr. 1-5.

Stk. 2. En sikkerhedsstillers egne aktier, aktier i tilknyttede virksomheder, som omhandlet i direktiv 83/349/EØF, og aktier i virksomheder, der udelukkende har til formål at eje produktionsmidler, der er af afgørende betydning for sikkerhedsstillers virksomhed, kan ikke anvendes som sikkerhed i henhold til en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse. Det samme gælder aktier i selskaber, som har til formål at eje fast ejendom til brug for aktionærerne.

Stk. 3. Kontantindeståender, der ikke kan gøres til genstand for retsforfølgning, kan hverken anvendes som sikkerhed i henhold til en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse eller gøres til genstand for slutafregning.

Stk. 4. Ved tilsvarende sikkerhed forstås et beløb af samme størrelse og i samme valuta som den oprindelig stillede sikkerhed, hvis denne er stillet i form af kontanter eller værdipapirer, der er identiske med den oprindelig stillede sikkerhed, hvis denne er stillet i form af værdipapirer.

Stk. 5. Det kan i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse bestemmes, at en tilsvarende sikkerhed kan bestå af en anden valuta eller andre værdipapirer, der har en værdi, der svarer til værdien af de oprindelig stillede sikkerheder på det tidspunkt, hvor den tilsvarende sikkerhed stilles eller leveres.

§ 58 g **[Aftalt brugsret ved pantsætning].** En aftale om finansiel sikkerhedsstillelse i form af pantsætning kan indeholde bestemmelse om brugsret. Ved aftalt brugsret kan sikkerhedshaver i overensstemmelse med vilkårene i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse overdrage de modtagne sikkerheder eller nogle af disse til tredjemand til eje eller sikkerhed.

Stk. 2. Har sikkerhedshaver udnyttet en brugsret efter stk. 1, skal sikkerhedshaver tilbagelevere en tilsvarende sikkerhed senest på det tidspunkt, hvor den eller de sikrede fordringer forfalder. Den tilbageleverede sikkerhed anses for stillet i hen-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

hold til aftalen om finansiel sikkerhedsstillelse på samme tidspunkt som den oprindelige sikkerhed.

Stk. 3. Tilbagelevering i henhold til stk. 2 kan alene omstødes, hvis betingelserne i konkurslovens § 74 er opfyldt.

Stk. 4. Tilbagelevering efter stk. 2, 1. pkt., kan undlades, i det omfang sikkerhedens værdi i overensstemmelse med vilkårene i aftalen om finansiel sikkerhedsstillelse modregnes med de sikrede finansielle forpligtelser eller gøres til genstand for slutafregning, idet fordringen på tilbagelevering anses for opstået på det tidspunkt, hvor den oprindelige sikkerhed blev stillet.

§ 58 h **[Gyldighed og retsvirkning af aftaler om slutafregning].** En aftale kan med retsvirkning for tredjemand, jf. dog stk. 3-6, indeholde bestemmelse om, at de af aftalen omfattede finansielle forpligtelser, jf. § 58 e, skal nettes ved slutafregning, hvis en af parterne misligholder aftalen, herunder at der skal ske slutafregning, hvis en part tages under insolvensbehandling, eller der bliver foretaget udlæg i en fordring omfattet af slutafregningsbestemmelsen. Ved insolvensbehandling forstås konkurs, akkordforhandling, betalingsstandsning, insolvent dødsboskifte, gældssanering samt andre danske og udenlandske former for likvidation og saneringsforanstaltninger begrundet i skyldnerens insolvens, som defineret i art. 2, nr. 1, litra j og k, i direktiv 2002/47/EF.

Stk. 2. Det kan med retsvirkning for boet og kreditorerne aftales, at i tilfælde af, at der indtræder en misligholdelse, jf. stk. 1, skal slutafregning først ske, når den ikke misligholdende part giver meddelelse herom til den misligholdende part. I tilfælde, hvor den misligholdende part tages under insolvensbehandling, kan denne part dog kræve, at slutafregningen gennemføres således, at parterne stilles, som om slutafregning var sket uden unødigt ophold efter det tidspunkt, hvor den ikke misligholdende part vidste eller burde vide, at den misligholdende part blev undergivet insolvensbehandling.

Stk. 3. En fordring, der er omfattet af konkurslovens § 16, stk. 1, 3. pkt., kan indgå i en slutafregning efter stk. 1, medmindre den ikke misligholdende part vidste eller burde vide, at betalingsstandsning var anmeldt, da fordringen opstod.

Stk. 4. En af stk. 1 omfattet slutafregning, som gennemføres, efter at den misligholdende part er erklæret konkurs, kan omfatte fordringer, der er opstået før det tidspunkt, hvor den ikke misligholdende part kendte eller burde kende de omstæn-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

digheder, der etablerede fristdagen, jf. konkurslovens § 1. Fordringer opstået efter udløbet af det døgn, hvor konkursen blev bekendtgjort i Statstidende, kan dog ikke indgå i en slutafregning.

Stk. 5. En fordring, der er omfattet af bestemmelserne i konkurslovens § 42, stk. 3 og 4, kan indgå i en slutafregning efter stk. 1, medmindre den ikke misligholdende part vidste eller burde vide, at den misligholdende part var insolvent, da fordringen på denne blev erhvervet henholdsvis opstod.

Stk. 6. Slutafregning efter stk. 1 kan alene omstødes efter konkurslovens § 69, hvis slutafregningen omfattede fordringer, som ikke kunne have indgået i en aftalt slutafregning i tilfælde af konkurs, jf. stk. 4 og 5.

Stk. 7. Bestemmelserne i § 58 a, stk. 2, § 58 d, § 58 e, og § 58 f, stk. 3, finder tilsvarende anvendelse på en aftale om slutafregning, der ikke er en del af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse.

§ 58 i **[Løbende netting ved aftalt afvikling].** En aftale kan med retsvirkning for tredjemand indeholde bestemmelse om, at samtlige de af aftalen omfattede fordringer hidrørende fra handel med valuta og værdipapirer nettes løbende ved aftalt afvikling. Bestemmelserne i § 58 h, stk. 3-6, finder tilsvarende anvendelse på aftaler om løbende netting.

§ 58 j **[Straksrealisation ved misligholdelse].** En aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan indeholde bestemmelse om, at sikkerhedshaver i tilfælde af misligholdelse straks kan realisere sikkerheden. Straksrealisation kan med forbehold for vilkårene i aftalen ske

1. uden forudgående godkendelse fra offentlige myndigheder eller andre,
2. uden forudgående meddelelse til sikkerhedsstiller og
3. uden anvendelse af en særlig fremgangsmåde.

Stk. 2. Ved finansiel sikkerhedsstillelse i form af overdragelse af ejendomsret sker realisation ved, at sikkerhedens værdi modregnes i de sikrede forpligtelser.

Stk. 3. Ved sikkerhedsstillelse i form af kontanter sker realisation ved, at sikkerhedens værdi modregnes i eller anvendes til at indfri de sikrede forpligtelser.

Stk. 4. Ved finansiel sikkerhedsstillelse i form af pantsætning sker realisation ved salg af sikkerheden. Hvis det fremgår af

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

aftalen om finansiel sikkerhedsstillelse, kan realisation ske ved, at sikkerhedshaver tilegner sig sikkerhederne, forudsat der i aftalen er fastsat principper for værdiansættelsen af sikkerhederne, jf. dog § 58 d.

§ 58 k **[Retsvirkninger af aftale om overdragelse af ejendomsret].** En aftale om finansiel sikkerhedsstillelse i form af overdragelse af ejendomsret har i forhold til sikringsakt og realisation virkning i overensstemmelse med de aftalte vilkår.

Stk. 2. Hvis der opstår misligholdelse, inden sikkerhedshaver har opfyldt en eventuel forpligtelse til at overdrage tilsvarende sikkerhed, kan forpligtelsen gøres til genstand for netting ved slutafregning, jf. § 58 h, hvis dette fremgår af aftalen.

§ 58 l **[Aftalt yderligere sikkerhedsstillelse ved efterfølgende værdiændringer].** En aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan indeholde bestemmelse om, at parterne er forpligtede til at stille sikkerhed eller supplerende sikkerhed for ændringer i værdien af sikkerheder eller finansielle forpligtelser omfattet af aftalen, hvis ændringerne er indtrådt efter aftalens indgåelse og skyldes markedsbetingede forhold.

Stk. 2. Såfremt sikkerhed stillet i henhold til stk. 1 er stillet uden unødigt ophold efter, at kravet på sikkerhed kunne gøres gældende i henhold til aftalen, kan sikkerheden ikke omstødes efter konkurslovens § 70 eller § 72. Omstødelse under de i konkurslovens § 72 anførte betingelser kan dog ske, hvis sikkerhedsstillelsen under hensyn til omstændighederne konkret ikke fremstod som ordinær.

§ 58 m **[Substitution af sikkerheder].** Sikkerhedsstiller kan efter aftale med sikkerhedshaver substituere en stillet sikkerhed med en anden sikkerhed, der i alt væsentligt har samme værdi.

Stk. 2. Såfremt en substituerende sikkerhed omfattet af stk. 1 er stillet senest samtidig med, at sikkerhedsstiller igen fik rådighed over den substituerede sikkerhed, kan den substituerende sikkerhed kun omstødes, hvis den substituerede sikkerhed var omstødelig.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 18 b
Tingsretligt lovvalg

§ 58 n **[Tingsretligt lovvalg].** Er et værdipapir registreret på en konto, afgøres de i stk. 2 nævnte spørgsmål vedrørende værdipapiret efter lovgivningen i det land, hvor kontoen føres. Ved lovgivningen i det land, hvor kontoen føres, forstås dette lands lovgivning bortset fra lovvalgsregler.

Stk. 2. De spørgsmål, som afgøres efter den i stk. 1 nævnte lovgivning, er

1. den retlige beskaffenhed af sikkerhed i værdipapirer og de tingsretlige virkninger, der knytter sig dertil,
2. kravene med hensyn til sikring af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse mod tredjemand samt kravene med hensyn til, hvilke foranstaltninger der er nødvendige for, at en sådan aftale kan gøres gældende over for tredjemand,
3. hvorvidt en persons adkomst til eller rettighed i en sikkerhed i værdipapirer må vige for eller efterstilles en konkurrerende adkomst eller rettighed, herunder hvorvidt der foreligger ekstinktiv erhvervelse, samt
4. hvilke foranstaltninger der er nødvendige for at realisere en sikkerhed i form af værdipapirer, når der er opstået en misligholdelsesgrund.

Afsnit IV
Registrering

Kapitel 19
Udstedelse og registrering af dematerialiserede værdipapirer

§ 59 **[Udstedelse og registrering af dematerialiserede værdipapirer]** Værdipapirer kan udstedes og overdrages i papirløs form (dematerialiseret).

Stk. 2. Ved fondsaktiver forstås i denne lov omsættelige dematerialiserede værdipapirer, der er registreret i en værdipapircentral.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 3. Ved registrering forstås udstedelse af fondsaktiver gennem en værdipapircentral og indskrivning af rettigheder over disse i et register i værdipapircentralen. Et enkelt fondsaktiv kan kun udstedes gennem én værdipapircentral.

Stk. 4. En værdipapircentrals bestyrelse kan træffe beslutning om, at andre værdipapirer end de af stk. 2 omfattede værdipapirer ligeledes kan registreres som fondsaktiver i den pågældende værdipapircentral.

Stk. 5. Ved registreringsvirksomhed forstås regelmæssig virksomhed, der består i at registrere fondsaktiver. Finanstilsynet afgør i tvivlstilfælde, om der foreligger registreringsvirksomhed.

Stk. 6. Regler om en værdipapircentrals virksomhed fastsættes i selskabets vedtægter, der godkendes af Finanstilsynet.

Kapitel 20
Registreringsvirksomhed

§ 60 **[Værdipapircentral]** En værdipapircentrals bestyrelse er ansvarlig for, at centralens virksomhed foregår på en betryggende og hensigtsmæssig måde. Det påhviler den enkelte værdipapircentral at fastsætte regler om registrering af værdipapirer som fondsaktiver og om, hvilke værdipapirer der kan optages til registrering i centralen som fondsaktiver. Disse regler skal sikre alle berørte en ligelig behandling og skal godkendes af Finanstilsynet.

Stk. 2. En værdipapircentral må ikke afgive oplysninger vedrørende det registrerede til andre end Finanstilsynet eller de efter kapitel 21 tilsluttede virksomheder.

Stk. 3. Økonomi- og erhvervsministeren kan bestemme, at en værdipapircentral i et nærmere bestemt omfang skal afgive oplysninger om det registrerede til en offentlig myndighed, herunder Danmarks Nationalbank.

Stk. 4. En værdipapircentrals bestyrelse, revisorer samt direktører og øvrige ansatte må ikke uberettiget røbe, hvad de under udøvelsen af deres stilling eller hverv har fået kundskab om.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 61 **[Accessorisk virksomhed]** En værdipapircentral kan drive accessorisk virksomhed. Finanstilsynet kan beslutte, at den accessoriske virksomhed skal udøves i et andet selskab.

Stk. 2. Hvis en værdipapircentral tillige driver værdipapirclearingvirksomhed, finder bestemmelserne i § 52, § 53, stk. 1, samt §§ 54-58 anvendelse på selskabets virksomhed. Regler udstedt i medfør af § 55, stk. 8, finder tilsvarende anvendelse.

Stk. 3. Hvis en værdipapircentral tillige driver børsvirksomhed, finder bestemmelserne i § 13, stk. 1-3, § 16, stk. 3 og 4, og §§ 18-20 samt kapitlerne 6-10 anvendelse på selskabets virksomhed. Regler udstedt i medfør af § 19, stk. 1 og 2, og kapitlerne 6-10 finder tilsvarende anvendelse.

Stk. 4. Hvis en værdipapircentral tillige driver virksomhed som autoriseret markedsplads, finder bestemmelserne i kapitel 11 anvendelse på selskabets virksomhed.

Stk. 5. Hvis en værdipapircentral tillige driver virksomhed som alternativ markedsplads, finder bestemmelserne i kapitel 11 a anvendelse på selskabets virksomhed.

Kapitel 21
Tilslutning til en værdipapircentral

§ 62 **[Ret til indrapportering]** Ret til at foretage indrapportering til registrering i en værdipapircentral på dennes vegne og med retsvirkning i henhold til §§ 66-75 (kontoførende institutter) tilkommer ud over den pågældende værdipapircentral

1. finansielle virksomheder, der har tilladelse som pengeinstitut eller fondsmæglerselskab,
2. finansielle virksomheder, der har tilladelse som realkreditinstitut eller investeringsforvaltningsselskab, for så vidt disse virksomheder har tilladelse efter lov om finansiel virksomhed § 9, stk. 1,
3. virksomheder, der drives i fællesskab af disse finansielle virksomheder, og som har til formål at forvalte værdipapirer,
4. Danmarks Nationalbank,
5. Økonomistyrelsen,
6. clearingcentraler og

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

7. obligationsudstedende institutter, for så vidt angår fondsaktiver, der er udstedt af det pågældende institut.

Stk. 2. Kreditinstitutter, investeringsselskaber og administrationsselskaber, der er meddelt tilladelse i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, har ret til at foretage indrapportering til registrering, jf. stk. 1, såfremt selskabet lovligt udøver værdipapirhandel enten gennem en filial eller ved at yde tjenesteydelser her i landet, jf. lov om finansiel virksomhed § 30 henholdsvis § 31.

Stk. 3. Kreditinstitutter og investeringsselskaber, der er meddelt tilladelse i et land uden for Den Europæiske Union, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, har ret til at foretage indrapportering til registrering, jf. stk. 1, såfremt selskabet lovligt udøver værdipapirhandel enten gennem en filial eller ved at yde tjenesteydelser her i landet, jf. lov om finansiel virksomhed § 1, stk. 3, henholdsvis § 33.

Stk. 4. Udenlandske clearingcentraler eller lignende institutioner, som er under offentligt tilsyn, har efter Finanstilsynets godkendelse ret til at foretage indrapportering til registrering, jf. stk. 1.

Stk. 5. Ret til at indhente oplysninger om egne konti direkte i en værdipapircentral og overføre meddelelser om salg gennem værdipapircentralen til de kontoførende institutter eller en clearingcentral samt foretage anmeldelser om registrering på egne konti direkte til en værdipapircentral tilkommer storkunder.

§ 63 **[Udenlandske værdipapircentraler og depotsteder]** Udenlandske værdipapircentraler og depotsteder, som er under offentligt tilsyn (udlandscentraler), og danske værdipapircentraler kan efter Finanstilsynets godkendelse foretage indrapportering til registrering i en værdipapircentral på dennes vegne og med retsvirkning i henhold til §§ 66-75.

Stk. 2. En værdipapircentral kan efter Finanstilsynets godkendelse foretage registreringer i udlandscentraler og i danske værdipapircentraler.

§ 64 **[Kontoførende institutter]** Kontoførende institutter, jf. § 62, stk. 1-4, skal indgå en tilslutningsaftale med en værdipapircentral som betingelse for, at de kan opnå adgang til at indrapportere til registrering i den pågældende central.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 2. De af § 62, stk. 5, omfattede storkunder skal indgå en tilslutningsaftale med en værdipapircentral som betingelse for, at de kan opnå adgang til at indhente oplysninger om egne konti, overføre meddelelser om salg og foretage anmeldelser om registreringer på egne konti direkte i den pågældende central.

Stk. 3. En værdipapircentral kan efter at have indhentet Finanstilsynets tilladelse indgå en tilslutningsaftale med et kreditinstitut eller et investeringsselskab som nævnt i § 62, stk. 3, der ikke udøver værdipapirhandel enten gennem en filial eller ved at yde tjenesteydelser her i landet, jf. lov om finansiel virksomhed § 1, stk. 3, henholdsvis § 33.

Stk. 4. I tilfælde af konkurs, betalingsstandsning eller lignende i en virksomhed omfattet af stk. 1 og 3 ophører den i de samme stykker nævnte tilslutningsaftale med omgående virkning og dermed retten til at foretage indrapportering til registrering i en værdipapircentral. Medmindre andet aftales, overtager værdipapircentralen herefter indrapporteringen til registrering på berørte konti i en periode på højst 4 måneder, hvorefter kontohaverens registreringer overføres til konto hos den enkelte udsteder. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om fremgangsmåden i forbindelse med ophøret af en tilslutningsaftale som nævnt i 1. pkt. samt i forbindelse med overførsel af en kontohavers registreringer til konto hos udsteder som nævnt i 2. pkt.

§ 65 **[Regler fastsættes af Finanstilsynet]** Finanstilsynet fastsætter regler om grundlaget for og fremgangsmåden ved registrering og om godkendelse af personer, der som ansatte i en værdipapircentral eller et kontoførende institut kan udføre de med registreringen forbundne opgaver.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om registrering af begrænsede rettigheder over fondsaktiver samt regler om værdipapircentralers eller kontoførende institutters adgang til at opkræve gebyrer for forvaltning af fondsaktiver og for registreringer vedrørende disse.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 22

Retsvirkninger af registrering m.v.

§ 66 **[Sikringsakt m.v.].** Rettigheder over fondsaktiver skal registreres i en værdipapircentral for at opnå beskyttelse mod retsforfølgning og aftaleerhververe.

Stk. 2. Den aftale eller retsforfølgning, der skal kunne fortrænge en ikke registreret ret, skal selv være registreret, og en erhverver ifølge aftale skal være i god tro ved anmeldelsen til det kontoførende institut. *Stk. 3.* Registreringens retsvirkninger regnes fra tidspunktet for den endelige prøvelse i værdipapircentralen.

Stk. 4. Et kontoførende institut har pligt til uden ophold at indrapportere modtagne anmeldelser til registrering i en værdipapircentral.

§ 67 **[Tvivl om registreringsforhold].** Såfremt det kontoførende institut er i tvivl med hensyn til faktiske eller retlige forhold af betydning for registreringen eller nogen over for dette gør gældende, at den påtænkte registrering vil krænke den pågældendes rettigheder, skal instituttet foretage indrapportering til foreløbig registrering. Den pågældende værdipapircentral træffer herefter beslutning om, hvorledes den endelige registrering kan ske.

§ 68 **[Meddelelser om registrering m.v.].** Der gives meddelelse om registreringen til den eller de efter registeret berettigede og til anmelderen. Der gives meddelelse om eventuelle hindringer for registreringen. Ved udtrækning, ændring eller udslettelse gives så vidt muligt meddelelse til den efter registeret berettigede.

Stk. 2. Meddelelse gives af værdipapircentralen eller på dennes vegne af det kontoførende institut efter aftale med værdipapircentralen.

Stk. 3. De efter registeret berettigede og anmeldere kan i overensstemmelse med værdipapircentralens regler, der skal godkendes af Finanstilsynet, vælge, at meddelelser om udtrækning eller ændring skal gives periodisk, og kan ligeledes fravælge meddelelser herom helt eller delvis. Det samme gælder meddelelser om udslettelse, medmindre udslettelsen er en følge af konkurs, likvidation, fusion, spaltning eller lignende på investeringstidspunktet uforudsete begivenheder. Valg og fravalg registreres på den enkelte konto.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 4. En værdipapircentral kan efter anmodning fra det kontoførende institut beslutte, at der ikke skal udsendes meddelelser om ændringer i det registrerede, når oplysningerne forinden er tilgået rettighedshaver.

Stk. 5. Afgivelse af meddelelse efter stk. 1-4 skal ske i overensstemmelse med en værdipapircentrals regler herom. Disse regler skal godkendes af Finanstilsynet.

§ 69 **[Fortabelse af indsigelser].** Når registreringen af en aftale om rettigheder over fondsaktiver er endeligt gennemført i en værdipapircentral, kan en godtroende erhverver ifølge registreret aftale ikke mødes med nogen indsigelse mod gyldigheden af aftalen. Dog bevares den indsigelse, at aftalen er ugyldig som følge af falsk eller voldelig tvang.

§ 70 **[Fondsaktiver der svarer til omsætningsgældsbreve].** §§ 15-18 i lov om gældsbreve finder tilsvarende anvendelse over for skyldneren ifølge fondsaktiver, som svarer til omsætningsgældsbreve, således at endelig registrering i en værdipapircentral træder i stedet for ihændehavelse af gældsbrevet.

§ 71 **[VPs udbetalingsregler].** En værdipapircentral skal fastsætte regler om udbetaling.

Stk. 2. Betaler en værdipapircentral på udsteders vegne i god tro til den, som ifølge registeret er berettiget til at modtage betalingen, frigøres værdipapircentralen, selv om den pågældende manglede ret til at modtage betalingen eller var umyndig. Dette gælder dog ikke, såfremt denefter registeret berettigede støtter sin ret på en aftale, som er ugyldig som følge af falsk eller voldelig tvang.

§ 72 **[Adkomst betinget af købesummens erlæggelse].** Adkomsten til et fondsaktiv kan af sælgeren, når denne er et kontoførende institut, gøres betinget af købesummens betaling inden en nærmere af Finanstilsynet fastsat frist. Betalingsforbeholdet bortfalder uden udsendelse af meddelelse efter § 68, såfremt overdrageren ikke gør sit forbehold gældende inden udløbet af den i 1. pkt. nævnte frist.

Stk. 2. Hvis kontohaver fører kontoen på vegne af en eller flere ejere, skal dette registreres på kontoen.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 73 **[Forældelse af betalingskrav].** Krav på betaling i henhold til fondsaktiver forældes efter lovgivningens almindelige regler.

§ 74 **[Ændring af fejlregistreringer].** Såfremt det kontoførende institut bliver opmærksom på fejl i det registrerede, anmoder det den pågældende værdipapircentral om at ændre registreringen. Forinden ændringen foretages, skal den eller de efter registeret berettigede have lejlighed til at udtale sig.

§ 75 **[Sletning af rettigheder].** En værdipapircentral kan udslette rettigheder, der åbenbart er ophørt.

Stk. 2. Såfremt der på en konto i en værdipapircentral er registreret rettigheder, der må antages at have mistet deres betydning, eller rettigheder, som er over 20 år gamle, og som sandsynligvis er ophørt, eller hvortil der efter al sandsynlighed ikke findes nogen berettiget, kan den pågældende værdipapircentral ved bekendtgørelse i Statstidende med et varsel af tre måneder indkalde mulige indehavere af de pågældende rettigheder. Endvidere skal den eller de, der i registeret er angivet som berettiget, særskilt underrettes ved anbefalet brev. Melder der sig ingen inden fristens udløb, skal værdipapircentralen udslette rettigheden.

Stk. 3. Finanstilsynet kan fastsætte regler til gennemførelse af stk. 2.

Kapitel 23
Kontoudskrifter

§ 76 **[Kontoudskrifter].** Der udfærdiges periodiske kontoudskrifter til ejere af fondsaktiver. Kontoudskriften angiver de fondsaktiver, for hvilke de pågældende er registreret som ejere på datoen for udskriften. Tilsvarende udfærdiges udskrifter til indehavere af begrænsede rettigheder over registrerede fondsaktiver.

Stk. 2. På enhver konto skal registreres det kontoførende institut. Det kontoførende institut har adgang til på den pågældende værdipapircentrals vegne at udfærdige udskrift af kontoen. Udskrifter skal udfærdiges til en efter registeret berettiget, såfremt denne anmoder herom.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 3. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om udfærdigelse af kontoudskrifter efter stk. 1 og om kontoudskriftens indhold.

Kapitel 24

Klage og erstatning

§ 77 **[Klagenævnet for Værdipapircentraler].** Klage over en afgørelse om registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder i en værdipapircentral kan indbringes for Klagenævnet for Værdipapircentraler. Dette gælder dog ikke erstatningskrav.

Stk. 2. Klagenævnet varetages af en eller flere personer, der udnævnes af økonomi- og erhvervsministeren, og som skal opfylde betingelserne for at blive udnævnt til dommer. Økonomi- og erhvervsministeren udnævner tillige stedfortrædere.

Stk. 3. Klage i henhold til stk. 1 indgives til Klagenævnet senest 6 uger efter, at registreringen i den pågældende værdipapircentral er sket. Klagenævnet har til brug for klagens behandling adgang til alle oplysninger vedrørende sagen i værdipapircentralen og i det kontoførende institut. Klagenævnet træffer en begrundet afgørelse, som tilstilles parterne.

Stk. 4. Klagenævnet kan i særlige tilfælde behandle klager, der indgives efter udløbet af klagefristen i stk. 3.

Stk. 5. Klagenævnet kan afvise at behandle klager, der skønnes åbenbart grundløse.

Stk. 6. Klagenævnet er i sin virksomhed uafhængig af instruktioner om den enkelte sags behandling og afgørelse.

Stk. 7. De nærmere regler for Klagenævnets virksomhed fastsættes af Finanstilsynet. Der kan fastsættes regler om betaling af gebyr for klagebehandlingen og om offentliggørelse af Klagenævnets afgørelser.

§ 78 **[Klageberettigede].** Klage efter § 77 kan indgives af

1. enhver, der har en rimelig interesse heri,
2. et kontoførende institut, såfremt det vil anfægte en værdipapircentrals afgørelse i henhold til §§ 67, 74 og 75, og
3. en værdipapircentral, såfremt den ønsker at anfægte et kontoførende instituts indrapportering til registrering.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 79 **[Kære til Østre Landsret].** De af Klagenævnet trufne afgørelser kan senest 2 uger efter, at afgørelsen er meddelt vedkommende, indbringes for Østre Landsret. Indbringelsen sker ved indgivelse af kæreskrift til Klagenævnet. Reglerne om kæremål i borgerlige sager finder med de fornødne tillempelser anvendelse på indbringelsen for og behandlingen ved landsretten.

Stk. 2. Sager, der efter §§ 77 og 78 kan indbringes for Klagenævnet, kan kun indbringes for domstolene efter stk. 1.

Stk. 3. Landsrettens afgørelser kan ikke kæres. Procesbevillingsnævnet kan dog give tilladelse til kære til Højesteret, hvis kæren vedrører spørgsmål af principiel karakter. Retsplejelovens § 392, stk. 2, finder tilsvarende anvendelse.

§ 80 **[Erstatningsansvar].** En værdipapircentral er erstatningspligtig for tab som følge af fejl i forbindelse med registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder på konti i den pågældende værdipapircentral eller udbetalinger herfra, selv om fejlen er hændelig. Kan fejlen henføres til et kontoførende institut, påhviler erstatningspligten dog dette, jf. § 81.

Stk. 2. Den rettighedshaver, der som følge af bestemmelsen i § 69, 2. pkt., ikke erhverver eller mister sin ret over fondsaktiver, kan kræve det lidte tab erstattet af den pågældende værdipapircentral.

Stk. 3. Har skadelidte forsætligt eller uagtsomt medvirket til fejlen, kan erstatningen nedsættes eller bortfalde.

Stk. 4. Den samlede erstatning efter stk. 1 for tab, der er en følge af samme fejl, kan ikke overstige 500 mio. kr.

§ 81 **[Objektivt ansvar for det kontoførende institut].** Et kontoførende institut er erstatningspligtig for tab som følge af egne fejl i forbindelse med indrapportering til registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder på konti i en værdipapircentral eller udbetalinger herfra, selv om fejlen er hændelig.

Stk. 2. Har skadelidte forsætligt eller uagtsomt medvirket til fejlen, kan erstatningen nedsættes eller bortfalde.

Stk. 3. Den samlede erstatning efter stk. 1 for tab, der er en følge af samme fejl, kan ikke overstige 500 mio. kr.

Stk. 4. Er et dansk kontoførende institut ikke i stand til at udrede en erstatning efter stk. 1, hæfter de øvrige danske kontoførende institutter, som har indgået tilslutningsaftale med den pågældende værdipapircentral, for det manglende beløb op til 500 mio. kr. pr. fejl.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 5. De danske kontoførende institutter skal indgå en indbyrdes aftale om fordeling og udbetaling af beløb efter stk. 4. Aftalen skal godkendes af Finanstilsynet.

Stk. 6. Udenlandske kontoførende institutter kan tilslutte sig ordningen i stk. 4 og 5.

§ 82 **[VPs samlede kapitalberedskab].** En værdipapircentrals samlede kapitalberedskab skal til enhver tid udgøre mindst 1 mia. kr. i form af hæftelser.

Stk. 2. Kontoførende institutter skal ved tilslutningsaftalen forpligte sig til i nærmere bestemt omfang at bidrage til værdipapircentralens samlede kapitalberedskab.

Stk. 3. De nærmere regler om hæftelsen over for en værdipapircentral fastsættes i dennes vedtægter.

§ 82 a **[Staten som kontoførende institut].** Finansministeren kan, når staten agerer som kontoførende institut, afgive garanti for erstatningskrav i anledning af fejlregistreringer som nævnt i § 81, stk. 1, og for statens bidrag til en værdipapircentrals samlede kapitalberedskab, jf. § 82.

Afsnit V

Fondsråd og tilsyn m.v.

Kapitel 25

Tilsyn, kontrol m.v.

§ 83 **[Finanstilsynet påser overholdelse af loven]** Finanstilsynet påser overholdelsen af denne lov og de regler, der er udstedt i medfør af loven, undtagen § 12 b, stk. 1 og 2.

Stk. 2. Fondsrådet skal for udstedere af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, eller hvis værdipapirer handles på en autoriseret markedsplads, kontrollere, at reglerne for finansiel information i årsrapporter og delårsrapporter i lov om finansiel virksomhed §§ 183-193, lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. §§ 55-65 og lov om erhvervsdrivende virksomheders aflæggelse af årsregnskab m.v. (årsregnskabsloven) er overholdt. Fondsrådet skal tillige kontrollere, at regler

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

udstedt i medfør af lov om finansiel virksomhed § 196, lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. § 68 og årsregnskabsloven er overholdt, ligesom Fondsrådet kontrollerer overholdelse af bestemmelserne i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1606/2002 af 19. juli 2002 om anvendelse af internationale regnskabsstandarder. Fondsrådet udøver i den forbindelse de beføjelser, der er tillagt Finanstilsynet i henhold til lov om finansiel virksomhed § 197, lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. § 69, og de beføjelser, der er tillagt rådet i henhold til årsregnskabslovens § 159 a. Finanstilsynet og Erhvervs- og Selskabsstyrelsen virker som sekretariat for Fondsrådet og optræder på dettes vegne i den forbindelse.

Stk. 3. Ved Fondsrådets kontrol af overholdelsen af regler for finansiel information i årsrapporter og delårsrapporter i henhold til stk. 2 har Fondsrådet de beføjelser, der er tillagt Finanstilsynet i § 87, stk. 1-3 og 6, jf. dog § 83 b, stk. 3 og 4.

Stk. 4. Finanstilsynet kan i særlige tilfælde anvende fremmed bistand. Fondsrådet kan i særlige tilfælde anvende fremmed bistand i forbindelse med rådets kontrol efter stk. 2.

Stk. 5. § 346, stk. 4, og § 356 i lov om finansiel virksomhed finder tilsvarende anvendelse på Finanstilsynets tilsyn efter denne lov.

Stk. 6. Finanstilsynet afgiver en årlig beretning til økonomi- og erhvervsministeren om sin virksomhed efter denne lov. Finanstilsynet udarbejder årligt en liste over regulerede markeder, dvs. fondsbørser og autoriserede markedspladser, til opfyldelse af art. 16 i Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer. Fondsrådet afgiver en årlig redegørelse til økonomi- og erhvervsministeren om sin virksomhed efter stk. 2.

Stk. 7. Finanstilsynet afgiver i samarbejde med Forbrugerstyrelsen årligt til økonomi- og erhvervsministeren en rapport over status for udstedelse af regler om god værdipapirhandelsskik og om erfaringerne med reglernes anvendelse, jf. § 3, stk. 2.

Stk. 8. Regler udstedt i medfør af § 19, stk. 1 og 2, § 33, stk. 4, § 41, stk. 3, § 42, stk. 5, § 52, stk. 1 og 2, og § 54, stk. 4, samt ændringer heri skal anmeldes til Finanstilsynet.

§ 83 a **[Delegation]** Finanstilsynet kan bestemme, at tilsynets beføjelser efter

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

1. § 23, stk. 2, § 23 a, stk. 1-3 og 5, § 31, stk. 4, § 44, stk. 2 og 5, og § 45, stk. 1 og 2, og regler udstedt i medfør af § 23, stk. 8 og 9, § 24, stk. 2, § 29, stk. 3, § 32, stk. 3, § 43, stk. 3, § 44, stk. 6, § 45, stk. 4, og § 46, stk. 2, kan udøves på tilsynets vegne af en fondsbørs, en autoriseret markedsplads henholdsvis en alternativ markedsplads på nærmere fastsatte vilkår,
2. regler udstedt i medfør af § 22, stk. 4, og § 25, stk. 5, kan udøves på tilsynets vegne af en fondsbørs på nærmere fastsatte vilkår,
3. § 27 a, stk. 2, § 28 a, stk. 5, og § 30 og regler udstedt i medfør af § 33, stk. 4, 1. pkt., kan udøves på tilsynets vegne af en fondsbørs henholdsvis en autoriseret markedsplads på nærmere fastsatte vilkår,
4. § 83, stk. 1, til at påse overholdelsen af bestemmelserne i § 28 c, § 29, stk. 1 og 2, § 31, stk. 1, og § 32, stk. 1, kan udøves på tilsynets vegne af en fondsbørs, en autoriseret markedsplads henholdsvis en alternativ markedsplads på nærmere fastsatte vilkår og
5. § 83, stk. 1, til at påse overholdelsen af bestemmelserne i § 27, § 28 og § 33, stk. 1, kan udøves på tilsynets vegne af en fondsbørs henholdsvis en autoriseret markedsplads på nærmere fastsatte vilkår.

Stk. 2. En fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads, der har fået tillagt beføjelser efter stk. 1, kan kræve betaling for varetagelse af opgaver, der følger af disse beføjelser.

Stk. 3. En fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads, der har fået tillagt beføjelser efter stk. 1, skal opfylde forvaltningslovens kapitel 3-7 samt lov om offentlighed i forvaltningen, når den træffer afgørelse inden for de delegerede områder, jf. stk. 1.

Stk. 4. Bestemmelserne i § 84 a, stk. 1 og 2, finder tilsvarende anvendelse på fondsbørser, autoriserede markedspladser henholdsvis alternative markedspladser, der har fået tillagt beføjelser efter stk. 1.

Stk. 5. Bestemmelserne i § 84 b, stk. 1 og 2, nr. 5, 7 og 8, finder tilsvarende anvendelse, i det omfang fondsbørser, autoriserede markedspladser henholdsvis alternative markedspladser har fået tillagt beføjelser efter stk. 1.

Stk. 6. Finanstilsynet træffer ved bekendtgørelse beslutning om delegation efter stk. 1.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 83 b **[Kontrol i medfør af § 83, stk. 2]** Ved kontrollen i medfør af § 83, stk. 2, skal det undersøges, om reglerne for finansiel information er overholdt i udvalgt finansiel information fra de omfattede udstederes årsrapporter og delårsrapporter. Kontrollen omfatter hvert år op til 20 pct. af de af § 83, stk. 2, omfattede udstedere. De pågældende udstedere udvælges såvel ud fra en risikomæssig betragtning som ved tilfældig udvælgelse.

Stk. 2. En undersøgelse efter stk. 1 iværksættes ved en formel kontrol for åbenbare overtrædelser af reglerne for finansiel information i de udvalgte udstederes årsrapporter og delårsrapporter.

Stk. 3. Hvis der ved den formelle kontrol efter stk. 2 er begrundet formodning om, at den finansielle information indeholder fejl og mangler af betydning for investorernes beslutningstagen, indhenter Fondsrådet en redegørelse fra virksomheden, dens ledelse eller dens eksterne revisorer. Såfremt der, efter at Fondsrådet har indhentet denne redegørelse, fortsat er begrundet formodning om, at den finansielle information indeholder fejl og mangler af betydning for investorernes beslutningstagen, indhenter Fondsrådet yderligere oplysninger fra virksomheden eller dens ledelse, herunder revisionsprotokollater. Fondsrådet kan kræve, at en redegørelse eller yderligere oplysninger fra virksomheden eller dens ledelse attesteres af revisor, og kan fastsætte en frist for, hvornår redegørelsen eller oplysningerne skal være Fondsrådet i hænde.

Stk. 4. Såfremt der fortsat, efter at Fondsrådet har gennemført en formel kontrol efter stk. 2 og indhentet en redegørelse eller yderligere oplysninger efter stk. 3, er begrundet formodning om, at den finansielle information indeholder fejl og mangler af betydning for investorernes beslutningstagen, kan Fondsrådet iværksætte en mere dybtgående kontrol af den finansielle information.

Stk. 5. Uanset stk. 2-4 kan Fondsrådet i tilfælde, hvor særlige konkrete forhold giver en begrundet formodning om, at den finansielle information indeholder fejl og mangler af betydning for investorernes beslutningstagen, umiddelbart iværksætte en mere dybtgående kontrol af finansiel information fra enhver udsteder omfattet af § 83, stk. 2.

Stk. 6. For de udstedere i § 83, stk. 2, der er omfattet af lov om finansiel virksomhed eller lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., kan Fondsrådet iværksætte en kontrol, der ikke følger

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

bestemmelserne i stk. 2-5. Bestemmelserne i stk. 1-5 berører endvidere ikke Finanstilsynets mulighed for som led i sit almindelige tilsyn at påse forhold og foretage mere dybtgående undersøgelser, der også omfatter regnskabsmæssige forhold hos de i 1. pkt. nævnte udstedere. Fondsrådet træffer afgørelser i sager om finansiel information, der indgår som led i dette tilsyn, og som vedrører de pågældende udstedere.

Kapitel 26

Nærmere bestemmelser om Fondsrådet, tavshedspligt m.v.

§ 84 **[Fondsrådet]** Økonomi- og erhvervsministeren nedsætter Fondsrådet, som består af 14 medlemmer. Rådet sammensættes således:

1. En formand med økonomisk erhvervsmæssig sagkundskab.
2. En næstformand med juridisk erhvervsmæssig sagkundskab.
3. Et medlem med teoretisk regnskabsmæssig sagkundskab.
4. Et medlem med teoretisk sagkundskab inden for kapitalmarkedsforhold.
5. Et medlem med økonomisk finansiel indsigt, som indstilles af Danmarks Nationalbank.
6. To forbrugerrepræsentanter, som indstilles af Forbrugerrådet og Dansk Aktionærforening i forening.
7. To repræsentanter for udstedere af andre værdipapirer end realkreditobligationer, som indstilles af Dansk Industri, Danmarks Rederiforening og HTS – Interesseorganisationen i forening.
8. En repræsentant for realkreditobligationsudstederne, som indstilles af Realkreditrådet.
9. En repræsentant for værdipapirhandlerne, som indstilles af Finansrådet og InvesteringsForeningsRådet i forening.
10. En repræsentant for værdipapirhandlerne, som indstilles af Børsmæglerforeningen.
11. En repræsentant for de institutionelle investorer, som indstilles af Forsikring & Pension, Foreningen af Firmapensionskasser, Arbejdsmarkedets Tillægspension og Lønmodtagernes Dyrtidsfond i forening.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

12. En repræsentant for revisorerne, som indstilles af Foreningen af Statsautoriserede Revisorer.

Stk. 2. Fondsrådet træffer bortset fra § 3, stk. 1 og § 86, stk. 2, afgørelser i sager af principiel karakter samt i sager, der har videregående betydelige følger for aktørerne på værdipapirmarkedet,

1. rådgiver Finanstilsynet i forbindelse med dets udstedelse af regler og i forbindelse med principielle sager om god værdipapirhandelsskik og sager om god værdipapirhandelsskik, der har videregående betydelige følger for værdipapirmarkedet i henhold til § 3, samt
2. bistår Finanstilsynet med dets informationsvirksomhed.

Stk. 3. Fondsrådet kontrollerer desuden, om regler for finansiel information i årsrapporter og delårsrapporter for udstedere af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, eller hvis værdipapirer handles på en autoriseret markedsplads, er overholdt, jf. § 83, stk. 2, og § 83 b.

Stk. 4. Økonomi- og erhvervsministeren udpeger rådets medlemmer for op til 4 år ad gangen. Medlemmerne kan genudpeges.

Stk. 5. For hvert medlem udpeges en suppleant. Ved et medlems forfald deltager suppleanen på medlemmets vegne. For det medlem, der indstilles efter stk. 1, nr. 12, udpeges der yderligere 3 suppleanter. Fondsrådets formand beslutter, hvilken af disse yderligere suppleanter der i givet fad skal deltage i det enkelte møde.

Stk. 6. Ved rådets behandling af sager om god værdipapirhandelsskik, jf. stk. 2, nr. 2, indkaldes Forbrugerombudsmanden til at deltage i det pågældende dagsordenspunkt. Forbrugeombudsmanden har i sager om god værdipapirhandelsskik samme beføjelser som rådets medlemmer.

Stk. 7. § 84 a finder anvendelse for medlemmerne og suppleanterne af rådet. 1. pkt. gælder dog ikke ved behandling af sager om udstedelse af regler om god værdipapirhandelsskik.

Stk. 8. Rådet træffer afgørelse med simpelt flertal. Ved stemmelighed er formandens stemme afgørende.

Stk. 9. Fondsrådet fastsætter sin egen forretningsorden, der godkendes af økonomi- og erhvervsministeren.

§ 84 a **[Hemmeligholdelse af fortrolige oplysninger]** Finanstilsynets ansatte er under ansvar efter straffelovens §§ 152-152 e forpligtet til at hemmeligholde fortrolige oplysninger, som de får kendskab

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

til gennem tilsynsvirksomheden. Det samme gælder personer, der udfører serviceopgaver som led i Finanstilsynets drift, samt eksperter, der handler på tilsynets eller Fondsrådets vegne. Dette gælder også efter ansættelses- eller kontraktforholdets ophør. Bestemmelserne i dette stykke finder tillige anvendelse på ansatte i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen som led i udøvelsen af sekretariatsfunktion for Fondsrådet, jf. § 83, stk. 2.

Stk. 2. Samtykke fra den, som tavshedspligten tilsigter at beskytte, berettiger ikke Finanstilsynets ansatte eller eksperter, der handler eller har handlet på tilsynets eller Fondsrådets vegne, til at videregive fortrolige oplysninger.

Stk. 3. Bestemmelsen i stk. 1 er ikke til hinder for, at Finanstilsynet eller Fondsrådet af egen drift videregiver fortrolige oplysninger i summarisk eller sammenfattende form, når hverken det enkelte aktieselskab omfattet af § 7 eller andre omfattet af denne lov eller disses kunder kan identificeres.

Stk. 4. Fortrolige oplysninger kan videregives under en civil retssag, når et aktieselskab omfattet af § 7 eller andre omfattet af denne lov er erklæret konkurs, og såfremt oplysningerne ikke vedrører kundeforhold eller tredjemand, der er eller har været involveret i forsøg på at redde aktieselskabet eller andre, omfattet af denne lov.

Stk. 5. Bestemmelsen i stk. 1 er ikke til hinder for, at fortrolige oplysninger videregives til:

1. Fondsrådet henholdsvis Finanstilsynet og Det Finansielle Virksomhedsråd.
2. Andre offentlige myndigheder, herunder anklagemyndigheden og politiet, i forbindelse med efterforskning og retsforfølgning af strafbare forhold omfattet af straffeloven eller tilsynslovgivningen.
3. Vedkommende minister som led i dennes overordnede tilsyn.
4. Administrative myndigheder og domstole, som behandler afgørelser, der er truffet af Finanstilsynet eller Fondsrådet.
5. Folketingets Ombudsmand.
6. En parlamentarisk kommission nedsat af Folketinget.
7. Undersøgelseskommissioner nedsat ved lov eller i henhold til lov om undersøgelseskommissioner.
8. Folketingets stående udvalg vedrørende et selskabs generelle økonomiske forhold som led i den parlamentariske kontrol med forvaltningen, for så vidt angår aktieselskaber omfattet af § 7 eller andre omfattet af denne lov, og disse er i betalings-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

standsning eller under konkurs, når staten yder garanti eller stiller midler til rådighed for afvikling af selskabet.

9. Statsrevisorerne og Rigsrevisionen.
10. Skifteretten og andre myndigheder, der medvirker ved likvidation, konkursbehandling eller lignende procedurer, samt personer, der er ansvarlige for den lovpligtige revision af regnskaber for et aktieselskab omfattet af § 7 eller for andre omfattet af denne lov, under forudsætning af at modtagerne af oplysninger har behov herfor til varetagelse af deres opgaver.
11. Danmarks Nationalbank og udenlandske centralbanker, under forudsætning af at oplysningerne er nødvendige for dem i deres egenskab af pengepolitisk myndighed eller i bankens overvågning af betalingssystemer.
12. En institution, der forestår clearing af værdipapirer eller penge, såfremt det er nødvendigt for at sikre, at institutionen reagerer behørigt på misligholdelser eller potentielle misligholdelser på det marked, hvor institutionen er ansvarlig for clearingen.
13. Myndigheder i andre lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med, der fører tilsyn med aktieselskaber omfattet af § 7 samt andre omfattet af denne lov.
14. Myndigheder i andre lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med, der har ansvaret for tilsynet med kreditinstitutter, finansieringsinstitutter, forsikringsselskaber eller med kapitalmarkederne, og organer, der medvirker ved likvidation, konkursbehandling eller lignende procedurer, samt personer, der er ansvarlige for den lovpligtige revision af regnskaber for et aktieselskab omfattet af § 7 eller for andre omfattet af denne lov, under forudsætning af at modtagerne af oplysninger har behov herfor til varetagelse af deres opgaver.
15. Finansielle tilsynsmyndigheder i lande uden for Den Europæiske Union eller uden for lande, som Fællesskabet har indgået aftale med, der har ansvaret for tilsyn med finansielle virksomheder, finansieringsinstitutter eller kapitalmarkederne, og organer, der medvirker ved likvidation, konkursbehandling eller lignende procedurer, samt personer, der er ansvarlige for den lovpligtige revision af regnskaber for et aktieselskab omfattet af § 7 eller for andre omfattet af denne lov, jf. dog stk. 10 og 11.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

16. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen for så vidt angår oplysninger modtaget som led i Fondsrådets kontrol efter § 83, stk. 2, og § 83 b.
17. Revisortilsynet og Disciplinærnævnet for Statsautoriserede og Registrerede Revisorer til varetagelsen af deres opgaver.

Stk. 6. Bestemmelsen i stk. 1 er ikke til hinder for, at fortrolige oplysninger videregives til en fondsbørs, en autoriseret markedsplads henholdsvis en alternativ markedsplads, der har fået tilladelse efter § 8, når

1. det sker for at imødegå eller undersøge, om der er misbrugt intern viden eller udøvet kursmanipulation efter bestemmelserne i kapitel 10, eller
2. det i øvrigt sker for at imødegå eller undersøge, om handelen eller prisdannelsen på fondsbørsen, den autoriserede markedsplads eller den alternative markedsplads foregår på en redelig og gennemskuelig måde.

Stk. 7. Alle, der i henhold til stk. 4-6 modtager fortrolige oplysninger fra Finanstilsynet eller Fondsrådet, er med hensyn til disse oplysninger undergivet den i stk. 1 omhandlede tavshedspligt.

Stk. 8. Fortrolige oplysninger, som Finanstilsynet eller Fondsrådet modtager, må kun anvendes i forbindelse med tilsynshvervet, til pålæggelse af sanktioner, eller hvis tilsynets eller rådets afgørelse påklages til højere administrativ myndighed eller indbringes for domstolene.

Stk. 9. Adgangen til udlevering af fortrolige oplysninger til Folketingets stående udvalg i henhold til stk. 5, nr. 8, er begrænset til dokumenter i sager, der er oprettet i Finanstilsynet efter den 16. september 1995.

Stk. 10. Videregivelse efter stk. 5, nr. 15, kan alene ske

1. på baggrund af international samarbejdsaftale og
2. under forudsætning af, at modtagerne mindst er underlagt en lovbestemt tavshedspligt, der svarer til tavshedspligten i medfør af stk. 1, og at modtagerne har behov for oplysningerne til varetagelse af deres opgaver.

Stk. 11. Videregivelse efter stk. 5, nr. 15, af fortrolige oplysninger, der hidrører fra lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med, kan endvidere alene ske, såfremt de myndigheder, som har afgivet oplysningerne, har givet deres udtrykkelige tilladelse, og såfremt oplysningerne udelukkende benyttes til det formål, som tilladelsen vedrører.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 84 b **[Part i forhold til Finanstilsynet]** Som part i forhold til Finanstilsynet anses alene aktieselskaber omfattet af § 7, et registreret betalingssystem, værdipapirhandleren, det kontoførende institut eller udstederen af værdipapirer, som en afgørelse, der er eller vil blive truffet af Finanstilsynet, retter sig mod, jf. dog stk. 2 og 3.

Stk. 2. I nedennævnte tilfælde anses en anden end en virksomhed omfattet af stk. 1 tillige som part i Finanstilsynets afgørelse, for så vidt angår den del af sagen, som vedrører den pågældende:

1. Et selskab, som søger om tilladelse til at drive børsvirksomhed, virksomhed som autoriseret markedsplads, virksomhed som alternativ markedsplads, værdipapirmæglervirksomhed, pengemarkedsmæglervirksomhed, værdipapirclearingvirksomhed og registreringsvirksomhed, jf. § 8, stk. 1, og § 9, stk. 1.
2. Et medlem af bestyrelsen eller direktionen i et selskab, når Finanstilsynet nægter en ansøger tilladelse eller inddrager et godkendt selskabs tilladelse, jf. § 9, stk. 1, og § 92, stk. 1.
3. Erhververen eller besidderen af en kvalificeret kapitalandel, når Finanstilsynet reagerer som følge af manglende underretning om andelen eller ophæver stemmeretten, der er knyttet til de pågældende ejeres aktier, jf. § 10, stk. 1 og 5, samt § 10 a, stk. 1-3.
4. Den, der overtræder lovens forbud mod i en virksomheds navn eller betegnelsen af virksomheden at benytte ordet »Fondsbørs«, jf. § 16, stk. 3.
5. Den, mod hvem Finanstilsynet indleder undersøgelse for overtrædelse af § 29 om indberetning af aktiebesiddelser eller for overtrædelse af kapitel 10.
6. Den, der for Finanstilsynet indbringer en af en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, en alternativ markedsplads, en clearingcentral eller en værdipapircentral truffet beslutning, jf. § 88, stk. 3, og som Finanstilsynet anser for part i sagen, samt øvrige, som Finanstilsynet anser som part i sagen.
7. En erhverver som nævnt i § 31, stk. 1, og § 32, stk. 1 og 2, samt øvrige, som Finanstilsynet i særlige tilfælde anser for part i sagen.
8. Den, som Finanstilsynet i medfør af § 33, stk. 2, har bestemt at indberetningspligten påhviler.
9. Den, der af Finanstilsynet pålægges at udarbejde interne regler efter § 37, stk. 1 og 2 eller foretage ændringer heri.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 3. Som part anses i øvrigt et bestyrelsesmedlem, en revisor, en direktør eller andre ledende medarbejdere i et selskab omfattet af § 7 eller i andre virksomheder omfattet af loven, hvis Finanstilsynets påtale eller pålæg i medfør af loven eller dennes forskrifter er rettet direkte mod pågældende.

Stk. 4. Stk. 1 og 3 finder tilsvarende anvendelse på afgørelser truffet af Fondsrådet som led i rådets kontrol efter § 83, stk. 2, og § 83 b. Som part i forhold til Fondsrådets afgørelser truffet som led i rådets kontrol efter § 83, stk. 2, og § 83 b anses i øvrigt enhver, som Fondsrådet anser for part i sagen.

Stk. 5. Endelig kan Finanstilsynet, når Finanstilsynet tager en sag op vedrørende god værdipapirhandelsskik, jf. § 3, stk. 1, under særlige omstændigheder tillige tilkende partsbeføjelser til andre fysiske eller juridiske personer end de i stk. 2 og 3 nævnte. Partsbeføjelser kan alene tillægges, for så vidt angår den del af sagen, som har direkte og væsentlig betydning for den pågældende. Tilkendelse af partsbeføjelser skal ske under hensyntagen til beskyttelsen af fortrolige oplysninger.

Stk. 6. Partsstatus og partsbeføjelser efter stk. 2, 3 og 5 er begrænset til forhold, hvor tilsynets eller rådets afgørelser træffes efter den 17. december 1998.

§ 84 c

[Offentliggørelse af virksomhedsnavn] Finanstilsynet kan i de i stk. 2 nævnte sager offentliggøre navnet på en virksomhed, som i henhold til § 83, stk. 1, meddeles en påtale for overtrædelse af loven eller bestemmelser fastsat i medfør heraf. Finanstilsynet kan ligeledes offentliggøre navnet på en virksomhed, såfremt det i de i stk. 2 nævnte sager konstateres, at virksomheden ikke har overtrådt loven eller bestemmelser fastsat i medfør heraf. Offentliggørelse efter 1. og 2. pkt. kan ske, når det skønnes at være af interesse for investorerne at kende navnet på virksomheden.

Stk. 2. Offentliggørelse kan ske i sager om

1. overtrædelse af reglerne om offentliggørelse af intern viden, jf. § 27, stk. 1, 2, 4 og 5,
2. overtrædelse af reglerne om meddelelse, indberetning og offentliggørelse af ledende medarbejderes transaktioner, jf. § 28 a, stk. 1, 3, 5 og 7, samt af bestemmelser herom udstedt i medfør af § 28 a, stk. 8,
3. overtrædelse af reglerne om udarbejdelse og udbredelse af anbefalinger vedrørende værdipapirer, jf. § 28 b, stk. 1, samt af bestemmelser herom udstedt i medfør af § 28 b, stk. 2,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

4. overtrædelse af forbuddene mod insiderhandel, videregivelse af intern viden og kursmanipulation, jf. § 35, stk. 1, § 36, og § 39, stk. 1,
5. overtrædelse af bestemmelserne om udstedelse af interne regler, jf. § 37, stk. 1-3,
6. overtrædelse af reglerne om udarbejdelse af insiderlister, jf. § 37, stk. 4, samt af bestemmelser herom udstedt i medfør af § 37, stk. 10, og
7. overtrædelse af reglerne om underretning om mistænkelige transaktioner, jf. § 37, stk. 6, 1. pkt., samt af bestemmelser herom udstedt i medfør af § 37, *Stk. 10*.

Stk. 3. Finanstilsynet kan offentliggøre navnet på den virksomhed, som en påtale vedrører, jf. stk. 1, 1. pkt., 2 uger efter, at virksomheden har fået meddelelse om denne. Beslutter virksomheden at indbringe sagen for Erhvervsankenævnet inden for de 2 uger, kan der kun ske offentliggørelse, hvis nævnet ikke tillægger klagen opsættende virkning.

Stk. 4. Finanstilsynet kan i de i stk. 2 nævnte sager endvidere offentliggøre navnet på den virksomhed, som tilsynet har pålagt en daglig eller ugentlig bøde i henhold til § 95, såfremt det skønnes at være af interesse for investorerne at kende navnet på virksomheden.

Stk. 5. Offentliggørelse i henhold til stk. 1 og 4 kan ikke ske, hvis den vil medføre uforholdsmæssig stor skade for virksomheden.

Stk. 6. Finanstilsynet kan, såfremt det skønnes hensigtsmæssigt, offentliggøre et pålæg om ændring af forhold i strid med loven eller bestemmelser fastsat i medfør heraf, der i henhold til § 93, stk. 2, 1. og 2. pkt., meddeles en fysisk eller juridisk person eller en sammenslutning af juridiske personer.

§ 85 **[Betaling af afgift]** Virksomheder under tilsyn efter denne lov betaler afgift til Finanstilsynet. Afgiften fastsættes efter kapitel 22 i lov om finansiel virksomhed.

§ 86 **[Tilsyn]** Finanstilsynet fører tilsyn med værdipapirhandleres, fondsbørsers, registrerede betalingssystemers, clearingcentralers, værdipapircentralers, kontoførende institutters, autoriserede markedspladsers, alternative markedspladsers, pengemarkedsmægleres og værdipapirmægleres virksomhed, herunder at deres regler, forretningsgange, kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger, også vedrørende anvendelsen af edb, er betryggende og

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

i overensstemmelse med denne lov og bestemmelser fastsat i medfør heraf. Tilsyn føres dog ikke med registrerede betalingssystemer, der er omfattet af Danmarks Nationalbanks overvågning efter stk. 2.

Stk. 2. Danmarks Nationalbank overvåger betalingssystemer, som Danmarks Nationalbank finder har væsentlig betydning for betalingsafviklingen eller gennemførelsen af Danmarks Nationalbanks pengepolitiske transaktioner med det formål at fremme systemernes smidige funktion ved at bidrage til deres effektivitet og stabilitet. Danmarks Nationalbank meddeler Finanstilsynet, hvilke betalingssystemer der er omfattet af Danmarks Nationalbanks overvågning.

Stk. 3. Finanstilsynet udfærdiger en liste over de betalingssystemer, der er omfattet af stk. 2. Listen offentliggøres ved bekendtgørelse.

§ 87

[Udlevering af oplysninger]Finanstilsynet kan pålægge bestyrelse, direktion og revision for værdipapirhandlere, fondsbørser, clearingcentraler, værdipapircentraler, kontoførende institutter, autoriserede markedspladser, alternative markedspladser, pengemarkedsmæglere, værdipapirmæglere, registrerede betalingssystemer og udstedere at give de oplysninger, der er nødvendige for Finanstilsynets virksomhed.

Stk. 2. Finanstilsynet kan kræve alle oplysninger, herunder regnskaber, regnskabsmaterialer, udskrift af bøger, andre forretningspapirer, båndoptagelser og lignende i forbindelse med indgåelse af aftaler om transaktioner og elektronisk lagrede data, som skønnes nødvendige for Finanstilsynets virksomhed eller til afgørelse af, om en fysisk eller juridisk person er omfattet af lovens bestemmelser.

Stk. 3. Finanstilsynet kan pålægge de i stk. 1 nævnte selskaber at indberette visse oplysninger i elektronisk form.

Stk. 4. Finanstilsynet kan indhente oplysninger herunder i elektronisk form fra offentlige myndigheder.

Stk. 5. Finanstilsynet kan til enhver tid mod behørig legitimation og uden retskendelse aflægge kontrolbesøg på forretningsstedet for en værdipapirhandler, en fondsbørs, en clearingcentral, en værdipapircentral, et kontoførende institut, en autoriseret markedsplads, en alternativ markedsplads, et registreret betalingssystem, en pengemarkedsmægler samt en værdipapirmægler.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 6. Finanstilsynet kan indhente oplysninger efter stk. 1-5 til brug for de i § 84 a, stk. 5, nr. 13-15, nævnte myndigheder.

Stk. 7. Beføjelser efter stk. 1-6 udøves af Danmarks Nationalbank, når der er tale om et registreret betalingssystem omfattet af § 57 a, *Stk. 7.*

§ 88 **[Afgørelser kan indbringes for Erhvervsankenævnet]** Afgørelser truffet af Finanstilsynet i henhold til denne lov eller efter regler udstedt i medfør af loven kan indbringes for Erhvervsankenævnet senest 4 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende. Bestemmelsen i 1. pkt. omfatter ikke afgørelser efter stk. 3 eller § 87. Bestemmelserne i dette stykke finder tillige anvendelse på afgørelser truffet af Fondsrådet som led i rådets kontrol efter § 83, stk. 2, og § 83 b, stk. 2-4, samt på afgørelser truffet af Danmarks Nationalbank efter § 57 a, *Stk. 7.*

Stk. 2. Stk. 1 finder tillige anvendelse på afgørelser truffet af virksomheder, der udøver beføjelser på Finanstilsynets vegne.

Stk. 3. Fondsbørsers, autoriserede markedspladsers, alternative markedspladsers, clearingcentralers eller værdipapircentralers afgørelser truffet i henhold til denne lov eller regler udstedt i medfør af loven samt de nævnte virksomheders afgørelser i sager af vidtrækkende eller principiel betydning truffet i henhold til egne regelsæt kan indbringes for Finanstilsynet senest 4 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende. Indbringelsen kan tillægges opsættende virkning.

Stk. 4. Erhvervsankenævnets afgørelser og afgørelser, Finanstilsynet træffer efter stk. 3, kan ved et sagsanlæg senest 8 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende, indbringes for domstolene.

Stk. 5. Afgørelser vedrørende registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder i en værdipapircentral truffet af en værdipapircentral og afgørelser truffet af Klagenævnet for Værdipapircentraler er ikke omfattet af stk. 1-4.

§ 89 **[Oplysninger til statistiske formål]** Finanstilsynet kan fastsætte regler om, at værdipapirhandlere, fondsbørser, clearingcentraler, værdipapircentraler, kontoførende institutter, autoriserede markedspladser, alternative markedspladser, registrerede betalingssystemer, pengemarkedsmæglere og værdipapirmæglere skal udarbejde oplysninger til brug for offentligheden til statistiske formål.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 2. Danmarks Statistik kan tillige fastsætte regler som nævnt i stk. 1.

Stk. 3. Offentlige myndigheder og institutioner, der udsender statistik, som kan have en mærkbar indvirkning på de finansielle markeder, skal udsende statistikken på en måde, der er gennemsigtig, og som sikrer alle en lige adgang til oplysningerne.

§ 90 **(Ophævet).**

§ 91 **[Datatilsynet]** Datatilsynet fører tilsyn med, at der ikke sker overtrædelse af lov om behandling af personoplysninger, af bestemmelser, der er fastsat i medfør heraf, eller af § 60, stk. 2-4. Tilsynet påser herunder af egen drift eller efter klage fra en registreret, at en værdipapircentral anvendes i overensstemmelse med de nævnte love og bestemmelser.

Stk. 2. Tilsynet kan af en værdipapircentral eller af et kontoførende institut kræve enhver oplysning, der er af betydning for dets virksomhed, herunder til afgørelse af, om et forhold falder ind under denne lov eller lov om behandling af personoplysninger.

Stk. 3. For så vidt angår værdipapircentraler eller de kontoførende institutter, har tilsynets medlemmer og personale til enhver tid mod behørig legitimation uden retskendelse adgang til alle lokaler, hvorfra værdipapircentralernes registre administreres eller kan benyttes, samt til de lokaler, hvor registeret eller de tekniske hjælpemidler opbevares eller anvendes.

Stk. 4. Såfremt Datatilsynet finder, at en værdipapircentral eller et kontoførende institut ikke overholder § 60, stk. 2-4, meddeler tilsynet den pågældende central eller institut pålæg om de foranstaltninger, der skal foretages. Datatilsynets pålæg kan ikke indbringes for anden administrativ myndighed.

Kapitel 27
Inddragelse af tilladelse

§ 92 **[Inddragelse af tilladelse]** Finanstilsynet kan inddrage tilladelsen til, at en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, en alternativ markedsplads, en autoriseret pengemarkedsmægler, en

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

værdipapirmægler, en clearingcentral eller en værdipapircentral driver virksomhed

1. hvis virksomheden ikke påbegyndes inden 12 måneder efter tilladelsen er givet,
2. hvis virksomheden ikke udøves i en periode på over 6 måneder,
3. hvis en virksomhed groft eller gentagne gange tilsidesætter sine pligter efter denne lov eller pålæg i henhold til § 93, stk. 2, eller bestemmelser udstedt i medfør af loven eller
4. i de i § 9, stk. 1, nævnte tilfælde.

Stk. 2. Finder Finanstilsynet, at et kontoførende institut, der omfattes af § 62, stk. 1, nr. 2-7, og stk. 2-4, groft tilsidesætter sine forpligtelser eller pålæg meddelt efter denne lov, kan Finanstilsynet fratage det pågældende institut retten til at virke i henhold til § 62 og § 76, stk. 2.

Stk. 3. Opfylder en fondsbørs', en autoriseret markedsplads', en alternativ markedsplads', en clearingcentrals eller en værdipapircentrals ansvarlige kapital ikke kapitalkravet på tilladelsestidspunktet i henhold til § 8, stk. 2, nr. 2, kan Finanstilsynet enten fastsætte en frist til at bringe den ansvarlige kapital op på dette minimum eller straks inddrage tilladelsen. 1. pkt. finder tilsvarende anvendelse i de tilfælde, hvor en værdipapircentrals samlede kapitalberedskab ikke opfylder kravet i § 82, stk. 1.

Stk. 4. Har en pengemarkedsmægler eller en værdipapirmægler tabt en del af sin aktiekapital, kan Finanstilsynet enten fastsætte en frist til retablering af kapitalen eller straks inddrage tilladelsen.

Afsnit VI
Straffebestemmelser m.v.

Kapitel 28
Straffebestemmelser

§ 93 **[Bøde, pålæg, suspension, sletning og forældelse].** Overtrædelse af § 8, stk. 1, § 10, stk. 1, § 11, § 12, § 12 a, § 12 b, stk. 1-5 og 9, § 12 c, § 12 d, stk. 1, stk. 2, 1. pkt., og stk. 3, 5 og 6, § 14, stk. 1, 1. pkt., § 16, stk. 3 og 4, § 19, stk. 1, § 20, stk. 6, § 24, stk. 1, § 27, stk. 1, og stk. 2, 1. pkt., § 27 a, stk. 1 og stk. 2, 1. pkt., § 28, §

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

28 a, stk. 1, stk. 3, 4. pkt., stk. 5, 1. pkt., og stk. 7, § 28 b, stk. 1, § 28 c, § 29, stk. 1 og 2, § 31, stk. 1, § 32, stk. 1 og 2, § 33, stk. 1 og 3, § 37, stk. 1-5, stk. 6, 1. pkt., stk. 7, 1. pkt., og stk. 9, § 40, stk. 3, § 42, stk. 4 og 5, § 42 b, stk. 3, § 44, stk. 1 og 3, § 45, stk. 1, § 46, stk. 1, § 48, stk. 2, § 51, stk. 1, § 52, stk. 1, 2. pkt., § 60, stk. 1, 2. pkt., § 75, stk. 2, 2. pkt., og § 76, stk. 2, straffes med bøde. På samme måde straffes grov eller gentagen overtrædelse af § 18, stk. 1 og 2, § 23, stk. 7, § 41, stk. 1-3, § 49, § 52, stk. 1, 1. pkt., og § 60, stk. 1, 1. pkt. Med bøde straffes en finansiel virksomhed eller en finansiel holdingvirksomhed, der ikke efterkommer et påbud, der er givet i medfør af § 3, stk. 1, 2. pkt.

Stk. 2. Såfremt en fysisk eller juridisk person ikke opfylder sine forpligtelser efter denne lov eller bestemmelser fastsat i medfør heraf, kan Finanstilsynet give den pågældende pålæg om ændring af forholdet. Pålæg kan ligeledes gives til sammenslutninger af juridiske personer. Såfremt det skønnes hensigtsmæssigt, kan Finanstilsynet suspendere eller slette de berørte værdipapirer fra notering på en fondsbørs eller fra optagelse til handel på en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads. Beføjelser efter 1. og 2. pkt. udøves af Danmarks Nationalbank, når der er tale om et registreret betalingssystem omfattet af § 57 a, *Stk. 7.* Den, der ikke efterlever et påbud fra Finanstilsynet henholdsvis Danmarks Nationalbank eller afgiver urigtige eller vildledende oplysninger til Finanstilsynet henholdsvis Danmarks Nationalbank, straffes med bøde, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter anden lovgivning.

Stk. 3. I forskrifter, der udstedes af økonomi- og erhvervsministeren, Finanstilsynet eller Erhvervs- og Selskabsstyrelsen i medfør af denne lov, kan der fastsættes straf af bøde for overtrædelse af bestemmelser i forskrifterne. *Stk. 4.* Der kan pålægges selskaber m.v. (juridiske personer) strafansvar efter reglerne i straffelovens 5. kapitel.

Stk. 5. Forældelsesfristen for strafansvaret er 5 år.

§ 94 **[Bøde eller fængselsstraf ved markedsmisbrug].** Overtrædelse af § 35, stk. 1, § 36 og § 39, stk. 1, straffes med bøde eller fængsel i indtil 1 år og 6 måneder. Er en overtrædelse af § 35, stk. 1, og § 39, stk. 1, forsætlig og af særlig grov beskaffenhed, eller er der begået et større antal forsætlige overtrædelser, kan straffen stige til fængsel i 4 år.

Stk. 2. Bestemmelsen i § 93, stk. 4, finder tilsvarende anvendelse.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 95 **[Daglige eller ugentlige bøder].** Undlader en værdipapirhandlers, en fondsbørs', en clearingcentrals, en værdipapircentrals, et kontoførende instituts, en autoriseret markedsplads', en alternativ markedsplads', en pengemarkedsmæglers, en værdipapirmæglers, et registreret betalingssystems eller en udsteders direktion, bestyrelse eller revisor at efterkomme de pligter, der efter loven eller efter bestemmelser udstedt i medfør heraf påhviler dem eller pålægges dem af Finanstilsynet, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen eller, når der er tale om et registreret betalingssystem omfattet af § 57 a, stk. 7, Danmarks Nationalbank, kan Finanstilsynet, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen eller Danmarks Nationalbank som tvangsmiddel pålægge de pågældende daglige eller ugentlige bøder.

Stk. 2. Undlader en fysisk eller juridisk person at opfylde de pligter, som påhviler dem efter denne lov, kan Finanstilsynet, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen eller Danmarks Nationalbank som tvangsmiddel pålægge den fysiske eller juridiske person eller de for den juridiske person ansvarlige personer daglige eller ugentlige bøder.

§ 96 **[Bøde eller fængsel ved overtrædelse af fortrolighedspligt m.v.].** Bestyrelsesmedlemmer, direktører, revisorer samt disses suppleanter og ansatte i en fondsbørs, en clearingcentral, en værdipapircentral, en værdipapirmægler, en pengemarkedsmægler, et registreret betalingssystem, et kontoførende institut, en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads, som uberettiget videregiver eller udnytter fortrolige oplysninger, som de under udøvelsen af deres hverv har fået kendskab til, straffes med bøde, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter anden lovgivning.

Stk. 2. Giver personer, der er knyttet til en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, en alternativ markedsplads, en clearingcentral, en værdipapircentral, en pengemarkedsmægler, en værdipapirmægler, et registreret betalingssystem eller et kontoførende institut urigtige eller vildledende oplysninger om forhold vedrørende fondsbørsen, markedspladsen, clearingcentralen, værdipapircentralen, det registrerede betalingssystem, pengemarkedsmægleren, værdipapirmægleren eller det kontoførende institut til Finanstilsynet, Danmarks Nationalbank, Fondsrådet eller andre offentlige myndigheder, straffes den pågældende med bøde eller fængsel i indtil 4 måneder, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter anden lovgivning.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Afsnit VII
Omdannelsesbestemmelser m.v.

Kapitel 29
Omdannelsesbestemmelser

§ 97 **[Strukturvirksomheders omdannelse til aktieselskaber].** Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures kan omdannes til aktieselskaber efter reglerne i §§ 98-104.

§ 98 **[§ 98-modellen].** Bestyrelsen i hver af de i § 97 nævnte fonde kan beslutte, at fonden opløses uden likvidation ved overdragelse af aktiver og gæld som helhed til et eller flere af fonden ejede eller oprettede aktieselskaber, der har tilladelse til at drive virksomhed efter lovens § 7, stk. 1, nr. 1, 5 eller 6. Samtidig overdrages aktier i hver af aktieselskaberne svarende til værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld til en nystiftet fond. Bestyrelserne i de nystiftede fonde kan med fondsmyndighedens samtykke beslutte, at fondene sammenlægges.

Stk. 2. Opløsning uden likvidation kan tillige ske ved overdragelse af fondens aktiver og gæld som helhed til et eller flere aktieselskaber, der har tilladelse til at drive virksomhed efter lovens § 7, stk. 1, nr. 1, 5 eller 6. Samtidig overdrages aktier i hver af disse aktieselskaber svarende til værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld til en nystiftet fond. Såfremt overdragelsen sker til et eller flere aktieselskaber, der er oprettet i medfør af stk. 1, kan bestyrelserne i de nystiftede fonde med fondsmyndighedens samtykke beslutte, at fondene sammenlægges.

Stk. 3. Omdannelse efter stk. 1 og 2 kan tillige ske ved, at aktierne i det eller de i stk. 1 og 2 nævnte aktieselskaber overdrages til den eksisterende fond, såfremt dette er i overensstemmelse med den eksisterende fonds vedtægter. *Stk. 4.* Beslutning i henhold til stk. 1-3 træffes med det flertal, der i øvrigt kræves til væsentlige beslutninger. Aktionærerne i det eller de i stk. 2 omtalte aktieselskaber skal udarbejde en aktionæroverenskomst, der skal godkendes af økonomi- og erhvervsministeren. *Stk. 5.* Den fortsættende fond i henhold til stk. 1, 2. og 3. pkt., stk. 2, 2. og 3. pkt., og stk. 3 anses for erhvervsdrivende efter lov om erhvervsdrivende fonde.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 99 **[Omdannelse efter aktieselskabslovens regler].** Ved omdannelse efter § 98, stk. 1-3, finder aktieselskabslovens §§ 6 a- 6 c og § 33, stk. 1, sammenholdt med §§ 134-134 i eller § 136-136 i tilsvarende anvendelse med de nødvendige tilpasninger.

Stk. 2. Den i aktieselskabslovens § 134 b nævnte fælles regnskabsopstilling og åbningsbalance skal udarbejdes efter de regnskabsregler, der gælder for aktieselskaber, som driver den type virksomhed, som de nystiftede aktieselskaber påtænker at drive.

Stk. 3. Dokumenter, der ifølge aktieselskabsloven skal indsendes til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, indsendes tillige til Finanstilsynet.

Stk. 4. Finanstilsynet skal godkende omdannelsen efter § 98, stk. 1-3.

§ 100 **[Bestyrelsen i den fortsættende fond].** Den fortsættende fond, jf. § 98, stk. 1-3, ledes af en bestyrelse på mindst 5 medlemmer.

Stk. 2. Et flertal af medlemmerne udpeges af aktieselskabets bestyrelse blandt bestyrelsens medlemmer.

Stk. 3. Erhverver fonden i forbindelse med omdannelsen aktier i mere end ét aktieselskab omdannet efter § 98, finder stk. 2 ikke anvendelse.

§ 101 **[§ 101-modellen].** Bestyrelserne i hver af de i § 97 nævnte fonde kan ligeledes beslutte, at fonden eller fondene opløses uden likvidation ved overdragelse af aktiver og passiver som helhed til et eller flere af fonden eller fondene ejede eller oprettede aktieselskaber, der har tilladelse til at drive virksomhed efter lovens § 7, stk. 1, nr. 1, 5 eller 6. De overdragne aktivers værdi skal i hvert aktieselskab svare til eller overstige værdien af den overdragne gæld. I hvert aktieselskab oprettes en bunden fondsreserve svarende til værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld, jf. §§ 102 og 103.

Stk. 2. Opløsning uden likvidation kan tillige ske ved overdragelse af fondens aktiver og passiver som helhed til et eller flere aktieselskaber, der har tilladelse til at drive virksomhed efter lovens § 7, stk. 1, nr. 1, 5 eller 6. De overdragne aktivers værdi skal i hvert aktieselskab svare til eller overstige værdien af den overdragne gæld. I hvert aktieselskab oprettes en bunden fondsreserve svarende til værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld, eller, såfremt der i forvejen består en sådan bunden fondsreserve i aktieselskabet, forøges

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

denne med værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld, jf. §§ 102 og 103.

Stk. 3. § 98, stk. 4, og § 99 finder tilsvarende anvendelse ved omdannelse efter stk. 1 og 2.

§ 102 **[Krav vedrørende fondsreserven].** Den bundne fondsreserve kan bruges til dækning af underskud, der ikke dækkes af beløb, der kan anvendes til udbytte i aktieselskabet.

Stk. 2. I tilfælde af aktieselskabets ophør kan udlodning til aktionærerne kun finde sted, når forpligtelserne efter stk. 4 er opfyldt.

Stk. 3. Ved overdragelse af aktieselskabets aktiver og passiver til et eller flere aktieselskaber, der driver virksomhed efter lovens § 7, stk. 1, nr. 1, 5 eller 6, overtager det fortsættende selskab fondsreserven på de samme vilkår, som var gældende indtil overdragelsen.

Stk. 4. Der fastsættes i omdannelsesbeslutningen efter § 101, stk. 1 eller 2, nærmere regler for anvendelse af fondsreserven i tilfælde af selskabets ophør. Fondsreserven skal, afhængig af hvorvidt aktieselskabet har tilladelse til at drive virksomhed efter § 7, stk. 1, nr. 1, 5 eller 6, anvendes til formål, som vedrører henholdsvis børsvirksomhed, clearingvirksomhed eller registreringsvirksomhed.

§ 103 **[Henlæggelseskrav].** Der skal henlægges 10 pct. af årets overskud, der ikke medgår til dækning af underskud fra tidligere år, til fondsreserven. Henlæggelsen kan dog ikke overstige den forrentning af fondsreserven, der svarer til den af skatteministeren fastsatte mindsterente med fradrag af en forholdsmæssig andel af årets selskabsskat.

§ 104 **[§ 104-modellen].** Bestyrelsen i hver af de i § 97 nævnte fonde kan ligeledes beslutte, at omdannelsen skal ske ved kombination af de i §§ 98 og 101 beskrevne omdannelser. Fonden eller fondene overdrager aktiver og gæld som helhed til et eller flere aktieselskaber, jf. § 98, stk. 1 og 2, og § 101, stk. 1 og 2. I hvert aktieselskab oprettes en bunden fondsreserve, jf. §§ 102 og 103. Samtidig overdrages aktier i hvert af aktieselskaberne svarende til værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld og efter fradrag af den bundne fondsreserve til en fond, jf. § 98, stk. 1-3, der anses som erhvervsdrivende efter lov om erhvervsdrivende fonde.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 2. §§ 98-103 finder med de nødvendige tilpasninger anvendelse på omdannelsen efter stk. 1.

Afsnit VIII

Ændring af andre love

Kapitel 30

Ændring af andre love

§ 105 **[Ændringer i selskabsskatteloven].** I lov om indkomstbeskatning af aktieselskaber m.v. (selskabsskatteloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 769 af 19. september 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 1, stk. 1, indsættes efter nr. 2 b som nyt nummer:
»2 c) Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures,«.
2. I § 3, stk. 1, nr. 18, affattes således:
»18) Københavns Fondsbørs. Fritagelsen gælder dog kun for indtægt ved institutionens almindelige statutmæssige virksomhed, men ikke for indtægt ved drift, udlejning, bortforpagtning af fast ejendom eller ved anden erhvervsmæssig virksomhed. Fritagelsen gælder endvidere for omdannelse til et aktieselskab efter §§ 98-104 i lov om værdipapirhandel.«
3. § 3, stk. 1, nr. 12 og 18 , ophæves.
4. I § 9, stk. 1, 1. pkt., ændres »De i § 1, stk. 1, nr. 6, § 2, stk. 1, litra a), b) og f), og § 3, stk. 1, nr. 18,« til: »De i § 1, stk. 1, nr. 6, og § 2, stk. 1, litra a, b og f,«.
5. I § 13, stk. 1, nr. 2, 1. pkt., ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1, 2, 2 a, 2 b, 3 a, 4, 5 og 5 b,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c, og 3 a-5 og 5 b,«.
6. I § 17, stk. 1, ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-6,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-6,«.
7. I § 17, stk. 2, ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b, og 3 a-5 og 5 b,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c, og 3 a-5 og 5 b,«.
8. I § 32, stk. 1, 1. pkt., ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1, 2, 2 a, 2 b,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1, 2, 2 a, 2 b, 2 c,«.
9. I § 35 J indsættes som stk. 5:
»*Stk. 5* Stk. 1 finder tilsvarende anvendelse på Garantifon-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

den for Danske Optioner og Futures ved overgang fra og med indkomståret 1997 til beskatning efter § 1, stk. 1, nr. 2 c, fra beskatning efter § 1, stk. 1, nr. 6.«

10. I § 35 K, stk. 1, ændres i 1. pkt. »gælder 2.-11. pkt.« til: »gælder 2.-12. pkt.«, og efter 6. pkt. indsættes: »Valget skal træffes for samtlige aktier under ét.«
11. I § 35 K, stk. 2, ændres »aktieavancebeskatningslovens § 6, stk. 6,« til: »aktieavancebeskatningslovens § 6, stk. 5,«.
12. I § 35 K indsættes som stk. 7:
»*Stk. 7.* Reglerne i stk. 1-4 finder tilsvarende anvendelse på Garantifonden for Danske Optioner og Futures ved overgang fra og med indkomståret 1997 til beskatning efter § 1, stk. 1, nr. 2 c, fra beskatning efter § 1, stk. 1, nr. 6.«
13. Efter § 35 M indsættes:
»§ 35 N. For Københavns Fondsbørs og Værdipapircentralen finder overgangsbestemmelserne i fondsbeskatningslovens §§ 16-19 og selskabsskattelovens § 35 K, stk. 1-4, tilsvarende anvendelse ved overgang fra og med indkomståret 1997 til beskatning efter § 1, stk. 1, nr. 2 c.

§ 106 **[Ændringer i kursgevinstloven].** I lov om skattemæssig behandling af gevinst og tab på fordringer, gæld og finansielle kontrakter (kursgevinstloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 597 af 10. juli 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 2 ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-6,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-6,«.
2. § 3, stk. 1, affattes således:
»Personer og dødsboer, der er skattepligtige efter kildeskattelovens § 1 eller § 2, stk. 1, litra d, skal medregne gevinst og tab på fordringer, som omfattes af § 1, ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst, hvis de udøver næring ved køb og salg af fordringer eller driver næringsvirksomhed ved finansiering.«

§ 107 **[Ændringer i ligningsloven].** I lov om påligningen af indkomst- og formueskat til staten (ligningsloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 869 af 15. november 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 8 G, stk. 1 og 2 , ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-6,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-6,«.
2. I § 8 H, stk. 1, ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-6,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-6,«.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 108 **[Ændringer i aktieavancebeskatningsloven].** I lov om beskatning af fortjeneste ved afståelse af aktier m.v. (aktieavancebeskatningsloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 620 af 19. juli 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 2, stk. 3, ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-5 b,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-5 b,«.
2. I § 2 d, stk. 2, ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-5 b,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-5 b,«.
3. I § 4, stk. 2, 2. pkt., ændres »fondsbørs godkendt af Finanstilsynet i medfør af § 40 i lov om Københavns Fondsbørs, jf. lovbekendtgørelse nr. 26 af 15. januar 1992.« til: »dansk fondsbørs eller på en udenlandsk fondsbørs godkendt af Finanstilsynet i medfør af § 16, stk. 1, nr. 2 eller 3, i lov om værdipapirhandel m.v. eller anerkendt i medfør af § 16, stk. 1, nr. 4, i lov om værdipapirhandel m.v.«
4. I § 4, stk. 6, ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-5 b,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-5 b,«.

§ 109 **[Ændringer i konkursskatteloven].** I konkursskatteloven, jf. lovbekendtgørelse nr. 725 af 4. september 1995, foretages følgende ændring:

1. I § 2 ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-6« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-6«.

§ 110 **[Ændringer i investeringsforeningsbeskatningsloven].** I lov om beskatning af medlemmer af investeringsforeninger, jf. lovbekendtgørelse nr. 770 af 19. september 1995, foretages følgende ændring:

1. **1.** I § 3, stk. 6 og 7 , ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-5 b,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-5 b,«.

§ 111 **[Ændringer i skattekontrolloven].** I skattekontrolloven, jf. lovbekendtgørelse nr. 498 af 21. juni 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 10 A, stk. 1, 1. pkt., ændres »Værdipapircentralen« til: »værdipapircentraler«.
2. I § 11 A, stk. 2, 2. pkt., og § 11 B, stk. 2, 2. pkt. , ændres »børsmæglerselskaber« til: »værdipapirhandlere«.
3. I § 11 B, stk. 1, 1. pkt., ændres »Værdipapircentralen« til: »en værdipapircentral her i landet«.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 112 **[Ændringer i fusionsskatteloven].** I lov om fusion, spaltning og tilførsel af aktiver m.v. (fusionsskatteloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 621 af 19. juli 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 14 a indsættes efter stk. 2 som nyt stykke:
   »*Stk. 3.* En bunden sparekassereserve som nævnt i § 52 h i lov om banker og sparekasser m.v., der tilføres det modtagende aktieselskab, medregnes ikke ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst for det modtagende selskab.«
   Stk. 3 og 4 bliver herefter stk. 4 og 5.
2. Efter § 14 g indsættes i kapitel 2:
   »**§ 14 h.** Ved omdannelse af Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures, jf. selskabsskattelovens § 1, stk. 1, nr. 2 c, til aktieselskaber i henhold til kapitel 29 i lov om værdipapirhandel m.v., finder bestemmelserne i § 5, § 6, stk. 1, 3, 4 og 6, § 7, § 8 og § 10, stk. 2, tilsvarende anvendelse, jf. dog 3. pkt. Såfremt overdragelsen sker til flere aktieselskaber, kan et modtagende selskab alene overtage den del af den indskydende fonds skattemæssige afskrivninger, nedskrivninger og henlæggelser, der vedrører de overtagne aktiver. § 15 b, stk. 3, finder tilsvarende anvendelse.
   Stk. 2. Underskud fra tidligere indkomstår kan uanset § 8, stk. 6, bringes til fradrag i det modtagende selskabs indkomstopgørelse efter ligningslovens § 15, hvis fondens aktiver og gæld som helhed overdrages til et af fonden ejet eller oprettet aktieselskab, hvori fonden på tidspunktet for overdragelsen ejer hele aktiekapitalen. Det er en betingelse, at aktieselskabet ikke tidligere har drevet erhvervsmæssig virksomhed.
   Stk. 3. En bunden fondsreserve som nævnt i § 101, stk. 1 og 2, i lov om værdipapirhandel m.v., der tilføres et modtagende aktieselskab, medregnes ikke ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst for det modtagende selskab.
   Stk. 4. Aktier i det modtagende selskab, som den erhvervsdrivende fond modtager i henhold til § 98, stk. 1-3, eller § 104 i lov om værdipapirhandel m.v., anses for anskaffet på det tidspunkt, hvor omdannelsen er vedtaget i alle de involverede selskaber og fonde m.v. Som anskaffelsessum anvendes den skattemæssige værdi af de indskudte aktiver og passiver. Den skattemæssige værdi af de indskudte aktiver opgøres efter reglerne i § 4, stk. 3 og 5, i lov om skattefri virksomhedsomdannelse.«

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 113 **[Ændringer i personskatteloven].** I lov om indkomstskat og formueskat for personer m.v. (personskatteloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 742 af 9. september 1995, som senest ændret ved § 1 i lov 826 af 27. oktober 1995, foretages følgende ændring:

1. § 4, stk. 3, 1. og 2. pkt. , ophæves, og i stedet indsættes:
»Personer skal medregne indtægter og udgifter som nævnt i stk. 1 og 2 ved opgørelsen af den personlige indkomst, hvis de udøver næring ved køb og salg af fordringer eller driver næringsvirksomhed ved finansiering.«

§ 114 **[Ændringer i stempelafgiftloven].** I lov om stempelafgift, jf. lovbekendtgørelse nr. 741 af 4. september 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 62, stk. 1, indsættes som nr. 13 og 14:
»13. sikkerhedsstillelse og andre forpligtelser over for clearingcentraler, clearingdeltagere eller selskaber eller institutioner som nævnt i § 4, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., når sikkerhedsstillelsen vedrører clearing og afvikling af handel med værdipapirer, jf. §§ 55 og 56 i lov om værdipapirhandel m.v., hvor en clearingcentral medvirker, og når en eventuel kredittid ikke overstiger 3 bankdage.
14. garantidokumenter vedrørende forpligtelser, der udstedes efter § 82, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., når de udstedes som led i værdipapircentralers samlede kapitalberedskab.«
2. § 62, stk. 6, 1. pkt., affattes således:
»Stempelfri er endvidere dokumenter om lån mod håndpant, som optages mellem selskaber og institutioner som nævnt i § 4, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. som led i deres virksomhed, eller som optages mellem disse og clearingcentraler, jf. § 7, nr. 5, i nævnte lov, Arbejdsmarkedets Tillægspension, Lønmodtagernes Dyrtidsfond, Den Sociale Pensionsfond, livsforsikringsselskaber eller pensionskasser som led i disses værdipapirhandel.«

§ 115 **[Ændringer i selskabsskatteloven og fondsbeskatningsloven].** I lov 486 af 30. juni 1993 om ændring af lov om indkomstbeskatning af aktieselskaber m.v. (selskabsskatteloven) og lov om beskatning af fonde og visse foreninger (fondsbeskatningsloven). (Ophævelse af udlandslempelsen), som ændret ved § 10 i lov nr. 427 af 14. juni 1995, foretages følgende ændring:

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

1. I § 4, stk. 1, ændres »§ 1, nr. 1-2 b, 3 a-5 og 5 b,« til »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c, 3 a-5 og 5 b«.

§ 116 **(Ophævet).**

§ 117 **[Ændringer i aktieselskabsloven].** I lov om aktieselskaber, jf. lovbekendtgørelse nr. 760 af 15. september 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 6 c, stk. 3, ændres »Fondsbørsen« til: »en fondsbørs, jf. § 7, nr. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.«
2. I § 21, stk. 1, 2. pkt., ændres »Værdipapircentralen« til: »en værdipapircentral, jf. § 7, nr. 6, i lov om værdipapirhandel m.v.«
3. I § 23 a, stk. 1, 1. pkt., og stk. 2, § 23 b, stk. 1, 1. pkt., § 23 c, stk. 1, 1. led, § 23 d, 1. pkt., § 25, stk. 1, 3. pkt., § 25 a, stk. 1, 1. pkt., § 25 b, stk. 1, og § 41 a, nr. 1, 2 og 3 , ændres »Værdipapircentralen« til: »en værdipapircentral«.
4. I § 23 a, stk. 3, 3. pkt., og stk. 4 , og § 23 c, stk. 1, 2. led , og stk. 2, 1. pkt ., ændres »Værdipapircentralen« til: »en værdipapircentral«.
5. I § 23 d, 2. pkt., ændres »et pengeinstitut, et kreditinstitut, der har særlig tilladelse, eller et børsmæglerselskab.« til: »en værdipapirhandler, jf. § 4, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v.«
6. § 28 c ophæves.
7. I § 40, 2. pkt., § 134 l, stk. 4, 2. pkt., og § 135, stk. 6, 2. pkt ., ændres »et børsmæglerselskab, et kreditinstitut, der har særlig tilladelse, eller et pengeinstitut.« til: »en værdipapirhandler, jf. § 4, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v.«
8. I § 51, stk. 3, § 56, stk. 5, og § 76, stk. 3, 1. pkt ., ændres »Københavns Fondsbørs« til: »en fondsbørs, jf. § 7, nr. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.«
9. I § 53, stk. 2, ændres »§ 28 c« til: »§ 29 i lov om værdipapirhandel m.v.«
10. § 159 c ophæves.
11. I § 161, stk. 3, udgår »§ 28 c,«.

§ 118 **[Ændringer i fondsloven].** I lov om erhvervsdrivende fonde, jf. lovbekendtgørelse nr. 756 af 18. november 1991, foretages følgende ændring:

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

1. I § 9, stk. 4, 1. pkt., ændres »Københavns Fondsbørs« til: »en fondsbørs, jf. kapitel 3 i lov om værdipapirhandel m.v.«

§ 119 **[Ændringer i bank- og sparekasseloven].** I lov om banker og sparekasser m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 182 af 20. marts 1995, som senest ændret ved lov 367 og 368 af 14. juni 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 33, stk. 3, § 42 b, stk. 3, 1. pkt., og § 42 b , stk. 3, 2. pkt., ændres »Københavns Fondsbørs« til: »en fondsbørs«.
2. I § 42 b, stk. 5, ændres »Værdipapircentralen« til: »en værdipapircentral«.

§ 120 **[Ændringer i forsikringsvirksomhedsloven].** I lov om forsikringsvirksomhed, jf. lovbekendtgørelse nr. 963 af 29. november 1994, som ændret ved lov nr. 369 af 14. juni 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 128, stk. 1, nr. 9, 10 og 12 , ændres »offentlig« til: »en«.
2. I § 131, stk. 9, 2. pkt., ændres »Værdipapircentralen« til: »en værdipapircentral«.
3. I § 182, stk. 7, ændres »Københavns Fondsbørs« til: »en fondsbørs«.

§ 121 **[Ændringer i firmapensionskasseloven].** I lov om tilsyn med firmapensionskasser, jf. lovbekendtgørelse nr. 670 af 19. august 1993, som ændret ved lov 363 af 18. maj 1994, foretages følgende ændring:

1. I § 49, stk. 8, 2. pkt., ændres »Værdipapircentralen« til: »en værdipapircentral«.

§ 122 **[Ændringer i investeringsforeningsloven].** I lov om investeringsforeninger, jf. lovbekendtgørelse nr. 85 af 12. februar 1990, foretages følgende ændring:

1. I § 43 a, 1. pkt., ændres »Værdipapircentralen« til: »en værdipapircentral«.

§ 123 **[Ændringer i retsplejeloven].** I lov om rettens pleje, jf. lovbekendtgørelse nr. 905 af 10. november 1992, som senest ændret ved lov nr. 903 af 29. november 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 526, stk. 3 og stk. 4, 3. pkt ., ændres »registrerede fondsaktiver, jf. lov om en værdipapircentral« til: »fondsaktiver, jf. § 59, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v.«

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

2. § 538 a, stk. 1, 2. pkt., ophæves, og i stedet indsættes:
»Værdipapirer, jf. § 2 i lov om værdipapirhandel m.v., som har kurs på en dansk eller udenlandsk fondsbørs, sælges dog gennem en værdipapirhandler, jf. § 4, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. Fogedretten kan bestemme, at værdipapirer, der har kurs på en autoriseret markedsplads, jf. § 7, nr. 2, jf. § 40, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., sælges gennem en værdipapirhandler.«
3. § 557 affattes således:
»**§ 557.** Er udlæg foretaget i værdipapirer, jf. § 2 i lov om værdipapirhandel m.v., som har kurs på en dansk eller udenlandsk fondsbørs, bortsælges disse ikke ved tvangsauktion. De nævnte værdipapirer sælges efter anmodning fra udlægshaveren af fogedretten gennem en værdipapirhandler, jf. § 4, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v.
Stk. 2. Er udlæg foretaget i værdipapirer, som har kurs på en autoriseret markedsplads, jf. § 7, nr. 2, jf. § 40, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., kan fogedretten bestemme, at disse ikke bortsælges ved tvangsauktion, og at stk. 1, 2. pkt., finder tilsvarende anvendelse.«

§ 124 **[Ændringer i tinglysningsloven].** I lov om tinglysning, jf. lovbekendtgørelse nr. 622 af 15. september 1986, som senest ændret ved § 2 i lov nr. 389 af 14. juni 1995, foretages følgende ændring:
1. § 41, stk. 2, affattes således:
»*Stk. 2.* Hvis der i et efterstående pantebrev er henvist til, at det står tilbage for et lån i et af staten godkendt realkreditinstitut, således at lånet kan indfries ved de af institutterne udstedte ihændehavergældsbreve, der har kurs på en dansk fondsbørs, kræves efterpanthaverens samtykke til forhøjelsen af renten på den foranstående panteret samt til anbringelse på dennes plads af andre midler end de nævnte midler.«

§ 125 **[Ændringer i dødsboskifteloven].** I lov om skifte af dødsbo og fællesbo m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 725 af 23. oktober 1986, som senest ændret ved § 14 i lov 389 af 14. juni 1995, foretages følgende ændring:
1. § 28, stk. 1, affattes således:
»Værdipapirer, jf. § 2 i lov om værdipapirhandel m.v., som har kurs på en dansk eller udenlandsk fondsbørs, sælges gennem en værdipapirhandler, jf. § 4, stk. 3, i lov om vær-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

dipapirhandel m.v. Skifteretten kan bestemme, at værdipapirer, der har kurs på en autoriseret markedsplads, jf. § 7, nr. 2, jf. § 40, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., sælges gennem en værdipapirhandler.«

Afsnit IX
Ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser m.v.

Kapitel 31
Ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser m.v.

§ 126 **[Ikrafttrædelsestidspunkt].** Tidspunktet for lovens eller dele af lovens ikrafttræden fastsættes af økonomiministeren, for så vidt angår § 105, nr. 1, 3-9, 12 og 13, og §§ 106-115 efter drøftelse med skatteministeren, og for så vidt angår § 123-125 efter drøftelse med justitsministeren. § 105, nr. 2, 10 og 11, træder i kraft dagen efter bekendtgørelsen i Lovtidende. For værdipapircentral- og clearingvirksomhed træder loven dog senest i kraft den 1. juni 1997. Loven skal dog senest være trådt i kraft den 1. juni 1996 med undtagelse af § 6, stk. 3, der træder i kraft den 1. juni 1997.

Stk. 2. Erhvervsministeren kan helt eller delvis ophæve lov om Københavns Fondsbørs, jf. lovbekendtgørelse nr. 713 af 8. september 1993, lov om en værdipapircentral, jf. lovbekendtgørelse nr. 807 af 6. oktober 1993, samt lov 213 af 10. april 1991 om prospekter ved første offentlige udbud af visse værdipapirer. *Stk. 3.* § 105, nr. 1, 3-9, 12 og 13, § 106, nr. 1, § 107, § 108, nr. 1, 2 og 4, § 109, § 110, § 112, nr. 2, og § 115 har virkning fra og med indkomståret 1997, jf. dog stk. 6 og 7.

Stk. 4. § 105, nr. 10, har virkning for selskaber og foreninger m.v., der fra og med bestemmelsens ikrafttræden bliver omfattet af selskabsskattelovens § 35 K. *Stk. 5.* § 112, nr. 1, har virkning fra og med indkomståret 1988.

Stk. 6. Ved omdannelse af Københavns Fondsbørs og Værdipapircentralen til et aktieselskab inden den 1. januar 1997 fin-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

der fusionsskattelovens § 14 h, stk. 3, som affattet ved denne lovs § 112, nr. 2, tilsvarende anvendelse.

Stk. 7. Ved omdannelse af Garantifonden for Danske Optioner og Futures til et aktieselskab inden den 1. januar 1997 finder fusionsskattelovens § 14 h som affattet ved denne lovs § 112, nr. 2, tilsvarende anvendelse.

§ 127 **[Overgangsbestemmelser].** Uanset bestemmelserne i § 7, nr. 1, og § 8, stk. 2, nr. 1 og 2, kan Københavns Fondsbørs udøve børsvirksomhed indtil 1. juli 1997. Ved udøvelsen af denne virksomhed betragtes Københavns Fondsbørs som en fondsbørs efter denne lov.

Stk. 2. Uanset bestemmelserne i § 7, nr. 5 og 6, og § 8, stk. 2, nr. 1 og 2, kan Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures fortsat udøve værdipapirclearingvirksomhed. Ved udøvelsen af denne virksomhed betragtes Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralen som clearingcentraler efter denne lov.

Stk. 3. Uanset bestemmelserne i § 7, nr. 6, og § 8, stk. 2, nr. 1 og 2, kan Værdipapircentralen fortsat udøve registreringsvirksomhed. Ved udøvelsen af denne virksomhed betragtes Værdipapircentralen som en værdipapircentral efter denne lov.

Stk. 4. Ved omdannelse af Københavns Fondsbørs til et aktieselskab har medarbejderne i aktieselskabet ret til at udpege et bestyrelsesmedlem. Ved omdannelse af Værdipapircentralen til et aktieselskab har medarbejderne i aktieselskabet ret til at udpege to bestyrelsesmedlemmer. *Stk. 5.* Stk. 4 finder anvendelse i en periode på tre år fra omdannelsen, hvorefter selskabets medarbejderes ret til at blive repræsenteret i bestyrelsen reguleres af aktieselskabslovens bestemmelser.

§ 127 a **[Værdipapircentralen].** Værdipapircentralen er en privat selvejende institution. De nærmere regler om Værdipapircentralen og dens virksomhed fastsættes af centralens bestyrelse i en vedtægt, der godkendes af Finanstilsynet.

Stk. 2. Værdipapircentralen ledes af en bestyrelse på indtil 14 medlemmer og en direktion.

Stk. 3. De i bestyrelsen behandlede anliggender afgøres, for så vidt der ikke efter vedtægterne kræves særligt stemmeflertal, ved simpelt flertal. Det kan i vedtægterne bestemmes, at formandens stemme er afgørende i tilfælde af stemmelighed.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 4. Økonomiministeren udnævner for tre år af gangen formanden for bestyrelsen og de øvrige bestyrelsesmedlemmer, jf. dog stk. 5-9. Af medlemmer udnævnes fire efter indstilling fra organisationer, der repræsenterer udstederne af fondsaktiverne, fire efter indstilling fra organisationer, der repræsenterer de i § 62, stk. 1, nr. 2 og 3, nævnte kontoførende institutter, og ét efter indstilling fra Danmarks Nationalbank. To af medlemmerne udnævnes med særlig henblik på at varetage interesser for ejerne af fondsaktiverne. For medlemmer skal udnævnes stedfortrædere.

Stk. 5. Værdipapircentralens arbejdstagere har ret til i overensstemmelse med stk. 6-9 at vælge to medlemmer af bestyrelsen og stedfortrædere for disse blandt centralens arbejdstagere.

Stk. 6. Mindst halvdelen af arbejdstagerne skal stemme for en beslutning om at udnytte retten efter *Stk. 5.* Beslutningen meddeles skriftligt til bestyrelsen.

Stk. 7. Arbejdstagernes valg af bestyrelsesmedlemmer og stedfortrædere sker ved skriftlig og hemmelig afstemning. Medlemmerne indtræder i bestyrelsen en måned efter, at denne har fået skriftlig meddelelse om de pågældendes navn og bopæl.

Stk. 8. De bestyrelsesmedlemmer, der vælges af arbejdstagerne, udpeges for tre år ad gangen blandt de arbejdstagere, der i det sidste år før valget har været ansat i Værdipapircentralen.

Stk. 9. Økonomiministeren fastsætter regler om

1. hvem der anses som arbejdstager,
2. den nærmere gennemførelse af valg efter stk. 6 og 7,
3. muligheden for at undlade afholdelse af valg i henhold til stk. 7, såfremt der kun er opstillet det antal kandidater, der skal vælges som bestyrelsesmedlemmer og som stedfortrædere,
4. retlig beskyttelse i ansættelsen for de arbejdstagervalgte bestyrelsesmedlemmer, idet uoverensstemmelse om beskyttelsen og om brud på eller fortolkningen af reglerne afgøres ad fagretlig vej, og
5. under hvilken form Værdipapircentralens arbejdstagere skal orienteres om centralens forhold.
6. *Stk. 10.* Bestyrelsen ansætter direktionen og sørger for, at Værdipapircentralens virksomhed udøves forsvarligt i overensstemmelse med lovens og Værdipapircentralens vedtægter.

Stk. 11. Direktion en varetager den daglige ledelse af Værdipapircentralen i overensstemmelse med bestyrelsens retningslinjer og anvisninger.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 128 **[Omdannelse efter §§ 101 og 104].** For aktieselskaber, der oprettes i henhold til § 101 eller § 104, kan Finanstilsynet uanset bestemmelserne i § 8, stk. 2, nr. 2, meddele tilladelse til udøvelse af henholdsvis børsvirksomhed, værdipapirclearingvirksomhed og registreringsvirksomhed, såfremt den ansvarlige kapital i selskabet på tilladelsestidspunktet mindst udgør 40 mio. kr. Heraf skal et beløb på mindst 16 mio. kr. være aktiekapital.

§ 129 **[Overgangsbestemmelse].** Bestemmelsen i § 6, stk. 3, 1. pkt., vedrørende kundesamtykke finder anvendelse på nye kundeforhold indgået efter bestemmelsens ikrafttræden. For eksisterende kundeforhold skal der senest 18 måneder efter, at § 6, stk. 3, 1. pkt., er trådt i kraft, være indhentet samtykkeerklæring fra den enkelte kunde, såfremt en værdipapirhandler opbevarer kundens værdipapirer i samledepot.

§ 130 **[Færøerne og Grønland].** Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, men kan med undtagelse af §§ 105-115, § 123 og § 125 ved kongelig anordning sættes i kraft for disse landsdele med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger.

Stk. 2. § 125 kan ved kongelig anordning sættes i kraft for Færøerne med de afvigelser, som de særlige færøske forhold tilsiger.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 1

Værdipapirhandel

§ 1 **[Anvendelsesområde]** Denne lov finder anvendelse på værdipapirhandel.

Stk. 2. Ved værdipapirhandel forstås

1. offentligt udbud af værdipapirer,
2. køb og salg for egen eller tredjemands regning af værdipapirer,
3. formidling af køb og salg af værdipapirer,
4. erhvervsmæssig rådgivning vedrørende værdipapirer,
5. porteføljepleje samt
6. afgivelse af emissionsgarantier.

Stk. 3. Loven finder endvidere anvendelse på børsvirksomhed, clearingvirksomhed, registreringsvirksomhed m.v. og registrerede betalingssystemer.

Til § 1, stk. 1: Værdipapirhandel

Grundlæggende skal der ved værdipapirhandel forstås offentligt udbud (primære marked) af og handel (sekundære marked) med **værdipapirer**, jf. om dette begreb § 2, samt visse tjenesteydelser forbundet hermed som præciseret i § 1, stk. 2 og 3.

Til § 1, stk. 2: Definition af værdipapirhandel

Ved **værdipapirhandel** forstås offentligt udbud, køb og salg for egen eller tredjemands regning, formidling eller erhvervsmæssig rådgivning, porteføljepleje eller udstedelse af emissionsgaranti, alt vedrørende værdipapirer.

VHL gælder for **al værdipapirhandel**, jf. VHL § 1. Værdipapirhandelsbegrebet er således ikke selvstændigt knyttet til værdipapirets optagelse til notering og/eller handel på en fondsbørs eller anden form for reguleret marked. Formidling af køb og salg af værdipapirer samt erhvervsmæssig rådgivning vedrørende værdipapirer falder ligeledes ind under begrebet værdipapirhandel. Samtlige aktiviteter og tjene-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

steydelser 1)-6) er omfattet af MiFID direktivet (2004/39), jf. bilag I, afsnit A, jf. afsnit C, og betyder, at aktiviteten eller tjenesteydelsen kan udøves frit i hele EU på baggrund af hjemlandstilladelse til at udøve den pågældende aktivitet eller tjenesteydelse. Dette skyldes ikke en simpel tilfældighed, men at samspillet mellem det tidligere ISD direktiv (93/22) og VHL ikke blot er videreført mellem VHL og MiFID, der afløser ISD, men er udvidet. Investeringsrådgivning, der ikke var omfattet af ISD, er nu omfattet af MiFID. Der er dog den forskel, at VHL omfatter aktiviteterne, selvom de ikke udøves som led i et erhverv, med undtagelse af rådgivning vedrørende værdipapirer, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1972.

Til § 1, stk. 2, nr. 1: Offentligt udbud af værdipapirer

Det afgørende er, om udbuddet er rettet mod offentligheden. Udbuddet kan således vedrøre allerede udstedte værdipapirer, ligesom værdipapirerne kan udstedes i forbindelse med udbuddet, jf. *FT 1995-96, till A*, s. 1972. Ved selvstændigt at medtage offentligt udbud af værdipapirer inddrages udbuds- og prospektkrav under lovens anvendelsesområde, ligesom udstederen/udbyderen af et værdipapir vil være omfattet af loven, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1972. Hvorvidt der er tale om udbud til **offentligheden**, kan afgrænsningsmomenter findes i prospektbekendtgørelsen, bkg. 306 af 28. april 2005. Ligeledes bemærkes, at prospektpligten ikke gælder for kvalificerede investorer, jf. prospektbkg. § 2.

Begrundelsen for at undtage kvalificerede investorer er, at sådanne investorer skønnes at besidde de nødvendige kompetencer og ressourcer til at foretage en oplyst investeringsbeslutning uden, at dette skal ske på baggrund af et prospekt underlagt præceptiv regulering. Prospektet er med andre ord overflødigt og kan derfor spares væk.

Derudover gælder prospektpligten ikke ved udbud af værdipapirer, der er rettet til færre end 100 fysiske eller juridiske personer pr. land indenfor EU eller pr. land, som EU har indgået aftale med på det finansielle område, som ikke er kvalificerede investorer. Dette gælder også udbud af værdipapirer, der er rettet til investorer, som erhverver værdipapirer for i alt mindst 50.000 euro pr. investor for hvert særskilt udbud og udbud af værdipapirer, hvis pålydende værdi pr. værdipapir beløber sig til mindst 50.000 euro.

Det er dog i alle tilfælde vigtigt at bemærke, at der ved hvert eneste udbud skal tages særskilt stilling til, om udbuddet er rettet til offent-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ligheden, også selvom der kun er tale om et videresalg af allerede udbudte værdipapirer, jf. prospektbkg. § 11, stk. 2.

Til § 1, stk. 2, nr. 2: Køb og salg af værdipapirer for egen eller tredjemands regning

Til trods for at bestemmelsen benytter begreberne *køb* og *salg*, må det relevante kriterium være at konstatere, om der sker en forskydning eller forrykning af værdipapirer som konsekvens af en transaktion mellem forskellige parter. Sammenholdes § 1, stk. 2, nr. 2, med § 1, stk. 1, nr. 1, omfatter værdipapirhandelsloven ifølge disse to bestemmelser følgende 4 transaktioner:

1. udbud af et værdipapir til offentligheden uden at værdipapiret samtidigt hermed eller efterfølgende optages til notering og/eller handel på et reguleret marked eller en alternativ markedsplads,
2. udbud til offentligheden af et værdipapir, som samtidig hermed eller efterfølgende optages til notering og/eller handel på et reguleret marked eller en alternativ markedsplads,
3. handel med et værdipapir, som er optaget til notering og/eller handel på et reguleret marked eller en alternativ markedsplads, også selvom der ikke forudgående er foretaget et offentligt udbud af papiret, samt
4. køb og salg af et værdipapir selvom papiret er ikke optaget til notering og/eller handel på et reguleret marked eller en alternativ markedsplads.

Til § 1, stk. 2, nr. 3: Formidling af køb og salg af værdipapirer

Det er ikke afgørende om formidlingen faktisk medfører en egentlig værdipapirtransaktion, men blot at formidlingen har tilsigtet dette, og at denne formidling har været sat i værk af enten køber og/eller sælger af de relevante værdipapirer, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1973.

Til § 1, stk. 2, nr. 4: Erhvervsmæssig rådgivning vedrørende værdipapirer

Ikke-erhvervsmæssig rådgivning er ikke omfattet. Rådgivning vedrørende værdipapirer, der ydes som bierhverv, eller som ydes som led i forbindelse med anden erhvervsmæssig rådgivning, er også omfattet af erhvervsmæssig rådgivning vedrørende værdipapirer. Denne bestemmelse inddrager derfor blandt andet rådgivning vedrørende værdipapirer fra advokater, revisorer og ejendomsmæglere i forbindelse med

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

anden erhvervsmæssig rådgivning under lovens anvendelsesområde. Mens værdipapirhandlere, jf. § 4, er underlagt Finanstilsynets virksomhedstilsyn som følge af bestemmelser i de særlige virksomhedslove, vil advokater, revisorer og ejendomsmæglere, som foretager erhvervsmæssig rådgivning vedrørende værdipapirer, ikke være underlagt noget finansielt tilsyn for den del af deres virksomhed som omfattes af § 1, stk. 2, nr. 4.

Til § 1, stk. 2, nr. 5: Porteføljepleje

Virksomhed der udøves ved at passe værdipapirbeholdninger. Som nævnt var porteføljepleje også en tjenesteydelse selvstændigt omfattet af ISD. Definitionen, som lyder »porteføljepleje i henhold til den enkelte kundes afgivne mandat med skønsmæssige beføjelser, såfremt sådanne porteføljer omfatter et eller flere finansielle instrumenter«, jf. MiFID, art. 4(1) nr. 9. EF-Domstolen har i afgørelse af 22. november 2002 i sag C-356/00 fastslået, at lovgiver frit kan udvide definitionen, hvis det klart fremgår af national ret. Da lovgiver ikke klart har angivet en anden definition, må ISD's definition for så vidt stadig være gældende vedrørende skøn og instruks, jf. EFD's fortolkning af »porteføljepleje« efter definitionen i dagældende ISD, bilag I, afsnit A i C-356/00, *Testa & Lazzeri*.

Til § 1, stk. 2, nr. 6: Afgivelse af emissionsgarantier

I forbindelse med emission af værdipapirer, ønsker udstederen som oftest, at et vist minimum af de udstedte værdipapirer tegnes. For at sikre denne minimumstegning får udstederen en garant, typisk en bankforbindelse eller et konsortium deraf ved større udbud, til at garantere denne minimumstegning. Det vil sige, at garanten tegner den del af de udstedte værdipapirer, der ikke er blevet tegnet ved emissionen, indtil minimumstegningen nås. Emissionsgarantier er almindeligt anerkendt, men har i forbindelse med de betalingsaftaler, der indgås mellem udstederen og garanten, fået drejet en smule skepsis over på sig, idet disse betalingsaftaler afhængig af deres udformning kan være i strid med selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2.

Til § 1, stk. 3: Videre anvendelsesområde

Udover værdipapirhandel finder loven også anvendelse på de aktørers virksomhed, der gør en mere organiseret værdipapirhandel mulig, herunder blandt andet registrering, clearing, regulerede markeder og

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

andre markedsformer. Registrerede betalingssystemer blev indsat ved lov 453 af 10. juni 2003 om finansiel virksomhed.

§ 2 **[Instrumenter]** Denne lovs bestemmelser om værdipapirer finder anvendelse på følgende instrumenter:

1. Aktier og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse,
2. obligationer og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse,
3. andre værdipapirer, der omsættes og hvormed værdipapirer som nævnt under nr. 1 eller 2 kan erhverves ved tegning, ombytning eller kontant betaling,
4. andele i investeringsforeninger, specialforeninger, godkendte fåmandsforeninger, hedgeforeninger, udenlandske investeringsinstitutter og andre kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.,
5. pengemarkedsinstrumenter, der er optaget til notering på en fondsbørs, samt indlånsbeviser og commercial papers,
6. finansielle futures og tilsvarende instrumenter,
7. fremtidige renteaftaler (FRA-kontrakter),
8. rente- og valutaswaps samt swaps på aktier og aktieindeks,
9. råvareinstrumenter mv., herunder tilsvarende instrumenter der afregnes kontant,
10. optioner på at erhverve eller afhænde et værdipapir, der falder ind under nr. 1-9, og optioner på aktie- og obligationsindeks, herunder tilsvarende instrumenter, der afregnes kontant,
11. omsættelige pantebreve med pant i fast eller løsøre og
12. andre instrumenter og kontrakter efter Finanstilsynets beslutning.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte regler om, at nærmere bestemte instrumenter undtages fra denne lov.

Til § 2, stk. 1: Definition af værdipapirer

Loven omfatter en lang række **typer af værdipapirer**, jf. VHL § 2, og af hensyn til fleksibiliteten er der indført en adgang til at inddrage og undtage nærmere bestemte værdipapirer, jf. henholdsvis lovens § 2, stk. 1, nr. 12 og § 2, stk. 2.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Lovens definition af værdipapirer kan ikke umiddelbart anvendes uden for dens område, f.eks. er værdipapirer en del af overbegrebet »instrumenter« i både ISD og MiFID. Dette til trods er mange af de i loven nævnte værdipapirer hentet fra ISDs og nu MiFIDs definition deraf. Det betyder, at der ved fastlæggelsen af, om et givent instrument er et værdipapir i lovens forstand, skal tages hensyn til om instrumentet 1) har et finansielt sigte, 2) er standardiserede og 3) kan omsættes på kapitalmarkedet, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1974 og MiFID art. 4(1), nr. 18.

Der stilles ikke krav om, at de omfattede værdipapirer mv. skal være omsættelige, men omsættelighed trækker dog i retning af, at papiret eller kontrakten er omfattet af lov om værdipapirhandel mv. Når det tages i betragtning, at formålet med loven er at regulere hele værdipapirmarkedet, kan det med en vis ret i en formålsfortolkning antages, at værdipapirer skal forstås i endda meget bred forstand.

Til § 2, stk. 1, nr. 1: Aktier og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse

Ikke kun aktier men også aktielignende værdipapirer er omfattet af denne bestemmelse. Det gælder **ejerandele** i **kapitalselskaber**, såsom aktieselskaber, anpartsselskaber og kommanditselskaber, men ikke f.eks. interessentselskaber. Det forudsætter dog stadig, at de tre grundlæggende betingelser er opfyldt.

I *Fondsrådets beretning 2003.13* vurderede Fondsrådet, hvorvidt foreningsandele i en bestemt forening, der ikke var en investeringsforening eller specialforening, var et værdipapir omfattet af bestemmelsen i VHL § 2 om definition af værdipapirer. Efter at have undersøgt foreningens formelle struktur kom Fondsrådet frem til, at 1) foreningsandelene havde et finansielt sigte, at 2) andelene var standardiserede, at der 3) alene hæftedes for det indskudte beløb, og at 4) foreningsandelene var omsættelige på et kapitalmarked i bred forstand. Betingelserne 1), 2) og 4) svarer meget præcist til betingelserne 1)-3) som nævnt ovenfor, der skal være opfyldt for, at et instrument er et værdipapir. Fondsrådets betingelse 3) må derfor være en betingelse for, at et givent værdipapir kan karakteriseres som en **aktie** eller et aktielignende værdipapir.

Andelsbeviser i andelsboligforeninger eller lignende boligforeninger er ikke omfattet af bestemmelsen, da disse ikke normalt har et

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

fornødent finansielt sigte, men derimod er kædet sammen med en boligret.

For så vidt angår anparter i et anpartsselskab, er det fastslået i en ældre kendelse fra Erhvervsankenævnet af 21. juni 1993, 92-67.899, både med henvisning til lovforarbejder til ApL og forarbejderne til prospektdirektivet (2003/71), at anparterne ikke er omfattet af § 2, stk. 1, nr. 1.

Senere er Erhvervsankenævnet i kendelse af 14. oktober 1997, *Årsberetningen 1997* s. 124, nået frem til det modsatte resultat fsva brugte anparter. Selskabet formidlede køb og salg af brugte skibsanparter. Nævnet lagde vægt på, at udstedelse af anparter har et finansielt sigte, og at anparter må betragtes som værdipapirer. Formidling af dem krævede derfor tilladelse som fondsmægler, medmindre undtagelserne i Finanstilsynets bkg. nr. 721 af 31. juli 1996 kunne finde anvendelse. Da selskabet ikke var omfattet af et fagetisk kodeks, kunne undtagelserne ikke anvendes. Det skal bemærkes, at anparterne var i skibskommanditselskaber, og at der var tale om et meget betydeligt antal skibsanparter. Afgørelsen har derfor et vist ikke uvæsentligt konkret præg.

Endelig kom Fondsrådet i *beretning* 1999.27 frem til, at andele i et pengeinstitut havde karakteristika meget lig anparter og derfor var undtaget prospektpligten efter kap. 12. Dette resultat støttede Fondsrådet blandt andet på den fortolkning, som Erhvervsankenævnet havde anlagt i *kendelse* af 21. juni 1993. 92-67.899 om anparters manglende karakter af værdipapirer.

På baggrund af ovennævnte kendelser, der alle er meget konkret begrundede, kan det formentlig således udledes, at anparter som klar hovedregel ikke er et værdipapir i lovens forstand, men kan blive det, såfremt udbuddet og den forventede omsætning af anparterne er ganske betydeligt, og at de er let tilgængelige for kapitalmarkedet, hvilket særligt gør sig gældende for kommanditanparter, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1974.

Til § 2, stk. 1, nr. 2: Obligationer og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse

Bl.a. realkreditobligationer, statsobligationer og erhvervsobligationer.

Om præmieobligationer se Erhvervsankenævnets kendelse af 1. december 1997, *Årsberetningen 1997* s. 132, der statuerede, at også præmieobligationer omfattes af værdipapirbegrebet, og at et fonds-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

mæglerselskab, der drev virksomhed med formidling af salg af præmieobligationer hovedsageligt til privatpersoner, derfor skulle overholde VHL § 38, hvorefter selskabets kunder skal legitimere sig ved at oplyse blandt andet CPR-nr., når der optages forretningsmæssig forbindelse med dem.

Fondsrådets afgørelse af 10. april 2002 fastslår tillige, at Equity Linked Notes, der er indeksbaserede obligationer med fast løbetid, som kan tilpasses den enkelte investors behov og således være under eller over et år, er omfattet af bestemmelsen. Obligationen består af en hovedstol med en fast rente og en variabel rente baseret på et aktieindeks. Ved udløbet af løbetiden får ejeren krav på udbetaling af hovedstolen og den faste rente, mens kravet på den variable rente afhænger af udviklingen på aktieindekset.

Til § 2, stk. 1, nr. 3: Andre værdipapirer, der omsættes og hvormed værdipapirer som nævnt under nr. 1 eller 2 kan erhverves ved tegning, ombytning eller kontant betaling

Andre omsættelige værdipapirer, som giver ret til at erhverve aktier og obligationer mv., jf. § 2, stk. 1, nr. 3, er blandt andet tegningsretter, aktiebeviser, aktieretter, covered warrants, obligationer med warrants og konvertible obligationer, *FT 1995-96, til. A*, s. 1974.

Ved warrant forstås en tegningsret, der oftest udstedes i tilknytning til en aktie eller obligation og giver ret til inden for en afgrænset tidsperiode at købe et værdipapir eller et andet specificeret finansielt gode til en fastsat pris.

I modsætning til warrants udstedt af aktieselskabet selv med mulighed for senere at erhverve aktier i selskabet, er en covered warrant ikke et selskabsretligt instrument. Covered warrants er optioner, som giver indehaveren mulighed for at erhverve et underliggende aktiv. Udstederen af en covered warrant har, ud over valget af aktivet, ingen relation til det underliggende aktiv i øvrigt.

Værdipapirerne nævnt i § 2, stk. 1, nr. 3, er omsættelige i værdipapirhandelslovens forstand, selvom der til værdipapirerne er knyttet en omsættelighedsbegrænsning i selskabsretlig forstand, f.eks. derved at der stilles krav om samtykke ved overdragelse, jf. ASL § 20, eller at der til værdipapiret er knyttet en forkøbsret, jf. ASL § 19.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 2, stk. 1, nr. 4: Andele i investeringsforeninger, specialforeninger, godkendte fåmandsforeninger, hedgeforeninger, udenlandske investeringsinstitutter og andre kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv.,
Bestemmelsen er senest ændret ved lov 1171 af 19. december 2003, der gennemførte collateral-direktivet (2002/47), dele af finality-direktivet (98/26) og livsforsikringsdirektivet (2002/83). Den er bragt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv., (LIS), jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 293. Det betyder, at andele i fx hedgeforeninger også er omfattet, jf. lov 411 af 1. juni 2005. Se for en gennemgang af reglerne om hedgeforeninger, *Erik Banner-Voigt, Dan Moalem, Ulrich Hejle og Kim Høibye,* R&R nr. 11, s. 58ff.

Til § 2, stk. 1, nr. 5: Pengemarkedsinstrumenter, der er optaget til notering på en fondsbørs, samt indlånsbeviser og commercial papers
Ved pengemarkedsinstrumenter i § 2, stk. 1, nr. 5, forstås de instrumenter, som normalt omsættes på pengemarkedet, f.eks. skatkammerbeviser. Det er kun de pengemarkedsinstrumenter, der er noteret på en fondsbørs, samt noterede og unoterede indlånsbeviser (certificates of deposit) og commercial papers, der er omfattet af bestemmelsen, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1974 ff.

Ved commercial papers forstås omsættelige kortfristede gældsbreve med løbetid fra 7 til 270 dage, i Euromarkedet dog til 356/366 dage, udstedt fortrinsvis af private selskaber, og normalt med et mindste pålydende på USD 500.000. Kontrabøger eller lignende uden tilknytning til pengemarkedet er ikke omfattet af definitionen.

Til § 2, stk. 1, nr. 6: Finansielle futures og tilsvarende instrumenter
Futureslignende instrumenter omfatter kontrakter, som afregnes kontant på grundlag af et af følgende elementer:
- rentesats,
- valutakurs,
- kursen på et værdipapir samt
- andre indeks, der gælder for værdipapirer.

Fondsrådet har i brev af 29. august 2002, jf. Fondsrådets *brev* af 7.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

marts 2002 vedrørende fortolkning af, hvilke afledte instrumenter der er omfattet af VHL, slået fast, at Forward Rate Transaction, Cap Transaction, Floor Transaction, og Collar Transaction er omfattet af § 2, stk. 1, nr. 6, under forudsætning af, at der sker en kontant differenceafregning ved terminering af kontrakten.

Til § 2, stk. 1, nr. 7: Fremtidige renteaftaler (FRA-kontrakter)

Omfatter fremtidige renteaftaler (FRA-kontrakter), hvilket vil sige aftaler, der med basis i en referencerente fastlægger renten for en given fremtidig periode. FRA-kontrakter har egenskaber svarende til rentefutures, herunder CIBOR-futures, og afregnes ligeledes kontant på udløbstidspunktet, ved at køber henholdsvis sælger af kontrakten kompenserer modparten for forskellen mellem den aftalte rente og referencerenten. FRA-kontrakter adskiller sig typisk fra futures ved i Danmark ikke at være børsnoterede og ved ikke at være garanterede af clearinghuse, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1975.

CIBOR er Copenhagen Inter Bank Offered Rate, dvs. udlånsrenten på Eurovalutaer i interbankmarkedet i København.

Til § 2, stk. 1, nr. 8: Rente- og valutaswaps samt swaps på aktier og aktieindeks

Disse er kendetegnet ved aftaler om enten udveksling af rene rentebetalinger eller udveksling af hovedstole og rentebetalinger denomineret i forskellig valuta. Rente- og valutaswaps, som her angivet, omfatter alene de såkaldte låneswaps i modsætning til de såkaldte korte valutaswaps, hvor der udveksles likviditet mod sikkerhed i fremmed valuta. Ligesom swaps anvendes i forbindelse med rentebærende instrumenter, kan swaps på tilsvarende måde anvendes i relation til aktier og aktieindeks.

Swap betyder at bytte. En swap er en selvstændig finansiel transaktion, der kan benyttes til omlægning af rente- og valutabasis for såvel passiver som aktiver.

Fondsrådet har fundet, at Interest Rate Swap, Basis Swap og Equity eller Equity Index Swap er omfattet af VHL § 2, stk. 1, nr. 8, jf. Fondsrådets brev af 29. august 2002, jf. Fondsrådets brev af 7. marts 2002 vedrørende fortolkning af, hvilke afledte instrumenter der er omfattet af VHL.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 2, stk. 1, nr. 9: Råvareinstrumenter mv., herunder tilsvarende instrumenter, der afregnes kontant

Råvareinstrumenter mv., der svarer til det engelske begreb »commodities«, er fx afledte finansielle instrumenter, hvis værdi fastsættes på grundlag af nærmere bestemte råvarepriser eller andre prisindeks uden hensyntagen til, om de er med levering eller kontantomregning. Der kan være tale om afledte kontrakter på egentlige råvarer, metaller og landbrugsvarer m.v, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1975.

Råvareinstrumenter var ikke omfattet af ISD, men er nu omfattet af MiFID.

Til råvarerne henføres også fx forwards eller futures på en el-børs, fx Nord Pool, idet omsættelige råvareinstrumenter omfattes af værdipapirbegrebet, jf. Fondsrådets *årsberetning* 1999, pkt. 2.3.

Commodity Swap og Bullion Option er i henhold til Fondsrådets *afgørelse* af Fondsrådets *brev* af 29. august 2002, jf. Fondsrådets *brev* af 7. marts 2002 omfattet af VHL § 2, stk. 1, nr. 9, forudsat at der for en Bullion Option finder kontant afregning sted. Tilsvarende er Bullion Trade omfattet af § 2, stk. 1, nr. 9. Det var Fondsrådets vurdering, at de pågældende kontrakter vil kunne sidestilles med råvareinstrumenter under forudsætning af, at kontrakterne afregnes kontant.

Til § 2, stk. 1, nr. 10: Optioner på at erhverve eller afhænde et værdipapir, der falder ind under nr. 1-9, og optioner på aktie- og obligationsindeks, herunder tilsvarende instrumenter, der afregnes kontant

Bestemmelsen omfatter udover værdipapiroptioner og optioner på aktie- og obligationsindeks også valuta- og renteoptioner, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1975.

En option er en kontrakt, der giver ejeren retten til, men ikke pligten til, at købe (call option) eller sælge (put option) et finansielt instrument eller en valuta til en aftalt pris på et aftalt fremtidigt tidspunkt. Modparten er naturligvis forpligtet til at opfylde ejerens ret.

Fondsrådet har fundet, jf. Fondsrådets *brev* af 29. august 2002, jf. Fondsrådets *brev* af 7. marts 2002 vedrørende fortolkning af, hvilke afledte instrumenter,der er omfattet af VHL at, Equity Option, Equity Index Option, Bond Option og Interest Rate Option er omfattet af VHL § 2, stk. 1, nr. 10.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 2, stk. 1, nr. 11: Omsættelige pantebreve med pant i fast ejendom eller løsøre

Hovedområdet for bestemmelsen er det ordinære pantebrev med pant i fast ejendom og løsøre. Uden for falder ejerpantebreve med pant i fast ejendom eller løsøre samt pantebreve, der ifølge bestemmelse i pantebrevet ikke er omsætteligt, fx visse pantebreve udstedt til realkreditinstitutter.

Pantebreve omfattes som nævnt af værdipapirbegrebet, uanset at de ikke omfattes af investeringsservicedirektivet eller MiFID. Værdipapirhandleres eneret til erhvervsmæssig værdipapirhandel med henvendelse til offentligheden omfatter dog ikke pantebreve, jf. VHL § 4, stk. 1, modsætningsvis.

Til § 2, stk. 1, nr. 12: Andre instrumenter og kontrakter, der efter Finanstilsynets beslutning er omfattet af loven

Med bestemmelsen sikres det, at nye instrumenter og kontrakter, som måtte fremkomme, efter Finanstilsynets bestemmelse kan inddrages under loven, uden at en lovændring bliver nødvendig. Forarbejderne overvejede fx forureningslicenser og indeks af forskellig art, såsom katastrofe- og regnvejrsindeks, jf. *FT 1995-96. till. A*, s. 1975.

Fondsrådet har i *brev* af 29. august 2002, jf. Fondsrådets *brev* af 7. marts 2002 vedrørende fortolkning af, hvilke afledte instrumenter der er omfattet af VHL, truffet beslutning om, at derivaterne Credit Default Swap, Credit Default Basket Swap, Total Return Swap og Credit Default Option er omfattet af VHL § 2, stk. 1, nr. 12. Fondsrådet lagde følgende til grund for afgørelsen:

Total Return Swap:

En total return swap er en bilateral aftale om udveksling af betalingsrækker plus ændringer i værdien (kursen) af to gældsinstrumenter. Udbetalingerne er betingelsesløse, bortset fra at det kan være aftalt, at swap'en terminerer, såfremt en på forhånd defineret kredithændelse indtræffer. Et sådant instrument adskiller sig i princippet ikke fra andre swaps.

Credit Default Options, Credit Default Swaps, Credit Default Basket Swap:

Fælles for disse kontrakter (credit-default-produkter) er, at betalingen fra den ene part til den anden part (eller muligheden for at udnytte en

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

option for så vidt angår credit default optioner) er betinget af, at en på forhånd defineret kredithændelse indtræffer. Fondsrådet mente ikke, at der var nogen principiel forskel mellem de tre nævnte produkter for så vidt angår spørgsmålet om VHL § 2, stk. 1.

Således vurderede Fondsrådet, at der for credit-default-produkter – i modsætning til finansgarantier – i dag eksisterer et marked, hvor credit-default-produkter omsættes mellem banker, bl.a. gennem back-to-back kontrakter, der afregnes kontant.

Herved kan credit-default-produkter afgrænses fra finansgarantier. Kontrakternes parter har således til enhver tid og hver for sig mulighed for at lukke kontrakten på markedsvilkår ved at indgå en modgående kontrakt, der – uanset afregningsform – løbende kan opgøres kontant. De pågældende kontrakter var således omfattet af VHL § 2, stk. 1, nr. 12, forudsat at de ovennævnte betingelser om omsætning og kontant afregning opfyldtes.

I en anden afgørelse fra 2002 udtalte Fondsrådet, at en rentesikringsobligation udgjorde et fondsaktiv, hvorfor det måtte anses for omfattet af VHL § 2, stk. 1, nr. 12. Konkret var der tale om et finansielt, frit omsætteligt instrument, som rettede sig mod pensionsselskaber til afdækning af risikoen i forbindelse med en garanteret mindsterente eller ydelse til pensionsforsikrede, hvor det pågældende pengeinstitut skulle stå for udstedelsen af værdipapiret. Til støtte for kategoriseringen som fondsaktiv anførte Fondsrådet, at det finansielle instrument havde væsentlige lighedspunkter med de såkaldte »renteswaps«, og at der var tale om et værdipapir med et finansielt formål, som skulle omsættes på det finansielle kapitalmarked, jf. *Fondsrådets afgørelse af den 2. maj 2002.*

Til § 2, stk. 2: Bestemte instrumenter, som Finanstilsynet har besluttet ikke skal omfattes af loven

Systemet er således, at en lang række typer af værdipapirer (»instrumenter«) definitorisk er omfattet af VHL, og at der herudover er givet Finanstilsynet kompetence til at **inddrage andre instrumenter og kontrakter**. Tilsvarende er Finanstilsynet beføjet til at **undtage bestemte former for værdipapirer (»instrumenter«)** fra VHL. Det skal ikke nægtes, at en sådan kompetence til at inddrage hhv. undtage bestemte typer af værdipapirer fra en lovs anvendelsesområde må betegnes som temmelig vidtgående og ekstraordinær. Det må kunne

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

forventes, at en sådan kompetence bliver administreret med tilbageholdenhed og alene på grundlag af et påvist praktisk behov.

Fondsrådet, der tidligere besad kompetencen, har i afgørelse af 24. september 2001 fundet, at VE-beviser (beviser for vedvarende energi) ikke er omfattet af § 2, stk. 1, nr. 1-11, og at de heller ikke skal være omfattet af § 2, stk. 1, nr. 12.

§ 2 a Ved værdipapirer, der er kapitalandele, forstås i kapitel 6 og i regler udstedt i medfør af § 23, stk. 8 og 9, og § 24, stk. 2, aktier og andre omsættelige værdipapirer svarende til aktier samt enhver anden form for omsættelige værdipapirer, der giver ret til at erhverve et af førnævnte værdipapirer som følge af en konvertering eller udøvelse af de tilknyttede rettigheder, forudsat at sidstnævnte form for værdipapirer er udstedt af udstederen af de underliggende aktier eller af en enhed, der tilhører samme koncern som nævnte udsteder.

Stk. 2. Ved værdipapirer, der ikke er kapitalandele, forstås i kapitel 6 og i regler udstedt i medfør af § 23, stk. 8 og 9, og § 24, stk. 2, alle andre værdipapirer end anført i stk. 1.

Til § 2 a, stk. 1: Værdipapirer, der er kapitalandele

Bestemmelsen knytter sig til kapitel 6 om prospekter og skal derfor anvendes til at fastslå, hvilke kapitalandele der omfattes af reglerne om prospekter, og hvilke der ikke gør, jf. stk. 2. Bestemmelsen blev indført ved lov 1460 af 22. december 2004 mhp. implementering af prospektdirektivet.

Ved koncern må forstås den i AL § 2 fastsatte definition.

Til § 2 a, stk. 2: Værdipapirer, der ikke er kapitalandele

Bestemmelsen må af lovgiver være indsat for fuldstændighedens skyld og for at understrege § 2 a tilknytningen til prospektreguleringen.

§ 2 b Ved udbud af værdipapirer til offentligheden forstås i denne lov enhver henvendelse til fysiske og juridiske personer i enhver form og ad enhver vej med fyldestgørende oplysninger om udbudsbetingelserne og de udbudte værdipapirer, som bevirker, at en investor kan træffe afgørelse om køb eller tegning af disse værdipapirer.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 2 b: Udbud af værdipapirer til offentligheden

De to tidligere prospektdirektiver og tidligere gældende danske regler definerede ikke, hvad der skulle forstås ved et udbud af værdipapirer til offentligheden. Med implementeringen af Prospektdirektivet blev definitionen i Prospektdirektivets art. 2, stk. 1, litra d, implementeret i § 2 b.

Definitionen ændrer ikke ved, hvad der i Danmark også historisk blev indfortolket i definitionen af et offentligt udbud af værdipapirer. Det vil sige, at den, der udbyder, skal foretage sig noget aktivt for, at der er tale om en henvendelse til offentligheden – altså skal *udbud* forstås i ordets sproglige betydning. Der er derfor ikke tale om et udbud til offentligheden, hvis en investor retter henvendelse til udstederen, og udstederen forinden intet har foretaget sig i relation til investor. Hvis der kommer et led ind i mellem udstederen og investorerne, som fx en finansiel virksomhed, kan der også være tale om et udbud af værdipapirer til offentligheden. Der afgørende er, at tilstrækkelige oplysninger om udbudsbetingelserne og de udbudte værdipapirer er blevet gjort tilgængelige for offentligheden, så en investor kan træffe beslutning om tegning eller køb af de pågældende værdipapirer. Sådanne oplysninger kan bl.a. omfatte værdipapirernes kendetegn og rettigheder og udbudsprisen på de pågældende værdipapirer, samt oplysninger om, hvor der kan tegnes, og hvordan tegningen vil foregå.

I vurderingen af, om der foreligger et offentligt udbud, gør det ikke nogen forskel, på hvilken måde oplysningerne bliver gjort tilgængelige.

Se også kommentaren til § 1, stk. 2, nr. 1.

§ 3 **[God værdipapirhandelsskik].** Enhver værdipapirhandel skal udføres på en redelig måde og i overensstemmelse med god værdipapirhandelsskik. Finanstilsynet kan give påbud om berigtigelse af forhold, der er i strid med 1. pkt.

Stk. 2. Økonomi- og erhvervsministeren fastsætter nærmere regler om god værdipapirhandelsskik.

Stk. 3. Forbrugerombudsmanden kan anlægge sag om forbud og påbud vedrørende overtrædelser af regler om god værdipapirhandelsskik, jf. stk. 1, og regler udstedt efter stk. 2. Markedsføringslovens § 13, stk. 1, og § 14, stk. 1, finder tilsvarende anvendelse på sager anlagt af Forbrugerombudsmanden efter denne bestemmelse.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 3, stk. 1: Det generelle god-skik krav

I VHL § 3, stk. 1, opstilles et generelt krav om, at »enhver værdipapirhandel skal udføres på en redelig måde og i overensstemmelse med god værdipapirhandelsskik«. God værdipapirhandelsskik er værdipapirhandelsrettens generalklausul. Den er et væsentligt element i den investorbeskyttelse, som søges opnået gennem loven. Der er tale om en dynamisk målestok, der ændres og udvikles i takt med udviklingen på værdipapirmarkedet.

Kravet om god værdipapirhandelsskik gælder for enhver, der udfører værdipapirhandel som defineret i VHL § 1, stk. 2. Ved værdipapirhandel forstås herefter:

1. Offentligt udbud af værdipapirer.
2. Køb og salg for egen eller tredjemands regning af værdipapirer.
3. Formidling af køb og salg af værdipapirer.
4. Erhvervsmæssig rådgivning vedrørende værdipapirer.
5. Porteføljepleje.
6. Afgivelse af emissionsgarantier.

Hvad der nærmere ligger i god skik-kravet, vil i praksis afhænge af, om der er tale om private investorer, institutionelle investorer, pengemarkedsmæglere, værdipapirmæglere eller andre med professionel tilknytning til markedet. Det vil med andre ord sige, at en værdipapirhandler er forpligtet til at udvise større omhu over for en privat investor end over for en institutionel investor.

Klausulen om god værdipapirhandelsskik udmøntes i VHL § 18 i tre grundprincipper om redelighed, gennemsigtighed og ligelighed. Principperne gennemsyrer hele værdipapirhandelsretten, hvilket betyder, at lovgivningen ved usikkerhed må fortolkes i overensstemmelse hermed.

God værdipapirhandelsskik er i forholdet mellem værdipapirhandlere og sådannes kunder konkretiseret på bekendtgørelsesniveau i Finanstilsynets bkg. nr. 72 af 31. januar 2003 (ændret d. 11. december 2003) (»Bekendtgørelse om God Værdipapirhandelsskik«) samt vejledning nr. 9685 af 20. december 2004. Det bemærkes i den forbindelse, at værdipapirhandlere og professionelle kunder som defineret i bkg. § 3, kan indgå aftale om, at en række af bekendtgørelsens mere forbrugerorienterede bestemmelser ikke finder anvendelse – dog ikke reglerne om *best execution* i § 5.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Overtrædelse af god værdipapirhandelsskik straffes ved grov eller gentagen overtrædelse med bøde, jf. VHL § 91, stk. 1.

Som et eksempel på en konkret overtrædelse kan fremhæves Fondsrådets *afgørelse* af 14. juli 2000 i en kursmanipulationssag. En investor havde gennem en fondsmægler lagt et bud/udbud direkte ind på Fondsbørsen, hvorved det hidtidige kursspænd blevet indsnævret. Samtidig henvendte investoren sig til en bank og anmodede om at få foretaget en modsatrettet handel inden for det kursspænd, som investoren med den første handling havde været medvirkende til at fastlægge. Den modsatrettede handel gennemførtes som en strakshandel, som banken iht. egne regler gennemførte over egenbeholdningen og til de aktuelle kurser på Fondsbørsen. Værdien af de aktier, der blev budt/udbudt gennem fondsmægleren, var af ubetydelig værdi ift. den modsatrettede handel med banken. Fondsrådet fandt, at de foretagne handler var i strid med god værdipapirhandelsskik, jf. VHL § 3, stk. 1. Formålet med at lægge de små ordrer ud i markedet via fondsmægleren var alene at påvirke kursspændet på aktien. Det forhold, at handelskursen både før og efter handlen var inden for kursspændet, udelukker ikke, at kursen alligevel afviger fra markedskursen. De opnåede kurser skal vurderes ift. de kurser, der senest er handlet på, samt markedets generelle udvikling.

Når de **aftaleretlige bestemmelser om en aftales gyldighed skal vurderes** (fx AFTL § 33 om almindelig hæderlighed og § 36 om urimelige aftalevilkår), vil generalklausulen om god værdipapirhandelsskik være af betydning. Det samme vil gælde **ansvarsbedømmelsen, herunder professionsansvar og rådgiveransvar** i forbindelse med værdipapirhandel. Det må antages, at selve det forhold, at generalklausulen med dennes krav til værdipapirhandlerne er lovfæstet, er udtryk for en skærpelse af kravene og dermed af professionsansvaret, jf. *Nis Jul Clausen:* »Den børsretlige regulering – fra etiske regler til retsregler« i *Finanstilsynets årsberetning 1995*, s. 31 ff.

Der var tidligere **nærmere detaljer om værdipapirhandlerens pligter** i daværende VHL § 5, nu i bekendtgørelse om God Værdipapirhandelsskik og Finanstilsynets bkg. 1046 af 27. oktober 2004 (»Bekendtgørelse om God Skik for Finansielle Virksomheder«) samt vejledning nr. 9685 af 20. december 2004, herunder pligten til at handle loyalt og korrekt over for kunder i disses bedste interesse, men alle detailreglerne ligger inden for generalklausulens ramme og kan derfor i det væsentlige opfattes som en uddybning af denne loyalitetspligt.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Det er oplagt, at professionsansvarets nærmere indhold uddybes gennem pligten til at handle (1) loyalt, (2) korrekt og (3) i kundens bedste interesse.

Værdipapirhandlerens virksomhed skal indrettes på en sådan måde, at virksomheden (1) har en sund administrativ og regnskabsmæssig praksis, (2) har betryggende kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger på edb-området, (3) har fyldestgørende interne kontrolprocedurer og (4) fører lister over udførte forretninger inden for mindst de seneste 5 år. Der kræves således en forretningsplan, som viser, hvordan disse kontrolprocedurer overholdes, fx i henseende til, hvordan *the back office* udøver kontrol med de handler, der udføres af *the front office*.

Værdipapirhandlerens pligter kan indledningsvis sammenfattes således: Han skal (1) handle loyalt og korrekt over for kunder (en loyalitetspligt) og i disses bedste interesse og under hensyn til »markedets integritet«, (2) udføre kunders handler med den nødvendige kompetence, omhu og hurtighed, (3) have og effektivt anvende de fornødne ressourcer og (4) bestræbe sig på at undgå interessekonflikt (og, når sådanne ikke kan undgås, sørge for, at kunden behandles korrekt), jf. *Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff* i UfR 2001 B s. 361 ff.

Eksempler på interessekonflikter, jf. bkg. om God Skik for Finansielle Virksomheder § 19, stk. 2, kan være, (1) at værdipapirhandleren både sælger/formidler værdipapiret *og* har udstedt en emissionsgaranti for afsætningen af disse, (2) at værdipapirhandleren både sælger værdipapiret *og* selv er dets udsteder, og (3) at værdipapirhandleren både rådgiver en kunde på købersiden *og* tillige er rådgiver for det udstedende selskab. Se om interessekonflikter i den finansielle sektor, *Dan Moalem* i Juridiske Emner ved Syddansk Universitet (2003), s. 162 ff.

Nogle af disse forskrifter beskrives ofte som pligten til *best execution*, men i realiteten er det den klassiske loyalitetspligt, der her dukker op i endnu en ny forklædning. Loyalitetspligten er i denne sammenhæng et udtryk for den pligt, der påhviler en part i et gensidigt bebyrdende retsforhold til også at tage hensyn til modpartens interesser, når dette kan ske uden væsentlig opofrelse for ham selv. Det er loyalitetsprincipper, som tillige kendes fra fuldmagtslæren, hvor også fuldmægtigen skal handle på bedste måde i opdragsgiverens interesse.

Når det imidlertid først er fastslået, at der skal ske *best execution* af en handel, opstår dernæst spørgsmålet, hvordan man egentlig define-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

rer dette begreb. Det forholder sig således, at det ikke altid éntydigt lader sig fastlægge, hvad der er de **»bedste vilkår« for en handel**.

Reglerne om god værdipapirhandelsskik er udfyldt gennem en bekendtgørelse, oprindelig udstedt af Fondsrådet. Der er tale om en **udmøntning af det loyalitetskrav**, der generelt stilles til den professionelle aktør, jf. nærmere *Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff* i UfR 2001 B, s. 361 ff.

De centrale krav er **gennemsigtighed** og **bedst mulige handelsvilkår** for kunden. En egentlig børspligt er dog – endnu – ikke foreskrevet, ligesom der endnu ikke opstilles krav til rådgivningen af kunden.

Værdipapirhandleren skal udføre ordrerne i overensstemmelse med **»best execution«**, jf. god værdipapirhandelsskik bkg. § 5, stk. 1, dvs. sikre kunden den efter omstændighederne bedst mulige pris samt bedste betingelser i øvrigt. Der fastlægges rammer for de handelsregler, der gælder på danske fondsbørser og autoriserede markedspladser, mens de eksakte handelsregler fortsat udformes af markedspladserne selv.

Kunden skal have **fyldestgørende oplysninger** både i forbindelse med etableringen af kundeforholdet, ved den konkrete handel og ved afregningen af denne. Beskyttelsesniveauet er størst for mindre investorer, idet visse investorer under bestemte betingelser kan vælge et andet beskyttelsesniveau. Der stilles krav om en række oplysninger til kunden i forbindelse med etablering af kundeforholdet og i forbindelse med afregningen af den konkrete handel, jf. bkg. §§ 3-10.

En kunde, der ikke omfattes af begrebet **»en ikke-professionel investor«**, dvs. en kunde, der i sin egenskab af professionel investor som udgangspunkt ikke ville have den særlige beskyttelse, kan alligevel vælge, at bestemmelserne om god værdipapirhandelsskik bkg. finder anvendelse, dvs. koble sig på beskyttelsen af den ikke-professionelle investor, jf. bkg. § 3, stk. 1. Dette kan fx være aktuelt, hvis kunden handler for større beløb, der egentlig bringer ham ud over området for den ikke-professionelle investor, men kunden ikke føler at have tilstrækkeligt kendskab til markedet. Bestemmelsen indebærer ikke en kontraheringspligt for værdipapirhandleren, og kunden vil derfor kunne afvises, hvis der stilles krav om større beskyttelse, end bekendtgørelsen fastlægger.

Herudover må det antages, at kunde og værdipapirhandler kan aftale, at bekendtgørelsens øvrige regler gælder for aftaleforholdet. Der er således i realiteten tale om **minimumsgrænser**, så det både er

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

muligt for en kunde at vælge en bedre beskyttelse og for en værdipapirhandel at tilbyde en sådan forøget beskyttelse. Man kan håbe, at det vil blive et konkurrenceparameter at tilbyde noget sådant.

Værdipapirhandleren skal ved udførelsen af modtagne ordrer sikre den efter omstændighederne (herunder med hensyntagen til tid og mængde) **bedst mulige pris samt de bedste betingelser i øvrigt** for sine kunder, jf. bkg. § 5, stk. 1. Dette skal ske under iagttagelse af aftalen med kunden samt ud fra en individuel vurdering af kunden, dennes behov, muligheder, tidspresset i sagen mv. Kundens forhold er afgørende for, hvad der i den konkrete situation er god værdipapirhandelsskik, jf. bkg. § 5, stk. 2.

Værdipapirhandlerens **almindelige forretningsbetingelser** skal indeholde en beskrivelse af vilkårene for handel med værdipapirer, jf. bkg. § 4, stk. 1. Forretningsbetingelserne skal udleveres til kunden i forbindelse med etablering af kundeforholdet, og inden første ordreafgivelse, jf. bkg. § 4, stk. 2. På kundens foranledning, men altså ikke obligatorisk, skal forretningsbetingelserne gennemgås med kunden. Er der tale om et fastere kundeforhold, skal forretningsbetingelserne ikke udleveres før hver enkelt ordreafgivelse.

Værdipapirhandleren må ud fra almindelige retsgrundsætninger være forpligtet til at udlevere forretningsbetingelserne også til en kunde, med hvem kundeforholdet allerede er etableret, såfremt betingelserne er ændret siden sidste ordreafgivelse. I modsat fald kan i hvert fald mere byrdefulde vilkår ikke påberåbes over for kunden. Der er en række minimumskrav til, hvordan vilkårene for handel med værdipapirer skal beskrives i forretningsbetingelserne. Fx skal der være forskrifter om beregningsmetoden for omkostninger og om muligheden for, at værdipapirhandleren kan foretage selvindtræde, hvis der handles i kommission.

Det må normalt formodes, at der **handles i kommission**, såfremt andet ikke fremgår af aftalen. Denne formodning gælder for handel med samtlige typer værdipapirer. Anvendelsen af formodningsreglen indebærer, at værdipapirhandleren betragtes som kommissionær for kunden. Dermed er det værdipapirhandlerens pligt at gennemføre handelen dér, hvor kunden opnår de bedste betingelser. Formodningsreglen vedrører kun situationer, hvor intet er aftalt. Den omfatter således i princippet ikke situationer, hvor der er bevistvivl, idet en sådan principielt må løses ud fra almindelige obligations- og processretlige regler. Formodningsreglen må dog antages at ændre bevisbyr-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

den, så værdipapirhandlerne skal bevise, at der *ikke* er aftalt kommissionshandel. Kommissionshandler sker oftest på Københavns Fondsbørs' handelssystemer, men et egentlig krav herom findes ikke.

Særligt hvad **interessekonflikt** angår, bemærkes det, at et fondsbørsmedlem ikke må anbefale køb eller salg alene med egen indtjening for øje. En værdipapirhandler må dermed ikke puste omsætningen med en kunde op, blot for at tjene på gebyrerne, jf. fra Tyskland fx *ZIP 1996.1161 BGH*, hvor den »uerfarne kunde« ikke i tilstrækkelig grad var blevet advaret af formidleren af terminsforretninger om, at der i tilfælde af talrige successive terminsforretninger ville påløbe gebyrer i et sådant omfang, at fortjenesten herved ville kunne blive opslugt. Værdipapirhandleren blev derfor erstatningspligtig – skønt de enkelte provisioner og gebyrer isoleret set var rimelige og tillige kunne ses af den enkelte afregning.

Der er ikke noget forbud mod **selvindtræde**, dvs. mod at en værdipapirhandler, der af en kunde får i opdrag at købe eller sælge et værdipapir, selv indtræder som hhv. sælger eller køber af dette. Et sådant forbud vil have karakter af en børspligt, dvs. en pligt til at gennemføre enhver beordret handel over børsen, jf. om børspligt, kursskæring mv. *Claus Silfverberg* i FinansFokus 1998, nr. 3, s. 12 ff. Jf. også bkg. § 11, stk. 1, nr. 4, hvoraf fremgår, at det skal fremgå, hvis værdipapirhandleren har foretaget selvindtræde i tilfælde, hvor der er handlet i kommission.

Kommissionsloven har i §§ 40-45 forskrifter om selvindtræde, herunder en forskrift om, at selvindtræde kun må finde sted, når det er aftalt mellem parterne, dog at kommissionsloven – også på dette punkt – viger for kutymer. Kommissionslovens forskrifter må antages at vige for VHL's forskrifter, således at selvindtræde kan ske i videre omfang end foreskrevet i kommissionsloven, men dette forhold accentuerer værdipapirhandlerens pligt til at iagttage pligten til *best execution*, og i de udfyldende forskrifter, der fastlægges herom, må selvindtræde antages at skulle reguleres nærmere, jf. *Lennart Lynge Andersen* i J 1996, s. 397 ff. I det hele taget er kommissionslovens forskrifter ikke tidssvarende i forhold til VHL, og meget taler derfor for, at man udtrykkeligt fik foreskrevet, at loven ikke anvendes i forbindelse med værdipapirhandel, jf. *Fondsrådets beretning 1997*, s. 15.

Ved **afregning** skal der anvendes de regler, der måtte være fastsat af den pågældende fondsbørs mv., jf. bkg. § 6. Pligten til at anvende de pågældende afregningsregler omfatter således ikke kun værdipa-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

pirhandlere, der er medlemmer af den pågældende handelsplads. Handel med værdipapirer, der ikke er børsnoteret, og som heller ikke er optaget til handel på en autoriseret markedsplads, skal afregnes til en kurs, der svarer til, at der for noterede papirer ikke på handelstidspunktet er bud hhv. udbud i handelssystemet, eller til, at der ikke er løbende handel i et børsnoteret papir.

Der stilles – endnu – ikke krav om, at handel skal foretages som en **strakshandel**, eller at værdipapirhandleren, hvis der handles på anden måde, skal tilbyde kunden samme kurs som ved en strakshandel. En handel, der gennemføres med værdipapirhandleren selv som medkontrahent, og som ikke er en gennemsnitshandel, skal dog udføres til en kurs excl. terminstillæg/-fradrag, som på handelstidspunktet ligger inden for eller på det bedst stillede bud hhv. udbud i handelssystemet.

Hvis en værdipapirhandler anvender udtrykket »**gennemsnitshandel**«, har kunden ret til at tage dette bogstaveligt, jf. Pengeinstitutankenævnets kendelse af 3. september 2001 i sag 21/2001, *Årsberetningen 2001,* s. 60, hvor kunden i sin ordre om aktiesalg gennem en værdipapirhandler (kundens bank) kunne vælge mellem strakshandel og gennemsnitshandel og valgte sidstnævnte, men hvor afregning alligevel fandt sted til den på handelstidspunktet bedst opnåelige kurs på 100, idet værdipapirhandleren henviste til, at der var tale om en mindre likvid aktie, og at kurs 100 var det bedst opnåelige ud fra de aktuelle kurser. Med stemmerne 3-2 gav nævnet kunden medhold i, at banken skulle afregne gennemsnitskursen på 107,32.

Såfremt handelstypen ikke fremgår af en aftale om handel med værdipapirer, skal handlen **gennemføres over handelssystemet**, medmindre kunden på handelstidspunktet kan opnå den samme mængde til den samme eller en bedre pris ved en anden handelstype. Et af de væsentligste emner, der er blevet drøftet i forbindelse med god værdipapirhandelsskik og vanskeligheden ved at sikre tilstrækkelig gennemskuelighed for privatkunder, har været et ønske om, at en større del af værdipapirhandlerne gennemføres over en fondsbørs hhv. en autoriseret markedsplads' handelssystem for derved at opnå skarpere priser. Der har været argumenteret for en egentlig »**børspligt**«. Uanset at en sådan endnu ikke er gennemført, vil de her beskrevne forskrifter og – især – investorernes øgede muligheder for at handle direkte på systemerne formentlig i nogen grad bidrage til, at en større del af værdipapirtransaktionerne fremtidigt vil blive lagt ind over en markedsplads' handelssystem. Man kunne dog nok have taget skridtet

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

fuldt og indført en egentlig børspligt. En sådan er den eneste reelle mulighed for at sikre kunden virkelig gennemskuelighed og den optimale pris.

Hvis kunden ønsker det, har værdipapirhandleren pligt til at give de **fornødne oplysninger** om faktuelle forhold i relation til den konkrete værdipapirhandel.

Om afregning af **illikvide værdipapirer** gælder det, at hvis der ikke på handelstidspunktet er bud hhv. udbud i handelssystemet, eller hvis der ikke er »løbende handel« i et værdipapir, skal værdipapirhandleren afregne til en kurs, der efter omstændighederne giver den bedst mulige pris og de bedste betingelser i øvrigt for kunden, jf. bkg. § 7. En række omstændigheder skal herved tages i betragtning: rente- og kursudviklingen, viden om udbud og efterspørgsel i markedet, kurs på tilsvarende værdipapirer, markedsrelevante oplysninger om udstederen af værdipapiret. Men der er ikke tale om en udtømmende opregning. Ved begrebet »løbende handel« må der forstås en stadig handel og en ikke ubetydelig omsætning, hvor der normalt dagligt på regelmæssig basis tilbydes aktuelle priser på handler i et bestemt værdipapir.

Handel uden for et handelssystems åbningstid bliver stadigt mere udbredt i takt med, at værdipapirhandel over internettet øges. Handles der uden for åbningstiden, skal der, hvis der ved handelssystemets lukketid findes bud og udbud, ved afregningen af handelen anvendes en kurs, der ligger inden for eller på bedste bud/udbud på lukketidspunktet, jf. bkg. § 8, stk. 1. Hermed er kunden i rimeligt omfang sikret mod en kursfastsættelse løsrevet fra forholdene på markedet. Hvis der umiddelbart før lukketid er sket væsentlige ændringer i forskellen mellem bud/udbud, eller hvis der efter lukketid indtræder ændring af markedsforholdene, skal der dog afregnes til en kurs, der efter omstændighederne giver den bedst mulige pris for kunden.

Grundtanken med reglerne for **afregningsnotaer** er, at kunden herigennem skal sikres reel og fuldstændig information. Kursen og de omkostninger, der er forbundet med en handel, skal klart adskilles, så kunden kan sammenligne kursen med markedskursen og kontrollere, om den afregnede kurs svarer til markedskursen. I afregningsnotaen ved køb/salg af børsnoterede værdipapirer (eller værdipapirer optaget til handel på en autoriseret markedsplads) skal der gives kunden en række nærmere bestemte oplysninger. Oplysningerne skal gøre det muligt for kunden at kontrollere, hvad værdipapirhandleren har foretaget sig i sagen, og om dette er i overensstemmelse med det aftalte.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Notaen skal angive, hvilken handelstype der er anvendt, om der er handlet på en fondsbørs' eller en autoriseret markedsplads' systemer, tidspunktet for handelens gennemførelse, systemets bedste bud/udbud ved handelens gennemførelse, handelskursen, de samlede omkostninger og principperne for kursens fastsættelse. Det kræves ikke, at omkostningerne fremgår som én post. De skal blot fremgå på en overskuelig måde og gøre det muligt for kunden at se, hvor meget omkostningerne beløber sig til i alt. Det er ikke muligt for kunden at kontrollere, at der ikke er gået unødig tid fra indgåelsen af aftalen med værdipapirhandleren til det tidspunkt, hvor handlen gennemføres på markedet, uanset at dette nok kunne have kundens interesse.

Spørgsmålet om forståelsen af pligten til at varetage kundens interesser bedst muligt, dvs. værdipapirhandlerens loyalitetspligt, har ikke blot betydning i relation til forståelsen af aftalen mellem parterne, men også i relation til en eventuel **erstatningspligt hos værdipapirhandleren**. De agtsomhedsnormer, der fastlægges i VHL for omhu og loyalitet, må forstås som et strengt ansvar, dvs. et **professionsansvar** i den strenge ende af culpaskalaen. Professionsansvaret er karakteriseret ved, at culpabedømmelsen sker på grundlag af de regler og standarder, der gælder for vedkommende profession. Der stilles krav om et professionelt arbejde udført med påpasselighed og omhu.

Uagtsomhedsbedømmelsen er streng, idet en **afvigelse fra fagets standard** i almindelighed udløser ansvar uden hensyntagen til, hvad professionsudøveren måtte have af subjektive undskyldninger, jf. *Lennart Lynge Andersen & Peter Møgelvang-Hansen:* Finansiel rådgivning – Et debatoplæg om pengeinstitutternes rådgivningsansvar, s. 25 ff., anmeldt af *Erik Werlauff* i UfR 1998 B s. 266.

Om god skik-reglerne og ankenævns behandling af kundeklager på det finansielle område, jf. *Lennart Lyng Andersen & Nina Dietz Legind* i UfR 2005 B, s. 337 ff. I artiklen konkluderes, at der, bortset fra et snævert hensyn til virksomhederne, ikke er grunde, der taler for, at god skik-reglerne skal være forbeholdt Finanstilsynets kompetence, idet det er regler om kundebeskyttelse, som skal anvendes, hvor der afgøres tvister om den kontraktsretlige side af kundebeskyttelsen.

Til § 3, stk. 2: Kompetencefordeling

Økonomi- og erhvervsministeren fastsætter nærmere regler om god værdipapirhandelsskik, jf. VHL § 3, stk. 2. Tidligere lå denne kompetence hos Fondsrådet. Kompetencefordelingen på værdipapirret-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

tens område blev justeret med virkning fra den 1. oktober 2002. **Kompetencen til at fastsætte regler om god værdipapirhandelsskik** blev da flyttet fra Fondsrådet hhv. Forbrugerombudsmanden til økonomi- og erhvervsministeren, jf. nu VHL § 3, stk. 2, hvorefter økonomi- og erhvervsministeren fastsætter nærmere regler om god værdipapirhandelsskik. Se herom *Dan Moalem, Rasmus Hansen Schmiegelow og David Moalem,* R&R 2002, nr. 12, s. 19-23.

Reglerne om god værdipapirhandelsskik kan vedrøre forhold, der ellers ville være omfattet af MfL §§ 1 og 2.

Ministeren skal ved udstedelse af regler om god værdipapirhandelsskik tage højde for varetagelsen af de offentligretlige tilsyn, som Danmark er forpligtet til efter kreditaftaledirektivet, direktivet om vildledende reklame og direktivet om urimelige kontraktsvilkår i forbrugeraftaler på det finansielle område. Forbrugerombudsmandens kompetence til efter MfL at træffe generelle foranstaltninger, der ikke specifikt vedrører den finansielle sektor, består uændret.

Fastsættelse af de nævnte regler sker i praksis på baggrund af et **oplæg udarbejdet af Finanstilsynet** i samarbejde med Forbrugerstyrelsen. Forinden udkast til en bekendtgørelse sendes i høring, skal udkastet forelægges Fondsrådet, der her tiltrædes af Forbrugerombudsmanden. Efter Fondsrådets behandling af sagen afgiver deltagerne samlet deres bemærkninger til udkastet. Eventuelle forskellige holdninger til udkastet afspejles i de samlede bemærkninger. Fremgangsmåden er forudsat indføjet i rådets forretningsorden.

På baggrund af bemærkningerne udarbejdes der et revideret forslag, som ministeren sender i høring. Hvis der efter høringen er behov for det, forelægges et revideret udkast på ny for Fondsrådet, atter med deltagelse af Forbrugerombudsmanden. På baggrund af forelæggelsen udarbejder rådet en beskrivelse af problemstillingen og de synspunkter, som er fremført af høringsparterne, herunder en mulig løsning. Ministeren udsteder de endelige regler. Samme procedure følges ved ændring af allerede udstedte bekendtgørelser.

Til § 3, stk. 3: Forbrugerombudsmanden

MfL gælder fortsat for værdipapirmarkedet, ved siden af VHL's regler om god værdipapirhandelsskik, jf. motiverne til VHL. Der har derfor skullet udarbejdes en nærmere arbejdsdeling mellem Forbrugerombudsmanden, Fondsrådet og Økonomi- og Erhvervsministeriet, og først med lovændringen pr. 1. juli 2002 faldt disse afgrænsnings-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

spørgsmål nogenlunde på plads. En række af de følgende bemærkninger har deres baggrund i lovmotiverne til 2002-ændringerne.

Mens der ikke er tillagt Forbrugerombudsmanden kompetence til **fremadrettet, generel regeludstedelse**, har en sådan kompetence i flere henseender været tillagt Fondsrådet. Dette forhold kunne indebære, at Fondsrådet gennem generel regeludstedelse ophøjede ikke blot brancheorganisationers synspunkter og udtalelser, men også udtalelser mv. fra Forbrugerombudsmanden til bekendtgørelse. Af relevante brancheudtalelser kan fx nævnes *Rules of Conduct* udstedt af *IOSCO, International Organization of Securities Commissions*. Det fremhæves således i nyere retslitteratur om Børsreform II, at selvregulering skal spille en betydelig rolle, og at branchefastsatte forskrifter kan ophøjes til bekendtgørelsesniveauet af Fondsrådet, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 38, og *Nis Jul Clausen:* »Den børsretlige regulering – fra etiske regler til retsregler« i *Finanstilsynets årsberetning 1995,* s. 31 ff.

Med virkning fra 1. juli 2002 er kompetencen imidlertid fastlagt således, at det er **Økonomi- og Erhvervsministeriet**, der grundlæggende har kompetencen til at fastsætte nærmere regler om god værdipapirhandelsskik, jf. VHL § 3, stk. 2. **Inden regeludstedelsen** skal ministeriet høre Fondsrådet, og ved Fondsrådets behandling af (1) sager om udstedelse af regler om god værdipapirhandelsskik og (2) sager om god værdipapirhandelsskik af principiel karakter eller af vidtgående betydning indkaldes Forbrugerombudsmanden til at deltage i det pågældende dagsordenspunkt. Han har da samme beføjelser som rådets medlemmer, og han er i forbindelse med deltagelse i Fondsrådets møder underlagt tavshedspligt efter VHL § 84 a, stk. 1. Det vil ses, at alle relevante instanser kompetencemæssigt har »fået noget« gennem disse forskrifter.

Forbrugerombudsmanden kan i medfør af VHL § 3, stk. 3, **anlægge retssag om forbud og påbud** vedrørende overtrædelser af regler om god værdipapirhandelsskik, jf. § 3, stk. 1, og om overtrædelse af regler udstedt efter § 3, stk. 2. MfL § 13, stk. 1 (om muligheden for forbud), og § 14, stk. 1 (om Sø- og Handelsrettens kompetence), finder tilsvarende anvendelse på sager anlagt af Forbrugerombudsmanden efter VHL § 3, stk. 3.

Forbrugerombudsmanden kan **anlægge en civil sag**, såfremt en finansiel virksomhed ikke handler i overensstemmelse med god værdipapirhandelsskik. Han kan således i særlige tilfælde, hvor han måtte finde, at der er behov for et sådant skridt, indbringe en sag for dom-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

stolene. Der kan fx være tale om sager, som af Forbrugerombudsmanden vurderes at være af principiel eller af vidtgående betydning.

Forbrugerombudsmanden har ikke kompetence til at behandle **konkrete henvendelser fra forbrugere** om overtrædelse af reglerne om god skik. Sådanne henvendelser skal behandles ved, at Forbrugerombudsmanden oversender henvendelserne til Finanstilsynet eller henviser forbrugeren til at indbringe sagen for et af de finansielle klagenævn, hvis der er tale om en konkret formueretlig tvist mellem forbrugeren og en finansiel virksomhed.

Hvis Forbrugerombudsmanden vælger at anlægge sag om god værdipapirhandelsskik mod en finansiel virksomhed, skal det ske efter de regler, som i øvrigt gælder for sager anlagt af Forbrugerombudsmanden i medfør af MfL. Dette indebærer, at der vil være tale om sager, hvor retten kan nedlægge et forbud eller give et påbud, jf. MfL § 13, stk. 1. En overtrædelse af et forbud eller et påbud meddelt af retten er strafbelagt i medfør af ændringen i VHL § 93, stk. 1, 3. pkt.

Forbrugerombudsmanden kan i medfør af VHL § 3, stk. 3, anlægge retssag om forbud og påbud vedrørende overtrædelser af regler om god værdipapirhandelsskik, jf. § 3, stk. 1, og om overtrædelse af regler udstedt efter § 3, stk. 2. MfL § 13, stk. 1 (om muligheden for forbud), og § 14, stk. 1 (om Sø- og Handelsrettens kompetence), finder tilsvarende anvendelse på sager anlagt af Forbrugerombudsmanden efter VHL § 3, stk. 3.

§ 3 a Økonomi- og erhvervsministeren fastsætter nærmere regler om anvendelse af digital kommunikation, herunder elektronisk signatur, ved udveksling af information efter denne lov mellem borgere og virksomheder på den ene side og den offentlige forvaltning på den anden side samt om opbevaring af information.

Til § 3 a: Digital kommunikation og opbevaring af information

Økonomi- og erhvervsministeren har udstedt bkg. 108 af 22. februar 2005 om digital kommunikation, der omfatter digital kommunikation mellem borgere og virksomheder på den ene side og Finanstilsynet på den anden side.

Styrende for regeludstedelsen er følgende fire principper:

1. integritet – det skal være muligt at dokumentere, at der ikke efterfølgende sker ændringer i dokumentet,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

2. autencitet – det skal kunne dokumenteres, at den angivne afsender er korrekt,
3. uafviselighed – afsenderen skal ikke efterfølgende kunne fremføre, at den foreliggende information stammer fra vedkommende, samt
4. konfidentialitet – kun den påtænkte modtager skal kunne få kendskab til information med personlige og fortrolige oplysninger.

Ved digital kommunikation forstås afsendelse og modtagelse af digitale dokumenter, som forstås som digitale meddelelser, der kan gøres læselige ved frembringelse af skrifttegn.

Som udgangspunkt kan borgerne vælge mellem digital kommunikation og papirbaseret kommunikation med Finanstilsynet. Men såfremt digital kommunikation er påkrævet i bestemmelser i værdipapirhandelsloven, skal denne kommunikationsform anvendes. Det betyder blandt andet, at det digitale dokument er forsynet med en gyldig digital signatur.

Dokumenter, som Finanstilsynet modtager digitalt eller afsender digitalt, skal af Finanstilsynet opbevares således, at informationerne er læsbare i papirbaseret form eller på et andet varigt medium.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 2

Værdipapirhandlere

§ 4 **[Værdipapirhandlere].** Ved en værdipapirhandler forstås i denne lov

1. finansielle virksomheder, der har tilladelse som pengeinstitut, for så vidt disse virksomheder har tilladelse efter lov om finansiel virksomhed § 9, stk. 1, samt finansielle virksomheder, der har tilladelse som fondsmæglerselskab,
2. finansielle virksomheder, der har tilladelse som realkreditinstitut eller investeringsforvaltningsselskab, for så vidt disse virksomheder har tilladelse efter lov om finansiel virksomhed § 9, stk. 1,
3. kreditinstitutter, investeringsselskaber og administrationsselskaber, der er meddelt tilladelse i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, såfremt selskabet lovligt udøver værdipapirhandel enten gennem en filial eller ved at yde tjenesteydelser her i landet, jf. lov om finansiel virksomhed § 30 henholdsvis § 31, og
4. kreditinstitutter og investeringsselskaber, der er meddelt tilladelse i et land uden for Den Europæiske Union, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, såfremt selskabet lovligt udøver værdipapirhandel enten gennem filial eller ved at yde tjenesteydelser her i landet, jf. lov om finansiel virksomhed § 1, stk. 3, henholdsvis § 33.

Stk. 2. Lovens bestemmelser om en værdipapirhandlers pligter finder tillige anvendelse på udenlandske kreditinstitutter og investeringsselskaber, som i medfør af § 20, stk. 2, er optaget som medlem på en dansk fondsbørs, eller som i medfør af § 64, stk. 3, har indgået en tilslutningsaftale med en værdipapircentral.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 4, stk. 1: Begrebet Værdipapirhandler

Før lov 453 af 10. juni 2003 vedrørte § 4, hvilke virksomheder der havde eneret til at rette henvendelse til offentligheden og tilbyde sig som køber, sælger eller formidler af værdipapirer, og svarede i det væsentligste til § 4, stk. 1 og 2, i den gamle fondsbørslov, der dog kun vedrørte børsnoterede værdipapirer. Dette indhold blev ved lov 453 af 10. juni 2003 flyttet til lov om finansiel virksomhed.

Lov om finansiel virksomhed § 9 definerer, at virksomheder, der for tredjemand udøver aktiviteter som nævnt i bilag 4, afsnit A til lov om finansiel virksomhed, er værdipapirhandlere og skal have tilladelse som værdipapirhandlere, jf. dog § 7, stk. 1 om pengeinstitutter, og § 8, stk. 1 om realkreditinstitutter. Bilag 4, afsnit A, definerer således, hvilke aktiviteter der er værdipapirhandleraktiviteter. VHL afleder således sin definition af værdipapirhandlere og sådanne aktiviteter fra lov om finansiel virksomhed, og definitionen i VHL må retskildemæssigt i relation til definitionen af værdipapirhandlere være subsidiær i forhold til definitionen i lov om finansiel virksomhed. Dette synspunkt er også forfægtet af *Jesper Lau Hansen,* Værdipapirhandelsloven med kommentarer, bind 2, s. 38, og tiltrædes hermed.

Efter FVL § 9, stk. 3, har værdipapirhandlere eneret til en række aktiviteter med værdipapirhandel på erhvervsmæssigt grundlag for tredjemand, dvs. eneretten angår erhvervsmæssig henvendelse til offentligheden. Da det kun er erhvervsmæssig henvendelse, kan en aktionær, der ønsker at sælge sin aktiepost, også henvende sig til offentligheden med henblik på dette, så længe aktionæren ikke derved udøver erhvervsmæssig virksomhed, jf. *FT 2002-03, till. A*, s. 1977. Derudover finder FVL § 9, stk. 3, ikke anvendelse på en virksomheds udførelse af handler med og formidling af værdipapirer, som virksomheden selv udsteder, jf. FVL § 9, stk. 4.

Rækken af aktiviteter er gengivet i bilag 4, afsnit A og B til FVL og svarer til en udvidet udgave af den liste af aktiviteter et investeringsselskab kan udøve i medfør af investeringsservicedirektivets bilag. Udvidelsen svarer meget præcist til den udvidelse, der på EU-niveau er sket efter vedtagelsen af MiFID-direktivet, hvorfor sidstnævnte ikke kan forventes at medføre ændringer i de aktiviteter, der kræves tilladelse til efter FVL § 9. Lovgiver har altså været visionær.

Kapitel 5 i FVL regulerer udenlandske værdipapirhandlere. Udenlandske værdipapirhandlere med hjemsted inden for EU/EØS har efter EU-retten ret til at udøve virksomhed i Danmark under hjem-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

statskontrol, efter at Finanstilsynet er blevet underrettet om deres tilstedeværelse i landet. EØS-samarbejdet, der dels omfatter EU, dels EFTA-landene Island, Liechtenstein og Norge, er et sådant samarbejde som nævnt i § 4, stk. 1, nr. 3 og 4. Udøves virksomheden igennem etablering af filial her i landet, finder FVL § 30 anvendelse, og udøves virksomheden ved at tilbyde grænseoverskridende tjenesteydelser, finder FVL § 31 anvendelse. Værdipapirhandlere med hjemsted udenfor EU/EØS har ikke samme frie ret til etablering og grænseoverskridende udbud af tjenesteydelser, hvorfor disse skal godkendes af Finanstilsynet efter FVL § 33.

Ved lov 491 af 9. juni 2004 blev § 4, stk. 1, nr. 1 præciseret således, at en finansiel virksomhed, der har tilladelse som pengeinstitut, skal have særlig tilladelse efter lov om finansiel virksomhed § 9, stk. 1, til at drive virksomhed som værdipapirhandler. Formålet med ændringen var at sikre overensstemmelse mellem reglerne i FVL om hvilke virksomheder der kan udøve værdipapirhandlervirksomhed, og definitionen af værdipapirhandlere i § 4, stk. 1.

Til § 4, stk. 2: Udenlandske institutter

Bestemmelsen vedrører værdipapirhandlere med hjemsted uden for EU/EØS, der ikke tilbyder grænseoverskridende tjenesteydelser eller har oprettet en filial i Danmark, men alene har opnået optagelse på en fondsbørs, såkaldt fjernmedlem, eller har tilsluttet sig en værdipapircentral her i landet. Det betyder, at den udenlandske værdipapirhandler uanset sit begrænsede virke her i landet er omfattet af lovens regulering af værdipapirhandlere, selvom reguleringen er lidt mere lempelig.

§ 4 a **(Ophævet).**

§ 5 **(Ophævet).**

§ 6 **(Ophævet).**

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 3

Fælles bestemmelser

§ 7 **[Definitioner].** I denne lov forstås

1. ved en fondsbørs et aktieselskab, der driver børsvirksomhed,
2. ved en autoriseret markedsplads et aktieselskab, der driver virksomhed som autoriseret markedsplads,
3. ved en alternativ markedsplads et aktieselskab, der driver virksomhed som alternativ markedsplads,
4. ved en værdipapirmægler et aktieselskab, der driver værdipapirmæglervirksomhed,
5. ved en pengemarkedsmægler et aktieselskab, der driver pengemarkedsmæglervirksomhed,
6. ved en clearingcentral, et aktieselskab, der driver værdipapirclearingvirksomhed, og
7. ved en værdipapircentral et aktieselskab, der driver registreringsvirksomhed

Stk. 2. Bestemmelser om bestyrelsen eller medlemmer heraf i § 12, stk. 1, § 12 d, stk. 5, og § 31, stk. 1, nr. 2, skal i SE-selskaber med et tostrenget ledelsessystem alene finde anvendelse på tilsynsorganet eller medlemmer heraf med de fornødne tilpasninger.

Stk. 3. Bestemmelser om bestyrelsen eller medlemmer heraf samt bestemmelser om ledelsen i § 9, § 12 a, stk. 1 og 3, § 12 c, § 12 d, stk. 1-3, § 13, § 28 a, stk. 2, § 37 a, stk. 1, 1. pkt., § 60, stk. 4, § 84 b, stk. 2, nr. 2 og stk. 3, § 87, stk. 1, § 95, stk. 1, og § 96, stk. 1, skal i SE-selskaber med et tostrenget ledelsessystem ud over ledelsesorganet, jf. § 8, stk. 1, i lov om det europæiske selskab, også finde anvendelse på tilsynsorganet eller medlemmer heraf med de fornødne tilpasninger.

Stk. 4. De frister, der er fastsat i eller i henhold til denne lov, begynder at løbe fra og med dagen efter den dag, hvor den begivenhed, som udløser fristen, finder sted. Dette gælder ved beregning af såvel dage som uge-, måneds-, og årsfrister.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 5. Er fristen angivet i uger, udløber fristen, jf. stk. 1, på ugedagen for den dag, hvor den begivenhed, som udløste fristen, fandt sted.

Stk. 6. Er fristen angivet i måneder, udløber fristen, jf. stk. 1, på månedsdagen for den dag, hvor den begivenhed, som udløste fristen, fandt sted. Hvis den dag, hvor den begivenhed, som udløste fristen, fandt sted, er den sidste dag i en måned, eller hvis fristen udløber på en månedsdato, som ikke findes, udløber fristen altid på den sidste dag i måneden uanset dens længde.

Stk. 7. Udløber en frist i en weekend, på en helligdag, grundlovsdag, juleaftensdag eller nytårsaftensdag, udstrækkes fristen til den førstkommende hverdag.

Til § 7, stk. 1: Definition af fondsbørser, AMP'er, alternative markedspladser mv.

Bestemmelsen indeholder definitioner af fondsbørser, autoriserede markedspladser, alternative markedspladser, værdipapirmæglere, pengemarkedsmæglere, clearingcentraler og værdipapircentraler i VHL §§ 7-15.

Der er **fælles bestemmelser** for fondsbørser, autoriserede markedspladser, alternative markedspladser, værdipapirmæglere, pengemarkedsmæglere, clearingcentraler og værdipapircentraler i VHL §§ 7-15, som disse i § 7 opregnede virksomheder skal opfylde.

Fra 2001 skal der også sammenholdes med **FVL** og dennes tværgående bestemmelser for blandt andet fondsmæglerselskaber, pengeinstitutter og finansielle holdingselskaber.

I det følgende benævnes disse lovregulerede aktører, der alle skal have aktieselskabsform, lejlighedsvis som »aktørselskaberne« eller blot som »aktørerne«.

I betydeligt omfang er systematik og indhold i disse forskrifter **kalkeret fra den daværende bank- og sparekasselovs (BSL's, nu FVL's) krav til banker og sparekasseaktieselskaber**, dog at kapitalkravene defineres forskelligt fra aktør til aktør.

Kopieringen fra bank- og sparekasseloven indebærer blandt andet, at der skal meddeles **driftstilladelse** fra Finanstilsynet, jf. VHL § 8, stk. 1.

Aktieselskabsformen skal anvendes, og selskabet skal selvsagt være registreret hos Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bestemmelsens nr. 3 blev indsat ved lov 604 af 24. juni 2005 i forbindelse med indførelsen af mulighed for etablering af alternative markedspladser. Se om alternative markedspladser, *Charlotte Frederikke Malmqvist og Dan Moalem,* Finans/Invest 2006, nr. 3, s. 19 ff.

Til § 7, stk. 2-3: SE-selskaber med tostrenget ledelse

Stk. 2 blev indsat ved lov 491 af 9. juni 2004 og medfører, at de i stk. 2 opregnede bestemmelser kun finder anvendelse på tilsynsorganet i et to-strenget ledelsessystem, da der enten er tale om kontrolopgaver eller bestemmelser i øvrigt, som alene findes at skulle finde anvendelse på tilsynsorganet.

Bestemmelsen i stk. 3 er ligeledes indsat ved lov 491 af 9. juni 2004 og medfører, at de i stk. 3 nævnte bestemmelser både finder anvendelse på ledelses- og tilsynsorganet i et to-strenget ledelsessystem.

Til § 7, stk. 4-5: Fristberegning

Den handling, der skal være foretaget inden fristens udløb, skal være foretaget på dagen for fristens udløb. Handlingen vil typisk være beskrevet i den relevante bestemmelse, f.eks. at materiale skal være modtaget af en offentlig myndighed inden fristens udløb, hvilket efter omstændighederne kan forudsætte fremsendelse eller overbringelse forinden, jf. *FT 1995-96*, *till. A*, s. 3365 f. og *Jesper Lau Hansen*, Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, 2. udg., s. 45.

Fristerne er i overensstemmelse med fristerne i selskabslovgivningen.

§ 7 a I denne lov forstås ved et registreret betalingssystem et betalingssystem, der er registreret i henhold til § 57 a, stk. 1, 1. pkt.

Til § 7 a: Begrebet »registreret betalingssystem«

Bestemmelsen blev indsat ved lov 453 af 10. juni 2003, idet det fra lovgivers side fandtes hensigtsmæssigt at indsætte en definition af et registreret betalingssystem. Et registreret betalingssystem er herefter et betalingssystem, der på de betingelser, der af VHL § 57 a, er registreret hos Finanstilsynet, jf. *FT 2002-03*, *till. A*, s. 4959.

§ 8 **[Tilladelse og betingelser].** Virksomhed omfattet af § 7 må ikke påbegyndes, før Finanstilsynet har meddelt tilladelse hertil. Den

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

værdipapirclearingvirksomhed, der udøves af Danmarks Nationalbank, er ikke omfattet af 1. pkt.

Stk. 2. Tilladelsen er betinget af,

1. at virksomheden drives i et aktieselskab, der er registreret i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen,
2. at selskabet har en aktiekapital, der for fondsbørser, clearingcentraler og værdipapircentraler mindst skal udgøre 40 mio. kr., for autoriserede markedspladser og alternative markedspladser mindst skal udgøre 8 mio. kr., og for værdipapirmæglere og pengemarkedsmæglere mindst skal udgøre 2,5 mio. kr., samt
3. at der er udarbejdet en driftsplan, forretningsgange samt kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger.

Stk. 3. For en værdipapircentral er tilladelsen tillige betinget af, at værdipapircentralen har et kapitalberedskab, jf. § 82.

Stk. 4. En clearingcentrals tilladelse er tillige betinget af, at de for clearingcentralen gældende regler og tilslutningsaftaler indeholder bestemmelser som fastsat i § 57 c.

Til § 8, stk. 1: Licens som betingelse for drift

Selskaberne skal efter bestemmelsen være meddelt en tilladelse af Finanstilsynet, før de må begynde deres virksomhed. Dette gælder dog ikke for den værdipapirclearingvirksomhed, der udøves af Danmarks Nationalbank, jf. *FT 1995-96*, *till. A*, s. 1981.

Clearingvirksomhed blev præciseret ved lov 283 af 26. april 2000 i forbindelse med implementeringen af finalitydirektivet (98/26/EF), hvorefter der skelnes mellem clearingvirksomhed og værdipapirclearingvirksomhed. Ændringen var foranlediget af, at der i VHL § 50 skete en ændring i definitionerne af clearing og afvikling for at opnå, at de internationalt anerkendte definitioner af clearing og afvikling også finder anvendelse på betalinger, jf. *FT 1999-00*, *till. A*, s. 3258 ff. Værdipapirclearingvirksomhed svarer således til den oprindelige definition heraf i VHL § 50.

Til § 8, stk. 2: Licensbetingelserne

I lighed med de øvrige virksomhedsformer efter VHL skal en fondsbørs have **retsform af et aktieselskab**, jf. VHL § 8, stk. 2, nr. 1.

Aktieselskabsformen sikrer ifølge bemærkningerne til lovforslaget indflydelse fra ejerkredsen over for ledelsen, jf. *Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff* i J 1996, s. 176 ff. Aktieselskabsformen skal

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

med andre ord være med til at sikre indflydelse til de markedsdeltagere, der har investeret i en fondsbørs; dermed håber lovgivningsmagten vel på en øget ansvarlighed hos ledelsen over for fondsbørsens udvikling.

Det forekommer problematisk i relation til EF-traktaten, herunder art. 43 og 48 EF om grænseoverskridende etableringsfrihed samt art. 49 EF om grænseoverskridende tjenesteydelser, at der således stilles krav om, at det selskab, der i Danmark vil drive virksomhed som fondsbørs, skal have retsform af et dansk indregistreret aktieselskab. Herved udelukkes muligheden for, at en udenlandsk fondsbørs kan etablere filial i Danmark og drive en dansk fondsbørs gennem denne.

Til forsvar for den danske retstilstand kunne man anføre, at der i kraft af investeringsservicedirektivet netop ikke er indført mulighed for grænseoverskridende virksomhed som fondsbørs, men alene grænseoverskridende virksomhed som fondsmægler, jf. systemet med »europæisk pas«. Men over for dette standpunkt står det forhold, at det for længst er fastslået i EF-domstolens praksis, at det ikke er fornødent med direktiver for at fastslå retten til grænseoverskridende etablering, idet denne ret følger umiddelbart af Traktaten, jf. *Jesper Lau Hansen* i UfR 1995 B, s. 346 ff. med kritiske bemærkninger til den nævnte retstilstand. Se *samme* i UfR 1996 B, s. 341 ff.

Sidstnævnte standpunkt må tillægges afgørende betydning, og noget kunne derfor tyde på, at Danmark har foretaget samme fejltolkning af den fællesskabsretlige retstilstand, som vi gjorde tidligt i vort EF-medlemskab – hvor vi på tilsvarende måde antog, at direktiver er nødvendige for at få etableringsfriheden til at fungere.

Til støtte for, at der kan drages retlige slutninger direkte fra Traktatens etableringsbestemmelser også i denne sammenhæng, uden at direktiver er fornødne, kan yderligere anføres EF-domstolens afgørelse af 6. juni 1996 i sagen C-101/94, *Kommissionen mod Italien*. Der var her tale om italiensk lovgivning, som foreskrev, at virksomhed som børsmægler – ud over af banker – kun kunne udøves af selskaber med hjemsted i Italien. EF-domstolen fandt, at en sådan lovgivning var i strid med etableringsretten og retten til at præstere tjenesteydelser.

Det er meget vigtigt at bemærke, at dommen støttes direkte på Traktaten, idet investeringsservicedirektivet slet ikke var inde i billedet endnu. Italien forsvarede sig med, at tilsyn og kontrol forudsatte italiensk hjemsted, men Domstolen anviste herved (i overensstemmelse med Kommissionens procedure i sagen) et antal modeller, som

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

kunne bruges til sikring af tilsyn og kontrol. Domstolen medgav, at tilsyn og kontrol ville blive lettere, hvis der var italiensk hjemsted, men at indenlandsk hjemsted ikke var den eneste måde, hvorpå tilsyn og kontrol kunne udøves.

Således pegedes der på mulighederne for

1. at kræve, at virksomheden underkaster sig kontrol af italienske myndigheder,
2. at virksomheden indgiver dokumenter og oplysninger, særligt for virksomheden i Italien,
3. at der kræves finansielle garantier til sikkerhed for virksomheden i Italien, og
4. at italienske myndigheder samarbejder med hjemlandsmyndighederne (ligesom man gør med tredjelande).

Disse bemærkninger er yderst relevante i relation til spørgsmålet om sekundær etableringsret for fondsbørser, og det må antages, at et land, der som Danmark afskærer sekundær etablering af en fondsbørs, efter at Domstolen har anvist de her angivne kontrol- og tilsynsmuligheder, er på *kant* med art. 43 og 48 samt 59 EF. Se således også *Jesper Lau Hansen* i Værdipapirhandelsloven med kommentarer, bind 2, s. 47 med kommentarer til den italienske afgørelse.

En fondsbørs skal have en **aktiekapital på mindst 40 mio. kr.**, jf. VHL § 8, stk. 2, nr. 2.

Der skal foreligge en driftsplan, ligesom der skal være udarbejdet **forretningsgange** samt kontrolforanstaltninger og sikkerhedsforanstaltninger, jf. VHL § 8, stk. 2, nr. 3.

»Alternative markedspladser« blev indsat ved lov 604 af 24. juni 2005.

Til § 8, stk. 3: Kapitalberedskab for en værdipapircentral

Kapitalberedskabet skal til enhver tid udgøre mindst 1 mia. kr. i form af hæftelser.

Til § 8, stk. 4: Yderligere krav til en clearingcentral

Stk. 4 blev indsat ved lov 283 af 26. april 2000 i forbindelse med implementeringen af finalitydirektivets (direktiv 98/26/EF) art. 3 og 5. Med implementeringen gælder nu som vilkår for tilladelse til at drive clearingcentral, at clearingcentralens regler og tilslutningsaftaler overholder § 57 c, hvorefter det gælder, at reglerne og tilslutningsaf-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

talerne skal indeholde bestemmelser om hvornår en overførselsordre anses for at være indgået i en clearingcentral og indeholde tidspunktet eller tidspunkterne for, hvornår en overførselsordre, der er indgået i systemet, ikke længere kan tilbagekaldes af en deltager eller af tredjepart, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3258 ff. og bemærkningerne til VHL § 57 c.

§ 9 **[Fit-and-proper krav til ledelsen]** Finanstilsynet kan nægte et selskab tilladelse til at drive virksomhed efter § 7, hvis et medlem af selskabets direktion eller bestyrelse

1. må skønnes ikke at have fyldestgørende erfaring til at udøve stillingen eller hvervet,
2. er dømt for et strafbart forhold, og det udviste forhold begrunder en nærliggende fare for misbrug af stillingen eller hvervet, eller
3. i stilling eller erhverv har udvist en sådan adfærd, at der er grund til at antage, at den pågældende ikke vil varetage stillingen eller hvervet på forsvarlig måde.

Stk. 2. Når tilladelse nægtes, skal dette begrundes og meddeles ansøgeren senest 3 måneder efter ansøgningens modtagelse eller, hvis ansøgningen er ufuldstændig, senest 3 måneder efter, at ansøgeren har fremsendt de oplysninger, der er nødvendige for at træffe afgørelsen. Der skal under alle omstændigheder træffes afgørelse senest 6 måneder efter ansøgningens modtagelse.

Til § 9, stk. 1: Fit-and-proper krav til ledelsen

Det er væsentligt at bemærke, at de såkaldte *fit and proper* regler i relation til VHL alene gælder for den relevante personkreds i relation til VHL § 7 virksomheder. Finanstilsynet har udstedt vejledning nr. 9473 af 27. juli 2005 med skemaer vedrørende krav i den finansielle lovgivning til direktørers, bestyrelsesmedlemmers og aktionærers egnethed og hæderlighed.

Til § 9, stk. 2: Begrundelse for Finanstilsynets afgørelse

Det er muligt for virksomheden at anmode Finanstilsynet om en forhåndsvurdering, det vil sige en vurdering af personer, der endnu ikke er tiltrådt eller valgt til det pågældende hverv. Kravet i henhold til VHL § 9 gælder alle medlemmer af bestyrelsen, herunder også repræsentanter for medarbejderne, og kravet gælder ligeledes alle supple-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

anter. Det må påhvile Finanstilsynet at godtgøre, at det pågældende medlem ikke er egnet. Eftersom der er tale om en ganske indgribende beslutning må det formodes, at et eventuelt afslag motiveres konkret og med ganske høje krav til begrundelsen. Se i samme retning *Jesper Lau Hansen*, Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, 2. udg., s. 47-48.

Efter samordningen af de finansielle virksomheders regulering ved lov 453 af 10. juni 2003 modsvarer bestemmelsen ikke helt de tilsvarende krav i FVL § 14, stk. 1, nr. 2, om end det ikke kan udelukkes, at praksis fra FVL vil påvirke fortolkningen. Særligt fordi lovgiver bl.a. med lov 116 af 27. februar 2006 har tilkendegivet, at reguleringen af VHL § 7 virksomheder og finansielle virksomheder må tilstræbes at være identisk, jf. *FT 2005-06*, *till. A*, s. 1268-1269.

§ 10 **[Kvalificeret ejerandel].** Enhver fysisk eller juridisk person, der påtænker direkte eller indirekte at erhverve en kvalificeret andel på 10 pct. eller derover i et selskab omfattet af § 7, skal på forhånd underrette Finanstilsynet, og Finanstilsynet skal godkende den påtænkte erhvervelse. Det samme gælder ved forøgelse af den kvalificerede andel, der medfører, at denne efter erhvervelsen vil udgøre eller overstige en grænse på henholdsvis 20 pct., 33 pct. eller 50 pct. af selskabskapitalen eller stemmerettighederne, eller medfører, at et selskab omfattet af § 7 bliver en dattervirksomhed. Kvalificerede andele forstås på samme måde som § 5, stk. 3, i lov om finansiel virksomhed.

Stk. 2. Erhvervelse eller forøgelse af andelen som nævnt i stk. 1 kan kun godkendes, når dette ikke strider mod hensynet til at sikre en forsvarlig og fornuftig forvaltning af et selskab omfattet af § 7.

Stk. 3. Finanstilsynets godkendelse eller afslag skal foreligge senest 3 måneder efter Finanstilsynets modtagelse af fyldestgørende underretning om den påtænkte erhvervelse.

Stk.4. Finanstilsynet kan ved godkendelse af en erhvervelse eller forøgelse efter stk. 1 fastsætte en frist for gennemførelsen af denne.

Stk. 5. Kapitalejere, som har en andel på mindst 10 pct., og som påtænker at mindske denne andel således, at den falder under en af de i stk. 1 fastsatte grænser, skal underrette Finanstilsynet herom og angive størrelsen af den påtænkte fremtidige andel.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 6. Når et selskab omfattet af § 7 får kendskab til erhvervelser eller afhændelser af andele som nævnt i stk. 1 og 5, skal selskabet straks give Finanstilsynet meddelelse herom.

Stk. 7. Et selskab omfattet af § 7 skal senest i februar måned give Finanstilsynet meddelelse om navnene på de kapitalejere, som ved udgangen af det foregående år ejede en kvalificeret andel i selskabet, og om størrelsen af disse andele.

Til § 10, stk. 1: Ansøgning om at måtte erhverve eller forøge en »kvalificeret kapitalandel«

§ 10 blev ændret ved lov 116 af 27. februar 2006 for at bringe VHL i overensstemmelse med de regler, der gælder på det finansielle område, således at selskaber omfattet af VHL § 7 i stigende omfang betragtes på samme måde som andre finansielle virksomheder, jf. i det hele *FT 2005-06, till. A*, s. 1268-1269. Således blev ordlyden af stk. 1 ændret, således at bestemmelsen svarer til FVL § 61, stk. 1. Herefter skal Finanstilsynet på forhånd underrettes om og godkende, når nogen direkte eller indirekte erhverver en kvalificeret andel i et § 7-selskab. »Kvalificeret andel« defineres som » direkte eller indirekte besiddelse af mindst 10 % af kapitalen eller stemmerettighederne eller en andel, som giver mulighed for at udøve en betydelig indflydelse på ledelsen af den finansielle virksomhed eller den finansielle holdingvirksomhed, jf. FVL § 5, stk. 3.

Oplysningspligten indtræder ved erhvervelsen af aktierne, når erhvervelsen giver erhververen mulighed for udøvelse af betydelig indflydelse på driften af virksomheden. Også hvis et andet selskab mv. besidder den kvalificerede andel, og erhververen får mulighed for at udøve en betydelig indflydelse på forvaltningen af det pågældende selskab, er der tale om at erhverve en kvalificeret ejerandel i pengeinstituttet. Reglerne, der er vidtrækkende, er en forenklet version af de samme bestemmelser i FVL kapitel 7.

Baggrunden for bestemmelsen er, at ejerkredsen bag et § 7-selskab øver væsentlig indflydelse på den Finanstilsynsbelagte virksomheds drift. Finanstilsynet skal ved sin behandling af ansøgningen overveje, om erhvervelsen vil stride mod hensynet til at **sikre en forsvarlig drift** af aktørselskabet, og i så fald må godkendelse ikke gives. Erfaringerne fra administrationen af den nugældende lov om finansiel virksomhed viser, at Finanstilsynet behandler sager efter FVL ganske hurtigt. Desuagtet må det imidlertid tilrådes, at enhver handel om en

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

kvalificeret kapitalandel gøres betinget af tilsynets godkendelse. Såfremt betingelsen formuleres som en suspensiv betingelse, må det antages, at tilbudspligt efter VHL §§ 31-32 – såfremt aktørselskabet selv er børsnoteret – først indtræder, når den suspensive betingelse er opfyldt.

Først når Finanstilsynets godkendelse foreligger, er den pågældende berettiget til at erhverve andele.

Finanstilsynet skal ligeledes på forhånd underrettes om og godkende enhver efterfølgende forøgelse af de kvalificerede andele, der bringer den samlede ejerandel op på eller over en grænse på 20 %, 33 %, 50 %, eller medfører, at § 7-selskabet bliver en dattervirksomhed.

En godkendelse fra Finanstilsynet af, at en bestemt aktionær erhverver 10 %, er en konkret godkendelse af netop denne transaktion. Således kan Finanstilsynet afvise at godkende samme aktionærs erhvervelse af f.eks. yderligere 10 %, hvorved den samlede andel bringes op på 20 %.

Såfremt en tilsynsbelagt virksomhed i et andet medlemsland inden for EU eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, ønsker at erhverve en kvalificeret andel i en VHL § 7 virksomhed, *kan* Finanstilsynet, inden en afgørelse træffes, konsultere tilsynsmyndighederne i den pågældende virksomheds hjemland. Såfremt Finanstilsynet påtænker at afvise den relevante udenlandske EU- eller EØS-domicilerede ansøger, bør Finanstilsynet formentligt kontakte det pågældende finanstilsyn i ansøgerens hjemland forinden en negativ afgørelse træffes. Det samme gælder, hvis erhververen er en modervirksomhed til en tilsynsbelagt virksomhed i et andet medlemsland eller en fysisk eller juridisk person, der kontrollerer en tilsynsbelagt virksomhed i et andet medlemsland. Med tilsynsbelagt virksomhed forstås i denne forbindelse såvel finansielle virksomheder som markedsvirksomheder af samme karakter som selskaber omfattet af VHL § 7.

Reglerne i VHL § 10 er helgarderet gennem § 12, stk. 3. Denne bestemmelse kræver Finanstilsynets forudgående tilladelse, hvis en fondsbørs, en clearingcentral eller en værdipapircentral ønsker at indgå **aftaler af vidtrækkende betydning**. Gennem en sådan aftale kunne virksomheden reelt overføres til kontraktparten, uden at der formelt skete en aktieoverdragelse i § 10's forstand. Se tillige VHL § 14, stk. 5, hvorefter Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler for transaktioner med forbundne virksomheder (**koncerninterne trans-**

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

aktioner). Foretages der koncerninterne transaktioner i strid med disse regler, skal transaktionerne ophæves, så ydelserne om muligt tilbageleveres, herunder at eventuel sikkerhedsstillelse ophører, jf. VHL § 14, stk. 6.

Til § 10, stk. 2: Grundhensyn ved beslutningen om godkendelse

Ifølge VHL § 10, stk. 2, der blev indsat ved lov 116 af 27. februar 2006, kan Finanstilsynet kun godkende, at en aktionær erhverver andele eller forøger disse, hvis den pågældende aktionær ikke kan forventes at modvirke en forsvarlig og fornuftig forvaltning af § 7-selskabet. Adgangen til at godkende den nævnte aktionær vil eksempelvis kunne benyttes til at afvise aktionærer, som har medvirket til en uforsvarlig og ufornuftig forvaltning af andre finansielle virksomheder eller § 7-selskaber, jf. *FT 2005-06, till. A*, s. 1269, og *Erik Werlauff:* »Indgrebsmuligheder over for betydende kapitalejere i finansielle virksomheder«, Beretning fra Finanstilsynet for 1998, s. 13-90.

Til § 10, stk. 3: Frist for Finanstilsynets afgørelse

Ifølge dette nye stk. 3, der blev indsat ved lov 116 af 27. februar 2006, har Finanstilsynet en frist på 3 måneder til at træffe beslutning om, hvorvidt en erhvervelse af en andel kan godkendes. Fristen regnes fra Finanstilsynets modtagelse af en fyldestgørende underretning om den påtænkte erhvervelse af andelen.

Til § 10 stk. 4: Frist til at gennemføre erhvervelsen eller forøgelsen

Ifølge VHL § 10, stk. 4, der blev indsat ved lov 116 af 27. februar 2006, kan Finanstilsynet i sin godkendelse fastsætte en gennemførelsesfrist for erhvervelsen af påtænkte andele. Overholdes fristen ikke, er godkendelsen bortfaldet, jf. *FT 2005-06, till. A*, s. 1269.

Til § 10 stk. 5: Underretning om nedbringelse af andelen

VHL § 10, stk. 5, blev som de foregående bestemmelser indsat ved lov 116 af 27. februar 2006, og ifølge denne bestemmelse skal kapitalejere, som har en andel på mindst 10 %, og som påtænker at mindske denne andel således, at den falder under en af de i stk. 1 fastsatte grænser, underrette Finanstilsynet herom og angive størrelsen af den påtænkte fremtidige andel. Bestemmelsen giver Finanstilsynet mulighed for at følge større ændringer i besiddelsen af kvalificerede andele i forbin-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

delse med salg. Der er tale om et krav om forudgående rapportering, jf. *FT 2005-06, till. A*, s. 1269.

Til § 10, stk. 6: Selskabets egen underretningspligt over for Finanstilsynet

Ifølge VHL § 10, stk. 6, der blev indsat ved lov 116 af 27. februar 2006, skal et § 7-selskab, når det får kendskab til overdragelser, som hæver eller sænker andelen i forhold til de grænser, der er angivet i stk. 1, straks indberette forholdet til Finanstilsynet, jf. *FT 2005-06, till. A*, s. 1269.

Til § 10, stk. 7: Årlig underretningspligt for selskabet

Ifølge VHL § 10, stk. 7, der blev indsat ved lov 116 af 27. februar 2006, skal et § 7-selskab i februar måned meddele navnene på de kapitalejere, som pr. 31. december det foregående år ejede en kvalificeret andel, samt størrelsen af disse andele. Indberetningen giver Finanstilsynet mulighed for at konstatere, om ansøgningspligten i henhold til stk. 1 og meddelelsespligten i henhold til stk. 6 er overholdt. Hvis der ikke er sket ændringer i forhold til det foregående års indberetning, er det tilstrækkeligt at give meddelelse herom, jf. *FT 2005-06, till. A*, s. 1269.

§ 10 a **[Indgrebsmuligheder over for betydende kapitalejere].** Såfremt kapitalejere, der er i besiddelse af de i § 10, stk. 1, omhandlede andele i et selskab omfattet af § 7, modvirker en forsvarlig og fornuftig forvaltning af selskabet, kan Finanstilsynet ophæve den stemmeret, der er knyttet til de pågældende ejeres kapitalandele, eller påbyde selskabet at følge bestemte retningslinjer.

Stk. 2. Finanstilsynet kan ophæve den stemmeret, der er knyttet til kapitalandele ejet af fysiske eller juridiske personer, som ikke overholder forpligtelsen i § 10, stk. 1, til forudgående underretning af Finanstilsynet. Kapitalandelene tildeles igen fuld stemmeret, hvis Finanstilsynet kan godkende erhvervelsen.

Stk. 3. Såfremt en fysisk eller juridisk person har erhvervet kapitalandele som omhandlet i § 10, stk. 1, uanset at Finanstilsynet har afslået at godkende denne erhvervelse af kapitalandele, skal Finanstilsynet ophæve stemmeretten tilknyttet disse kapitalandele.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 4. Har Finanstilsynet ophævet stemmeretten i medfør af stk. 1-3, kan kapitalandelen ikke indgå i opgørelsen af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede kapital.

Til § 10 a, stk. 1: Ophævelse af stemmeretten hos den kvalificerede kapitalejer ved modvirkning af forsvarlig drift

VHL § 10 a blev indsat ved lov 116 af 27. februar 2006 og er for så vidt en videreførelse af den tidligere gældende bestemmelse i VHL § 10, stk. 2, dog med en revideret ordlyd, således at bestemmelsen er i fuld overensstemmelse med den tilsvarende ordlyd i FVL § 62, stk. 1, jf. i det hele *FT 2005-06, till. A*, s. 1268.

Til § 10 a, stk. 2: Ophævelse af stemmeretten ved manglende underretning af Finanstilsynet (fakultativ beslutning)

Ifølge denne bestemmelse, der blev indsat ved lov 116 af 27. februar 2006, kan Finanstilsynet ophæve stemmeretten for kapitalandele, hvis ejere ikke har overholdt forpligtelsen efter § 10, stk. 1, til forudgående at underrette Finanstilsynet om erhvervelse eller udvidelse af kapitalandelen, jf. i det hele *FT 2005-06*, *till. A*, s. 1268.

Såfremt Finanstilsynet efterfølgende godkender den pågældende investering, tildeles kapitalandelen igen sin stemmeret. Beslutninger, der efter aktieselskabsloven gyldigt er truffet i perioden, hvor indehaverne af kapitalandelene er frataget deres stemmeret, har fuld gyldighed også efter stemmerettens retablering.

Bestemmelsen svarer til FVL § 62, stk. 2.

Til § 10 a, stk. 3: Ophævelse af stemmeretten ved erhvervelse trods afslag (obligatorisk beslutning)

Ifølge denne bestemmelse, der blev indsat ved lov 116 af 27. februar 2006, og som modsvarer FVL § 62, stk. 3, skal Finanstilsynet ophæve stemmeretten for kapitalandele, der er erhvervet trods Finanstilsynets afvisning af at godkende erhvervelsen. Ophævelse af stemmeretten udelukker ikke, at der samtidig anvendes andre muligheder for at bringe den ulovlige tilstand til ophør, dvs. påbud, sanktioner og tvangsmidler, jf. *FT 2005-06*, *till. A*, s. 1268.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 10 a, stk. 4: Fraregning i »repræsenteret kapital« efter ophævelse af stemmeret

VHL § 10 a, stk. 4, er reelt en videreførelse af VHL § 10, stk. 3, men fik sin nye placering samt ændret affattelse ved lov 116 af 27. februar 2006, så bestemmelsen nu modsvarer FVL § 62, stk. 4.

Ved beregning af den repræsenterede stemmeberettigede aktiekapital på selskabets generalforsamling må der ses bort fra de suspenderede stemmer, jf. formuleringen »ved opgørelsen«. Herved stilles aktionæren ringere end den aktionær, der ikke nåede at få anmeldt sin erhvervelse før indkaldelsen til generalforsamlingen, jf. AL § 67, stk. 2, 2. pkt.

§ 11 **[Indberetning af formodede overtrædelser].** Et aktieselskab omfattet af § 7 skal meddele Finanstilsynet, hvis det bliver bekendt med eller har formodning om, at nogen har overtrådt loven, bekendtgørelser udstedt i henhold til loven eller groft eller gentagne gange har overtrådt regler udstedt af en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, en alternativ markedsplads, en clearingcentral eller en værdipapircentral.

Til § 11: Indberetningspligt ved formodede overtrædelser

Bestemmelsen skal sikre, at Finanstilsynet bliver bekendt med eventuelle overtrædelser af loven og regler udstedt i medfør heraf samt grove eller gentagne overtrædelser af de regler, der udstedes af aktørerne, jf. i det hele *FT 1995-96*, *till. A*, s. 1983. De aktieselskaber, der er omfattet af § 7, skal derfor meddele Finanstilsynet om eventuelle overtrædelser af de gældende bestemmelser. F.eks. vil en fondsbørs' kompetence til at gribe ind og påtale eventuelle overtrædelser kunne fremgå af den kontrakt, en fondsbørs indgår med fondsbørsmedlemmerne.

Ved alvorlige overtrædelser, f.eks. grov eller gentagen overtrædelse af børsetiske regler og indberetningsreglerne eller ved mistanke om overtrædelse af reglerne om intern viden og kursmanipulation, skal Finanstilsynet imidlertid informeres umiddelbart. Herefter træffer Finanstilsynet afgørelse om eventuel politianmeldelse og for insidersagers vedkommende, forestår Finanstilsynet efterforskningen af hændelsesforløbet. Hvis et aktørselskab bliver bekendt med – eller blot har formodning om – at nogen har overtrådt VHL eller bekendtgørelser udstedt i medfør af VHL eller »groft eller gentagne gange« har

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

overtrådt regler udstedt af en fondsbørs, en clearingcentral eller en værdipapircentral, skal aktørselskabet **meddele Finanstilsynet** dette, jf. VHL § 11.

Man bemærker nuancen mellem de **trinhøjere normer:** VHL og dens følgebekendtgørelser, og de **trinlavere normer:** aktørernes egne regelsæt; mens enhver overtrædelse af de trinhøjere normer er anmeldelsespligtig, er kun grov eller gentagen overtrædelse af de trinlavere normer anmeldelsespligtig.

Bestemmelsen blev ændret ved lov 282 af 8. maj 2000 ved indsættelse af en henvisning til Fondsrådet og ændret igen ved lov 491 af 9. juni 2004 som led i Finanstilsynets overtagelse af Fondsrådets forpligtelser. Se herom *Dan Moalem, Rasmus Hansen Schmiegelow og David Moalem*, R&R 2002, nr. 12, s. 19 ff.

Henvisningen til autoriserede markedspladser blev indsat ved lov 414 af 26. juni 1998, og henvisningen til de alternative markedspladser blev indsat ved lov 604 af 24. juni 2005.

§ 12 **[Aktørselskabernes bestyrelse og direktion].** Bestyrelsen for et aktieselskab omfattet af § 7 skal bestå af mindst 5 personer.

Stk. 2. Bestemmelserne i aktieselskabsloven § 56, stk. 7, finder tilsvarende anvendelse på aktieselskaber omfattet af § 7.

Stk. 3. Et aktieselskab omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1, 2, 3, 6 og 7, må ikke uden Finanstilsynets godkendelse indgå aftaler af vidtrækkende betydning med andre virksomheder vedrørende børsvirksomhed, virksomhed som autoriseret markedsplads, værdipapirmæglervirksomhed, pengemarkedsmæglervirksomhed, værdipapirclearingvirksomhed og registreringsvirksomhed samt betalingsformidling.

Stk. 4. Et aktieselskab omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1, 2, 3, 6 og 7, kan ikke fusionere med et andet selskab uden Finanstilsynets godkendelse.

Til § 12, stk. 1: Bestyrelse på mindst 5 personer

Aktørselskaberne skal – ud over at opfylde aktieselskabslovens forskrifter – ydermere opfylde nogle krav, som specifikt udspringer af deres særlige status efter VHL. Deres **bestyrelse** skal således for det første bestå af mindst 5 personer, jf. VHL § 12, stk. 1. Dette begrundes i bestemmelsens forarbejder med, at virksomhedens samfundsmæssige betydning fordrer, at bestyrelsen har en størrelse, der overstiger mindsteantallet i et aktieselskab, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1983.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Om ansvar, pligter mv. for bestyrelser se nærmere *Erik Werlauff:* Bestyrelsens arbejde og ansvar, 2006.

Til § 12, stk. 2: Forretningsorden med 10 punkter svarende til kravene for børsselskaber og statsselskaber

Uanset om et aktørselskab er børsnoteret eller ej, skal det opfylde AL § 56, stk. 7 (tidligere stk. 5), jf. VHL § 12, stk. 2. Der skal således udarbejdes en detaljeret **forretningsorden**, som i det mindste indeholder bestemmelser, der

1. fastlægger bestyrelsens konstitution og beslutningsdygtighed, samt med hvilket interval der skal afholdes møder,
2. fastlægger retningslinjer for arbejdsdelingen, herunder forretningsgange, bemyndigelser og instrukser, mellem bestyrelsen og direktionen eller andre etablerede organer,
3. fastlægger, hvorledes bestyrelsen fører tilsyn med direktionens ledelse af selskabets virksomhed og med datterselskaber,
4. fastlægger retningslinjer for oprettelse og føring af bøger, fortegnelser og protokoller efter denne lov,
5. pålægger bestyrelsen at tage stilling til selskabets organisation såsom regnskabsfunktion, intern kontrol, edb-organisation og budgettering,
6. pålægger bestyrelsen at skaffe sig de oplysninger, der er nødvendige til opfyldelse af dens opgaver,
7. pålægger bestyrelsen at følge op på planer, budgetter og lignende samt tage stilling til rapporter om selskabets likviditet, ordrebeholdning, væsentlige dispositioner, overordnede forsikringsforhold, finansieringsforhold, pengestrømme og særlige risici,
8. pålægger bestyrelsen at tage stilling til indholdet af revisionsprotokollen forud for dennes underskrivelse,
9. pålægger bestyrelsen at gennemgå selskabets perioderegnskaber og lignende i løbet af hvert regnskabsår og herunder vurdere budgettet og afvigelser herfra samt
10. pålægger bestyrelsen at sikre tilstedeværelsen af det nødvendige grundlag for revision, herunder tage stilling til, om der er behov for intern revision.

Om de konkrete bestemmelser, dette kan udmønte sig i, se nærmere *Erik Werlauff:* Bestyrelsens arbejde og ansvar, 2006.

Disse kan f.eks. være således:

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

1. Konstitution og beslutningsdygtighed, samt med hvilket interval der skal holdes møder: Bestyrelsen konstituerer sig efter hvert nyvalg. Den er beslutningsdygtig, når det i loven og vedtægterne krævede antal medlemmer er til stede. Der holdes mindst 6-8 møder årligt.
2. Arbejdsdelingen, herunder forretningsgange, bemyndigelser og instrukser, mellem bestyrelsen og direktionen eller andre etablerede organer: Den daglige ledelse påhviler direktionen i overensstemmelse med aktieselskabslovens § 54, sammenholdt med direktørkontrakterne og eventuelle direktionsinstrukser. Den overordnede ledelse samt tilsynet med direktionen påhviler bestyrelsen.
3. Bestyrelsens tilsyn med direktionens ledelse af selskabets virksomhed og med datterselskaber: Mindst én gang i kvartalet afgiver direktionen en udførlig rapport til bestyrelsen om selskabets økonomiske stilling og udvikling mv.
4. Retningslinjer for oprettelse og føring af bøger, fortegnelser og protokoller efter aktieselskabsloven: Det påhviler direktionen at sørge for, at disse protokoller mv. føres i overensstemmelse med lovgivningens krav.
5. Bestyrelsen skal mindst halvårligt tage stilling til selskabets organisation, såsom regnskabsfunktion, intern kontrol, it-organisation og budgettering,
6. Bestyrelsen skal skaffe sig de oplysninger, der er nødvendige til opfyldelse af dens opgaver.
7. Bestyrelsen skal følge op på planer, budgetter og lignende samt tage stilling til rapporter om selskabets likviditet, ordrebeholdning, væsentlige dispositioner, overordnede forsikringsforhold, finansieringsforhold, pengestrømme og særlige risici.
8. Bestyrelsen skal tage stilling til indholdet af revisionsprotokollen forud for dennes underskrivelse.
9. Bestyrelsen skal gennemgå selskabets perioderegnskaber og lignende i løbet af hvert regnskabsår og herunder vurdere budgettet og afvigelser herfra.
10. Bestyrelsen skal sikre tilstedeværelsen af det nødvendige grundlag for revision, herunder tage stilling til, om der er behov for intern revision.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 12, stk. 3: Krav om tilladelse til aftaler af »vidtrækkende betydning«

Bestemmelsen fik sin nuværende placering med lov 453 af 10. juni 2003. Der er lagt et meget væsentligt, men i praksis dog antagelig acceptabelt, bånd på de vigtigste af aktørselskaberne, nemlig

1. fondsbørser,
2. autoriserede markedspladser,
3. clearingcentraler og
4. værdipapircentraler,

det vil generelt sige værdipapirhandelens tungeste og mest samfundsmæssigt relevante aktører. Autoriserede markedspladser blev inddraget i bestemmelsen ved lov 453 af 10. juni 2003 og de alternative markedspladser ved lov 604 af 24. juni 2005. Begrebet værdipapirclearingvirksomhed blev indsat ved lov 295 af 2. maj 2000.

De under 1) til 4) nævnte aktører **må ikke uden forudgående godkendelse** fra Finanstilsynet indgå aftaler af vidtrækkende betydning med andre virksomheder vedrørende børs-, AMP-, clearing- og værdipapircentralvirksomhed samt andre særlige virksomhedsformer opregnet i VHL § 12, stk. 3 (tidligere stk. 6). Det er herved ikke afgørende, om aftalen indgås på aktørselskabets bestyrelses-, direktions- eller generalforsamlingsniveau.

Det defineres ikke nærmere i loven, hvad der skal forstås ved **begrebet »vidtrækkende betydning«**, men det er indlysende, at der herved ikke blot tænkes på hensynet til bevarelsen af de involverede virksomheder selv, men mindst lige så meget på deres samfunds- og brugermæssige betydning. Det er en parallel hertil, når en fusion, hvori indgår en fondsbørs, en clearingcentral eller en værdipapircentral, kræver Finanstilsynets godkendelse, jf. VHL § 12, stk. 3.

Kvalifikationen af begrebet bør foretages op i mod de særlige roller og hensyn, som de involverede virksomheder er sat til at varetage. Skal man give **eksempler på aftaler**, der kan siges at være af vidtrækkende betydning, må man antagelig først og fremmest fokusere på aftalens betydning for aktørselskabets fremtidige muligheder for at opfylde sine funktioner på markedet. Det har herved betydning, i hvilket omfang disse muligheder bringes til ophør eller truer med at blive bragt til ophør, eller hvorvidt aktørselskabets selvstændige beslutningsevne reelt kan blive ophævet. For så vidt er bestemmelsen herigennem et modstykke til VHL § 10 om overtagelse af 10 % eller

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

mere af kapitalen i et aktørselskab; VHL § 12, stk. 3, er i realiteten en indirekte helgardering af denne bestemmelse.

Når Finanstilsynet udøver sine kompetencer efter VHL § 12, stk. 3 (og stk. 4, der kræver tilladelse til fusion), er det vigtigt, at der **ikke herved må indgå nationalitetsdiskriminerende hensyn** i forhold til virksomheder fra andre EU- eller EØS-stater, jf. art. 12 EF. Det må derfor ikke være afgørende, at det måske forekommer »ærgerligt«, at magten over et dansk aktørselskab direkte eller indirekte overgår til et udenlandsk selskab. Derimod må – og skal – det indgå i tilsynets beslutningsgrundlag, at det danske marked fortsat skal betjenes effektivt, og at brugernes interesser ikke må blive bragt i fare.

Til § 12, stk. 4: Krav om tilladelse til fusion

Bestemmelsen fik sit nummer i 2003, om end ordlyden forblev uændret fra hovedloven. Aktieselskabslovens regler om fusion finder anvendelse, jf. *FT 1995-96*, *till. A*, s. 1983.

§ 12 a

[Engagementer mv. med andre selskaber] Uden bestyrelsens godkendelse, som skal indføres i bestyrelsens forhandlingsprotokol, må et aktieselskab omfattet af § 7 ikke indgå engagementer mv. med andre selskaber, hvori selskabets direktører eller bestyrelsesmedlemmer er direktører eller bestyrelsesmedlemmer.

Stk. 2. De i stk. 1 nævnte engagementer skal bevilges i henhold til selskabets sædvanlige forretningsbetingelser og markedsbaserede vilkår. Selskabets valgte revision skal i revisionsprotokollen vedrørende årsregnskabet afgive erklæring om, hvorvidt kravene i 1. pkt. er opfyldt.

Stk. 3. Direktionen og bestyrelsen skal i særlig grad overvåge forsvarligheden og forløbet af de i stk. 1 nævnte engagementer.

Stk. 4. Reglerne i stk. 1, stk. 2, 1. pkt., og stk. 3 gælder også engagementer med selskaber, hvori personer, der er knyttet til direktører ved ægteskab, slægts- eller svogerskab i ret op- eller nedstigende linje eller som søskende, er direktører.

Stk. 5. En direktør kan ikke bestride hverv som direktør i et aktieselskab omfattet af § 7, såfremt den pågældende har anmeldt betalingsstandsning, er under konkursbehandling, har indgivet begæring om gældssanering, eller der er indledt forhandling om tvangsakkord.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 12 a, stk. 1: Krav om tilladelse til indgåelse af engagementer med andre selskaber, hvis der er personsammenfald

Bestemmelsen blev vedtaget ved lov 475 af 10. juni 1997 med forbillede i FVL, tidligere BSL, og som medførte vidtgående forskrifter vedrørende tilsikring mod bestyrelses- og direktionsmedlemmers spekulation mv.

Uden bestyrelsens godkendelse, som skal indføres i bestyrelsens forhandlingsprotokol, må et af de nævnte aktørselskaber ikke indgå **engagementer** med andre selskaber, hvori selskabets direktører eller bestyrelsesmedlemmer er direktører eller bestyrelsesmedlemmer. Forbuddet mod aktionærlån følger allerede af AL § 115, stk. 1, ligesom ledelsens interessekonflikter følger af AL § 58, om end bestemmelserne ikke dækker det tilfælde, at § 7-virksomheden har et engagement med et selskab, som et medlem af ledelsen deltager i ledelsen af, jf. *FT 1996-97, till. A*, s. 4646. Se også *Jesper Lau Hansen*, Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, 2. udg., s. 52.

»Engagement« er ikke defineret i loven. *Jesper Lau Hansen* anfører i Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, 2. udg., s. 52, at definitionen i FVL § 5, nr. 16 må lægges til grund som udgangspunkt for en fortolkning. Under denne bestemmelse defineres et engagement som summen af de mellemværender, der indebærer en kreditrisiko for virksomheden. Til et engagement medregnes alle kreditrisici, som en finansiel virksomhed har med en kunde eller en gruppe af indbyrdes forbundne kunder, herunder tilgodehavender og kundens uudnyttede trækningsrettigheder, garantier og andre poster under stregen, kapitalandele, afledte finansielle instrumenter og andre mellemværender, der indebærer en kreditrisiko for virksomheden. Særligt for pengeinstitutter medregnes endvidere kundens uudnyttede trækningsrettigheder, mens realkreditinstitutter også skal medregne realkreditlån, reservefondslån, realkreditobligationer og andre værdipapirer udstedt af kunden. For forsikringsselskaber skal der tillige ske medregning af ansvarlig lånekapital og andre mellemværender, der indebærer en kreditrisiko for virksomheden. For yderligere regulering af engagementer, størrelse af sådanne m.v. henvises til FVL kapitel 11.

Til § 12 a, stk. 2: Krav om markedsbaserede vilkår

Engagementerne skal bevilges i henhold til aktørselskabets sædvanlige forretningsbetingelser og på markedsbaserede vilkår, og selskabets

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

valgte revision skal i revisionsprotokollen vedrørende årsregnskabet afgive erklæring om, hvorvidt reglerne er opfyldt, jf. § 12 a, stk. 2.

Til § 12 a, stk. 3: Krav om overvågning af forsvarligheden
Direktionen og bestyrelsen skal i særlig grad overvåge forsvarligheden og forløbet af de nævnte engagementer, og bestemmelsen understreger ledelsens ansvar, jf. VHL § 12 a, stk. 3.

Til § 12 a, stk. 4: Tilsvarende krav vedrørende engagementer med nærståendes selskaber
Reglerne gælder også engagementer med selskaber, hvori personer, der er knyttet til direktører ved ægteskab, slægts- eller svogerskab i ret op- eller nedstigende linje eller som søskende, er direktører, jf. VHL § 12 a, stk. 4. Bestyrelsesmedlemmer er ikke nævnt i bestemmelsen, hvilket virker naturligt, eftersom det er bestyrelsens godkendelsesforpligtelse af direktionens engagementer, som bestemmelsen regulerer. Det kan således tiltrædes, at bestyrelsesmedlemmer som udgangspunkt ikke er omfattet af bestemmelsen. Se for samme opfattelse, *Jesper Lau Hansen*, Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, 2. udg., s. 53.

Til § 12 a, stk. 5: Krav til direktionen om solvens mv.
Bestemmelsen angår habilitetskrav for direktører. Hvis vedkommendes økonomi forbedres, er bestemmelsen ikke til hinder for, at den pågældende bliver direktør, medmindre den pågældende skønnes uegnet efter VHL § 9, stk. 1, jf. *FT 1996-97, till. A*, s. 4623.

§ 12 b **[Spekulationsforbud for direktører og ledende medarbejdere].** Personer, der ifølge lov eller vedtægtsbestemmelser er ansat af bestyrelsen i et aktieselskab omfattet af § 7 og ansatte, for hvilke der er en væsentlig risiko for konflikter mellem egne og aktieselskabets interesser, må ikke for egen regning eller gennem selskaber, de kontrollerer,

1. optage lån eller trække på allerede bevilgede kreditter til køb af værdipapirer, når de købte værdipapirer stilles til sikkerhed for lånet eller kreditten,
2. erhverve, udstede eller handle med afledte finansielle instrumenter, medmindre formålet er risikoafdækning,
3. erhverve kapitalandele, bortset fra andele i investeringsforeninger, specialforeninger, hedgeforeninger og udenlandske

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

investeringsinstitutter omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., med henblik på salg af disse tidligere end 6 måneder efter erhvervelsen eller

4. erhverve positioner i fremmed valuta, bortset fra euro, når positionstagningen sker med henblik på andet end betaling for køb af værdipapirer, varer eller tjenesteydelser eller køb eller drift af fast ejendom eller til brug for rejser.

Stk. 2. Den i stk. 1 nævnte personkreds må ikke erhverve kapitalandele i selskaber, der udøver virksomhed som nævnt i stk. 1, nr. 1-4. Dette gælder dog ikke køb af aktier i pengeinstitutter, forsikringsselskaber, realkreditinstitutter og fondsmæglerselskaber samt andele i investeringsforeninger, specialforeninger, hedgeforeninger og udenlandske investeringsinstitutter omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

Stk. 3. Bestyrelsen skal tage stilling til, for hvilke ansatte der er en væsentlig risiko for konflikter mellem egne og aktieselskabets interesser, og som derfor skal være omfattet af forbuddet.

Stk. 4. Bestyrelsen skal for personer omfattet af stk. 1 udarbejde retningslinjer for kontrol med overholdelse af forbuddet i stk. 1 og stk. 2, 1. pkt., herunder om indberetning af formuedispositioner.

Stk. 5. Den eksterne revision skal én gang om året gennemgå den finansielle virksomheds retningslinjer efter stk. 4 og i revisionsprotokollatet vedrørende årsrapporten oplyse, om retningslinjerne vurderes at være betryggende og have fungeret hensigtsmæssigt, og om virksomhedens kontrolprocedurer har givet anledning til bemærkninger.

Stk. 6. Et kontoførende institut har på anmodning fra bestyrelsen i den finansielle virksomhed pligt til at give den finansielle virksomheds eksterne revision adgang til oplysninger om konti og depoter samt til at udlevere udskrifter derfra for personer omfattet af stk. 1.

Stk. 7. Forbuddet i stk. 1, nr. 2, omfatter ikke finansielle instrumenter, der er afledt af aktier i aktieselskabet eller en virksomhed, der er koncernforbundet hermed, og som den pågældende modtager som led i sin aflønning.

Stk. 8. Forbuddet i stk. 1, nr. 1, omfatter ikke lån til køb af medarbejderaktier samt de i stk. 7 nævnte instrumenter.

Stk. 9. Forbuddet i stk. 1, nr. 3, omfatter ikke aktier, der er erhvervet ved udnyttelse af de i stk. 7 nævnte instrumenter.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 10. Interne revisions- og vicerevisionschefer må uanset stk. 1-9 ikke have økonomiske interesser i den virksomhed eller koncern, som de er ansat i.

Til forhindring af spekulation er der, ligeledes med forbillede i FVL, tidligere, BSL, reglerne om, hvad den omfattede personkreds må investere i. Direktører mv. samt »ansatte, for hvilke der er en væsentlig risiko for konflikter mellem egne og aktieselskabets interesser«, må ifølge VHL § 12 b ikke for egen regning eller gennem selskaber, de kontrollerer,

1. optage lån eller trække på allerede bevilgede kreditter til køb af værdipapirer, når de købte værdipapirer stilles til sikkerhed for lånet eller kreditten,
2. erhverve, udstede eller handle med afledte finansielle instrumenter, medmindre formålet er risikoafdækning,
3. erhverve kapitalandele, bortset fra andele i investeringsforeninger og specialforeninger mv., med henblik på salg af disse tidligere end 6 måneder efter erhvervelsen eller
4. erhverve positioner i fremmed valuta, bortset fra euro, når positionstagningen sker med henblik på andet end betaling for køb af værdipapirer, varer eller tjenesteydelser eller køb eller drift af fast ejendom eller til brug for rejser.

Formålet med bestemmelsen er at hindre konflikter mellem aktieselskabets interesser og egeninteressen hos en *person*, der er omfattet af spekulationsforbuddet. Med bestemmelsen, der blev ændret ved lov 453 af 10. juni 2003, er der ligeledes indført krav om, at der skal foretages en konkret vurdering, om der for den pågældende er en væsentlig risiko for sammenblanding af den pågældendes egne og aktieselskabets interesser. Forbuddet relateres således i højere grad til de risici, som reglerne skal imødegå end til de bestemte ledelsesfunktioner, jf. *FT 2002-03*, *till. A*, s. 4960. Den omfattede personkreds afgrænses ikke ved angivelse af titler. Personkredsen omfatter de personer, for hvilke der er størst risiko for sammenblanding af egne og aktieselskabets interesser. For personer, der ikke er ansat af bestyrelsen, skal der foretages en konkret vurdering af, om der for den pågældende er en væsentlig risiko for sammenblanding af den pågældendes egne og aktieselskabets interesser. Med ændringen får de om-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

fattede personer videre rammer for formuepleje, end tilfældet var i henhold til de tidligere gældende regler.

Ved afgørelsen af, om en disposition er foretaget »for egen regning«, er det afgørende, om et eventuelt tab af den gennemførte disposition vil påvirke den pågældendes økonomi, jf. *FT 2002-03*, *till. A*, s. 4960. Bestemmelsen medfører, ifølge lovbemærkningerne, videre rammer for formuepleje end efter den hidtil gældende spekulationsbekendtgørelse (1002 af 7. december 2001). Bestemmelsen vedrører kun bestyrelsesmedlemmer, der er indsat qua lov eller vedtægter, hvilket blev præciseret ved lov 491 af 9. juni 2004, jf. *FT 2003-04*, *till. A*, s. 7333.

Forbuddet mod gearede investeringer omfatter alene tilfælde, hvor værdipapirerne er lagt til sikkerhed for eksempelvis et lån. Ved værdipapirer forstås aktier, obligationer og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse, andre værdipapirer, der omsættes, og hvormed aktier, obligationer og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse, kan erhverves ved tegning, ombytning eller kontant betaling, andele i investeringsforeninger og specialforeninger, pengemarkedsinstrumenter, der er optaget til notering på en fondsbørs, samt indlånsbeviser og commercial papers og omsættelige pantebreve med pant i fast ejendom eller løsøre. Definitionen svarer til definitionen i den nu ophævede spekulationsbkg. § 1.

Ved afledte finansielle instrumenter forstås finansielle futures og tilsvarende instrumenter, fremtidige renteaftaler (FRA-kontrakter), rente- og valutaswaps samt swaps på aktier og aktieindeks, råvareinstrumenter mv., herunder tilsvarende instrumenter, der afregnes kontant, optioner på at erhverve eller afhænde et værdipapir, der falder ind under § 2, stk. 1, nr. 1-9, og optioner på aktie- og obligationsindeks, herunder tilsvarende instrumenter, der afregnes kontant og andre instrumenter og kontrakter efter Fondsrådets beslutning herom i henhold til VHL § 2, stk. 1, nr. 12. Definitionen svarer til den nu ophævede spekulationsbkg. § 1, stk. 2. Ved risikoafdækning forstås transaktioner, der mindsker risikoen ved udsving i værdien på de værdipapirer mv., som personkredsen lovligt kan erhverve.

Det er alene i relation til kapitalandele, der gælder en minimumsholdetid. Ved andre værdipapirer forstås alle former for andele i andre virksomheders egenkapital. Andele i investeringsforeninger og specialforeninger mv. var oprindeligt undtaget fra forbuddet. Ved salg af kapitalandele i trangssituationer inden for 6 måneder efter erhvervel-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

sen anses kapitalandelene ikke for erhvervet med henblik på salg inden for 6 måneder efter erhvervelsen. Det er så at sige den opståede situation, der motiverer salget, ikke et ønske om en hurtig gevinst. Ved trangssituationer forstås akut likviditetsbehov eller tab som følge af kursfald i forhold til kursen på anskaffelsestidspunktet. Kapitalandele, der er modtaget ved arv, gave, skifte af fællesbo, erstatning, godtgørelse og lignende, anses ligeledes ikke for erhvervet med henblik på salg inden for 6 måneder efter erhvervelsen.

»Hedgeforeninger og udenlandske investeringsinstitutter« i nr. 3 blev indsat ved lov 411 af 1. juni 2005. Se herom *Erik Banner Voigt, Dan Moalem, Ulrich Hejle og Kim Høibye*, R&R 2005, nr. 11, s. 58 ff.

Til § 12 b, stk. 2: Forbud mod investering i selskaber, der spekulerer

Bestemmelsen modvirker omgåelse og supplerer forbuddet i stk. 1 mod at investere via kontrollerede selskaber, jf. også *Jesper Lau Hansen:* Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, 2. udg., s. 55.

Til § 12 b, stk. 3: Krav om stillingtagen til, hvilke ansatte der også skal omfattes af spekulationsforbuddet

Det er bestyrelsens opgave at tage stilling til, for hvilke personer der er en væsentlig risiko for sammenblanding af egne og aktieselskabets interesser, og som derfor er omfattet af bestemmelsens stk. 1. Bestyrelsen skal sikre, at de personer, der skal være omfattet af forbuddet, er vidende herom, herunder at overtrædelse af bestemmelsen er strafsanktioneret. Typisk vil kredsen bestå af højtplacerede, ledende medarbejdere med direkte forretningsmæssigt ansvar. Bestyrelsen kan vælge at fastsætte personkredsen baseret på funktioner i stedet for baseret på navne, jf. *FT 2002-03*, *till. A*, s. 4961.

Til § 12 b, stk. 4: Krav om udarbejdelse af retningslinjer for kontrol med overholdelsen af spekulationsforbuddet

Bestemmelsen fik ændret affattelse ved lov 491 af 9. juni 2004. Bestemmelsen pålægger bestyrelsen en pligt til at udarbejde retningslinjer for kontrol med, at de ansatte efter stk. 1 og 3 overholder forbuddene mod spekulation.

Kontrollen skal være effektiv, jf. FT 2003-04, till. A, s. 7333 ff. Retningslinjerne skal indeholde bestemmelser om indberetning af formuedispositioner, der kan bestå i indsendelse af konto- og depotud-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

skrifter for en given periode. Retningslinierne kan bestemme, at indberetningerne skal ske en eller flere gange om året, herunder på stikprøvevis basis, fra alle eller visse af de omfattede personer, så det via indberetningerne kan kontrolleres, om forbuddene i stk. 1 og 2 er overholdt.

Det er endvidere bestyrelsens ansvar at fastlægge de kontrolhandlinger, den finansielle virksomhed skal udføre vedrørende de modtagne indberetninger af formuedispositioner, således at disse under hensyn til virksomhedens konkrete forhold sikrer, at der over en årrække føres kontrol med samtlige personer omfattet af regelsættet. Kontrollen af indberetningerne kan eksempelvis forestås af bestyrelsen selv eller af et andet revisionsfirma end den finansielle virksomheds generalforsamlingsvalgte revisionsfirma eller af en advokat.

Til § 12 b, stk. 5: Krav om revisionens gennemgang af retningslinjerne

Bestemmelsen fik ændret affattelse ved lov 491 af 9. juni 2004. Det kan fastlægges i retningslinjerne efter stk. 4, at den eksterne revisions gennemgang efter stk. 5 angår dispositioner over et vist minimumsbeløb, jf. *FT 2003004*, *till. A*, s. 7333. Revisionen skal i revisionsprotokollatet afgive erklæring om, hvorvidt kontrollen med overholdelsen af forbuddet har givet anledning til bemærkninger. Bestyrelsen har ligeledes pligt til at forholde sig til en bemærkning i revisionsprotokollatet om en formodet overtrædelse og kan herunder benytte den spørgeadgang, som stk. 6 giver mulighed for, jf. nedenfor.

Til § 12 b, stk. 6: Pengeinstitutters pligt til at give oplysninger til revisionen til kontrol med overholdelsen af spekulationsforbuddet

Bestemmelsen blev indført ved lov 491 af 9. juni 2004, hvorved de efterfølgende bestemmelsers nummerering blev skubbet. Bestyrelsen kan efter bestemmelsen rette forespørgsel om den pågældende undersøgte persons konti og depoter i fremmede institutter som et led i den eksterne revisions undersøgelse af, om der er sket en overtrædelse af forbuddene i stk. 1 og 2. For at sikre at den eksterne revision får udleveret de anmodede oplysninger, har de spurgte institutter pligt til at udlevere de ønskede oplysninger. Såfremt bestyrelsen ikke efter den eksterne revisions ønske fremsætter en begæring til det kontoførende pengeinstitut, må revisionen anføre i revisionsprotokollatet, at den ikke har haft adgang til oplysningerne, medmindre bestyrelsen på

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

anden måde fremskaffer dem. På den måde kan revisor overholde revsiorlovens regler om uafhængighed, jf. *FT 2003-04*, *till. A*, s. 7334.

Til § 12 b, stk. 7: Undtagelse for aktiebaseret aflønning
Denne bestemmelse, der før var stk. 6, blev gjort til stk. 7 ved lov 491 af 9. juni 2004. Bestemmelsen giver den omfattede personkreds mulighed for som en del af deres aflønning at modtage optioner, warrants mv., der relaterer sig til aktier i det aktieselskab, de er ansat i, eller virksomheder der er koncernforbundet hermed. Differenceafregning i forbindelse med udnyttelsen af sådanne finansielle instrumenter er ikke i strid med spekulationsforbuddet, jf. *FT 2002-03*, *till. A*, s. 4961.

Til § 12 b, stk. 8: Undtagelse for lån til medarbejderaktier
Denne bestemmelse, der før var stk. 7, blev gjort til stk. 8 ved lov 491 af 9. juni 2004. Undtagelsen angår kun stk. 1, nr. 1.

Til § 12 b, stk. 9: Undtagelse for aktier købt pga. aktiebaseret aflønning
Stk. 9 blev indsat som et nyt stk. 8 ved lov 1171 af 19. december 2003, hvorved stk. 8 som affattet ved lov 453 af 10. juni 2003 blev stk. 9. Ved lov 491 af 9. juni 2004 blev et nyt stk. 6 indført, og stk. 8-9 blev til stk. 9-10. Bestemmelsen modsvarer FVL § 77, hvorefter forbuddet mod at erhverve aktier inden for 6 måneder ikke gælder medarbejderaktier efter stk. 6.

Til § 12 b, stk. 10: Absolut forbud for interne revisionschefer mod økonomiske interesser i virksomheden
Ved økonomiske interesser forstås f. eks. kapitalandele, efterstillet kapital mv. og finansielle instrumenter afledt heraf. Stillingen som intern revisions- eller vicerevisionschef er undergivet en særlig skærpet regulering for at sikre deres habilitet og uafhængighed. Reguleringen knytter sig til titlen, og andre med lignende funktioner vil derfor ikke være omfattet (forudsat, at der findes en person med den omtalte titel – i modsat fald vil vurderingen være konkret, idet man ikke kan benævne sig ud af den skærpede forpligtelse), men undergivet de øvrige bestemmelser i stk. 1-7. Se også *Jesper Lau Hansen:* Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, 2. udg., s. 57.

§ 12 c **[Forbud mod dobbeltmandater]** Hvervet som bestyrelsesmed-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

lem i et aktieselskab omfattet af § 7 kan ikke forenes med stillingen som direktør eller intern revisionschef i selskabet. Dog kan bestyrelsen i en direktørs forfald midlertidigt beskikke et af sine medlemmer som direktør. Den pågældende kan i så fald ikke udøve stemmeret i de nævnte organer.

Til § 12 c: Forbud mod dobbeltmandater

Bestemmelsen er ændret ved lov 453 af 10. juni 2003, hvormed bestemmelsen blev ændret fra at være titelorienteret til at vedrøre personer, der er ansat af bestyrelsen, samt personer for hvilke der er en væsentlig risiko for konflikter mellem egne og aktieselskabets interesser. Væsentlig risiko antages ikke at foreligge, hvor den pågældende er udpeget af aktieselskabet til at varetage det pågældende hverv, jf. *FT 2002-03*, *till. A*, s. 4962.

Bestemmelsens andet led blev indsat ved lov 116 af 27. februar 2006 for at bringe bestemmelsen i overensstemmelse med den tilsvarende bestemmelse i FVL § 73, stk. 1.

Stillingen som medlem af et § 7-selskabs bestyrelse kan efter § 12 c ikke forenes med stillingen som direktør i det pågældende § 7-selskab. Dog kan bestyrelsen i direktørens forfald midlertidigt beskikke et af sine medlemmer. Den pågældende kan i så fald ikke udøve stemmeret i bestyrelsen.

Det bemærkes, at § 51, stk. 3, i aktieselskabsloven sætter begrænsninger for beskikkelsen af en bestyrelsesformand i børsnoterede selskaber, hvilket ligeledes er i overensstemmelse med fortolkningen af den tilsvarende bestemmelse i FVL § 73, stk. 1, jf. *FT 2005-06*, *till. A*, s. 1269.

§ 12 d **[Forbud mod bijob, egen virksomhed mv.]** Personer, der ifølge lov eller vedtægtsbestemmelse er ansat af bestyrelsen i et aktieselskab omfattet af § 7, kan ikke uden bestyrelsens tilladelse eje eller drive selvstændig erhvervsvirksomhed eller som bestyrelsesmedlem eller funktionær eller på anden måde deltage i ledelsen eller driften af anden erhvervsvirksomhed end aktieselskabet.

Stk. 2. Andre ansatte i et aktieselskab omfattet af § 7, for hvilke der er en væsentlig risiko for konflikter mellem egne og aktieselskabets interesser, kan ikke uden direktionens tilladelse eje eller drive selvstændig erhvervsvirksomhed eller som bestyrelsesmedlem eller funktionær eller på anden måde deltage i

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ledelsen eller driften af anden erhvervsvirksomhed end aktieselskabet. Bestyrelsen skal orienteres om tilladelser givet af direktionen.

Stk. 3. Bestyrelsen skal tage stilling til, for hvilke ansatte der er en væsentlig risiko for konflikter mellem egne og aktieselskabets interesser, og som derfor skal have direktionens tilladelse, jf. stk. 2.

Stk. 4. Den i stk. 1 og 2 nævnte virksomhed kan kun bestrides, såfremt aktieselskabet eller virksomheder, der indgår i koncern med aktieselskabet, ikke har eller indgår engagementer med de i stk. 1 og 2 nævnte virksomheder. Undtaget herfra er engagementer i form af kapitalandele samt engagementer med erhvervsvirksomheder, der indgår i koncern med aktieselskabet, eller erhvervsvirksomheder, hvor aktieselskaber omfattet af § 7 i fællesskab ejer mere end 4/5 af kapitalandelene.

Stk. 5. Samtlige tilladelser givet af bestyrelsen i medfør af stk. 1 skal fremgå af bestyrelsens forhandlingsprotokol.

Stk. 6. Aktieselskabet skal mindst én gang årligt offentliggøre oplysninger om de hverv, som bestyrelsen har godkendt i henhold til stk. 1. Endvidere skal den eksterne revision i revisionsprotokollatet vedrørende årsrapporten afgive erklæring om, hvorvidt aktieselskabet har engagement med erhvervsvirksomheder omfattet af stk. 1 og 2.

Stk. 7. Finanstilsynet kan i særlige tilfælde dispensere fra stk. 4.

Til § 12 d, stk. 1: Forbud mod direktørers m.fl.s bijob, egen virksomhed mv.

Bestemmelsen er ændret ved lov 453 af 10. juni 2003 og omfatter personer, der er ansat af bestyrelsen. Ved lov 491 af 9. juni 2004 blev bestemmelsen præciseret ved indføjelsen af »personer« »der ifølge lov eller vedtægtsbestemmelser«, således at bestemmelsen ikke omfatter personer, der ifølge kutyme eller lignende ansættes af bestyrelsen. Præciseringen er i overensstemmelse med resultatet af det udvalgsarbejde, der har dannet grundlaget for afgrænsningen af personkredsen, som er omfattet af spekulationsforbuddet og reglerne om ledelsens andre hverv, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 7333.

Begrebet erhvervsvirksomhed skal forstås i overensstemmelse med praksis for lovændringen i 2003, hvor dette fortolkedes meget vidt. Besiddelse af ikke-dominerende kapitalandele i kommanditselskaber,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

andelsselskaber, aktieselskaber mv. er som udgangspunkt ikke nok til at statuere, at besidderen derigennem udøver erhvervsvirksomhed, jf. *FT 2002-03*, *till. A*, s. 4962.

Til § 12 d, stk. 2: Tilsvarende forbud mod visse andre ansattes bijob mv.

»Væsentlig risiko« antages ikke at foreligge, hvor den pågældende er udpeget af aktieselskabet til at varetage det pågældende hverv, jf. *FT 2002-03, till. A*, s. 4962.

Direktionen kan efter bestemmelsen tage stilling til, hvorvidt personer, der ikke er ansat direkte af bestyrelsen, kan påtage sig andre hverv. På baggrund af over-underordnelsesforholdet er det fundet naturligt, at det er direktionen og ikke bestyrelsen, der tager stilling til, hvorvidt personer, der ikke er ansat direkte af bestyrelsen, kan påtage sig andre hverv. Der er mulighed for, at den omfattede personkreds kan påtage sig hverv både som bestyrelsesmedlem og direktør i andre erhvervsvirksomheder. Erhvervsvirksomhed skal forstås i overensstemmelse med hidtidig praksis. Besiddelse af ikke-dominerende kapitalandele i kommanditselskaber, andelsselskaber, aktieselskaber mv. er som udgangspunkt ikke nok til at statuere, at besidderen derigennem udøver erhvervsvirksomhed.

Til § 12 d, stk. 3: Krav om, at bestyrelsen fastlægger kredsen af forbuds-omfattede

Det er bestyrelsens opgave at tage stilling til, for hvilke personer der er en væsentlig risiko for sammenblanding af egne og aktieselskabets interesser, og som derfor er omfattet af bestemmelsens stk. 2. Bestyrelsen skal sikre, at de personer, der er omfattet af forbuddet, er vidende herom, herunder at overtrædelse af bestemmelsen er strafbelagt, jf. *FT 2002-03*, *till. A*, s. 4962. Typisk vil denne kreds være indskrænket til højt placerede, ledende medarbejdere med direkte forretningsmæssigt ansvar. Bestyrelsen kan vælge at beskrive personkredsen under anvendelse af funktionsbetegnelser i stedet for under angivelse af navne. Stk. 4 skal være opfyldt.

Til § 12 d, stk. 4: Tilladelse til bijob mv. forudsætter, at selskabet ikke har engagementer med den anden virksomhed

Den i stk. 1 og 2 nævnte virksomhed kan kun bestrides, såfremt aktieselskabet eller virksomheder, der indgår i en koncern med aktie-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

selskabet, ikke har eller indgår engagementer med den pågældende virksomhed eller virksomheder, der er koncernforbundet hermed. »Engagement« er defineret som »summen af de mellemværender, der indebærer en kreditrisiko for virksomheden«, jf. FVL § 5, stk. 1, nr. 16, jf. lov 453 af 10. juni 2003. Der anføres i forarbejderne hertil, at alle kreditrisici for en kunde eller en gruppe af indbyrdes forbundne kunder medregnes, jf. *FT 2002-03, till. A*, s. 4763. Se også under VHL § 12 a, stk. 1.

Kapitalandele er undtaget fra forbuddet, idet det særligt er i selskaber, hvor det pågældende aktieselskab har kapitalandele, at det vil være relevant at sidde i bestyrelsen eller deltage i den daglige ledelse. Selskaber, der indgår i en koncern med aktieselskabet, eller hvor aktieselskaber omfattet af § 7 i fællesskab ejer mere end 4/5 af kapitalandelene, er undtaget fra forbuddet, jf. *FT 2002-03, till. A*, s. 4962.

Der kan dispenseres efter stk. 7.

Til § 12 d, stk. 5: Pligt til at optage tilladelser i forhandlingsprotokollen

Bestyrelsen har pligt til at føre beslutninger, om hvilke hverv personer ansat af bestyrelsen kan påtage sig, til protokols, om end dette blot er en tydeliggørelse af bestyrelsens almindelige pligt til at indføre beslutninger i forhandlingsprotokollen, jf. *FT 2002-03*, *till. A*, s. 4962.

Til § 12 d, stk. 6: Pligt til årlig offentliggørelse af tilladelserne

Bestemmelsen skal sikre åbenhed og gennemsigtighed for så vidt angår ledelsens andre hverv. Oplysningerne skal offentliggøres, således at informationerne er let tilgængelige, f.eks. på aktieselskabets hjemmeside, i årsrapporten eller i en landsdækkende avis, jf. *FT 2002-03*, *till. A*, s. 4962.

Den eksterne revision skal i revisionsprotokollatet vedrørende årsrapporten afgive erklæring om, hvorvidt aktieselskabet har engagement med selskaber omfattet af stk. 1 og stk. 2. Det skal af erklæringen fremgå, hvorvidt engagementet er omfattet af undtagelsesbestemmelsen i stk. 4, jf. *FT 2002-03*, *till. A*, si.4962.

Til § 12 d, stk. 7: Mulighed for dispensation fra forbuddet mod, at selskabet har engagementer med den anden virksomhed

Dispensation kan alene gives i tilfælde, hvor det er åbenlyst, at der ikke kan opstå interessekonflikter. Eksempler herpå er mindre han-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

delsbeholdninger af børsnoterede erhvervsobligationer, jf. *FT 2002-03, till. A*, s. 4962.

§ 13 **[Tavshedspligt for bestyrelse, direktion, revision m.fl.]**. Bestyrelse, revisor samt direktører og øvrige ansatte i et aktieselskab omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1-6, må ikke uberettiget røbe, hvad de under udøvelsen af deres stilling eller hverv har fået kundskab om.

Stk. 2. Stk. 1 er ikke til hinder for, at et aktieselskab omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1-6, som led i et samarbejde med andre aktieselskaber omfattet af § 7, et reguleret marked for værdipapirer i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået samarbejdsaftale med på det finansielle område, eller et af Finanstilsynet anerkendt udenlandsk reguleret marked, clearingcentral og værdipapircentral videregiver oplysninger til disse, såfremt oplysningerne er undergivet tilsvarende tavshedspligt hos modtagerne.

Stk. 3. Omfattet af stk. 1 er tillige oplysninger, som et aktieselskab omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1-6, modtager fra andre aktieselskaber omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1-6, eller udenlandske regulerede markeder med angivelse af, at oplysningerne er hemmelige eller fortrolige, eller hvor dette følger af oplysningernes karakter.

Stk. 4. For værdipapircentraler gælder reglerne i § 60, stk. 2-4.

Til § 13: Udgangspunktet: »må ikke uberettiget røbe ...«

Bestemmelsen er materielt uændret siden vedtagelsen af hovedloven, om end henvisningen til nr. 1-6 blev ændret ved lov 604 af 24. juni 2005.

Der gælder tavshedspligt for aktørselskabets ledelse, øvrige ansatte og revisorer omtrent svarende til FVL's, tidligere BSL's, tavshedsregler, jf. VHL § 13. Der må dog nødvendigvis herved tages hensyn til **de særlige former for virksomhed, som VHL's aktører udfører**, og som består i notering af selskaber, registrering af ejerskab etc. Samarbejdet med andre tilsvarende aktører i udlandet kan efter omstændighederne nødvendiggøre en udveksling af oplysninger, og i det omfang kontraktparten er underlagt tilsvarende tavshedspligter, er en udveksling af oplysninger ikke et tavshedsbrud, jf. VHL § 13, stk. 2,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

men oplysninger modtaget fra kontraktparten bliver også tavshedsbelagt, jf. § 13, stk. 3.

Der kan herved tillige henvises til VHL § 63 om en værdipapircentrals samarbejde med udenlandske værdipapircentraler og til de særlige tavshedsregler for værdipapircentraler i § 60, stk. 2-4.

Til § 13, stk. 2: Tilladt videregivelse til ligeledes tavshedsbelagte samarbejdspartnere

Bestemmelsen giver mulighed for, at en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, en værdipapirmægler, en pengemarkedsmægler eller en clearingcentral kan videregive fortrolige informationer til danske og udenlandske tilsvarende virksomheder samt værdipapircentraler, hvis de er undergivet tilsvarende tavshedspligt hos modtagerne, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1984-1985.

Til § 13, stk. 3: Oplysninger fra samarbejdspartnere er også tavshedsbelagte

Oplysninger modtaget fra kontraktparten bliver også tavshedsbelagt.

Til § 13, stk. 4: Særlige regler for værdipapircentraler

Der henvises til VHL § 60, stk. 2-4.

§ 14 **[Årsrapporten og Finanstilsynet].** Årsrapporten for et aktieselskab omfattet af § 7, ekstern revisors revisionsprotokollat vedrørende årsrapporten samt revisionsprotokollatet vedrørende årsrapporten fra den interne revisionschef skal indsendes i to eksemplarer til Finanstilsynet. Finanstilsynet sender et eksemplar af årsrapporten til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, som bekendtgør modtagelsen i styrelsens edb-informationssystem. De modtagne årsrapporter er offentligt tilgængelige i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte regler om regnskabsaflæggelse og om revisionens, herunder systemrevisionens, gennemførelse i aktieselskaber omfattet af § 7.

Stk. 3. Finanstilsynet kan fastsætte regler om regnskab på konsolideret basis.

Stk. 4. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler for transaktioner, der indgås mellem aktieselskaber omfattet af § 7 og

1. virksomheder, der direkte eller indirekte er forbundet med aktieselskabet omfattet af § 7 som dattervirksomheder, as-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

socierede virksomheder eller modervirksomheder eller som modervirksomhedens associerede virksomheder og øvrige dattervirksomheder,

2. virksomheder eller personer, der er forbundet med aktieselskabet omfattet af § 7 gennem snævre forbindelser, jf. lov om finansiel virksomhed § 5, stk. 1, nr. 17 eller
3. virksomheder, der ikke er omfattet af nr. 1 og 2, og hvor personerne i virksomhedernes ledelse for flertallets vedkommende er de samme, eller hvor virksomhederne er underlagt en fælles ledelse i medfør af en aftale eller vedtægtsbestemmelser herom.

Stk. 5. Koncerninterne transaktioner foretaget i strid med de i medfør af stk. 4 fastsatte regler skal ophæves, således at ydelserne om muligt tilbageleveres, herunder at eventuel sikkerhedsstillelse ophører. Udbetalinger fra selskabet, der er foretaget i forbindelse med koncerninterne transaktioner i strid med de i medfør af stk. 4 fastsatte regler, skal tilbageføres tillige med en årlig rente af beløbet svarende til den rente, der er fastsat efter § 5, stk. 1 og 2, i lov om rente ved forsinket betaling mv.

Til § 14, stk. 1: Pligt til indsendelse af årsrapport mv. til Finanstilsynet

Bestemmelsen blev indsat ved lov 453 af 10. juni 2003 for at give Finanstilsynet udtrykkelig hjemmel til at kræve revisionsprotokollater (såvel interne som eksterne) indsendt fra virksomhederne.

Der er fælles regler for aktørselskabernes årsrapporter. Årsrapport og ledelsesberetning skal **indsendes til Finanstilsynet**, jf. VHL § 14. Tilsynet videresender til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, hvor årsrapporten er offentligt tilgængelig.

Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om årsrapport og herunder koncernregnskab, jf. § 14, stk. 2 og 3, og om revision, herunder systemrevision.

Til § 14, stk. 2: Finanstilsynets kompetence til at fastsætte regnskabsforskrifter

Stk. 2 er indholdsmæssigt uændret siden hovedloven. Hjemmelen til at fastsætte regler om regnskabsaflæggelse er givet Finanstilsynet for at give Finanstilsynet mulighed for at føre tilsyn med et aktieselskab, herunder at kunne kontrollere at startkapitalen er intakt, jf. *FT 1995-*

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

96, *till. A*, s. 1984. Hjemmelen supplerer den almindelige regnskabslovgivning om årsrapporter.

Til § 14, stk. 3: Tilsvarende kompetence vedrørende regnskab på konsolideret basis

Ved konsolideret basis forstås, at fondsbørs stilles som moderselskab, som om den selv udøver den aktivitet, der udøves i datterselskabet, jf. *FT 1995-96*, *till. A*, s. 1984.

Det forudsættes, at det af reglerne fremgår, at såfremt et selskab, der driver børsvirksomhed, clearingvirksomhed eller registreringsvirksomhed etablerer et datterselskab, der f.eks. driver clearingvirksomhed, skal datterselskabet opfylde kravet om en startkapital på kr. 40 mio. På konsolideret basis skal koncernen imidlertid kun opfylde kravet til moderselskabet, det vil sige de kr. 40 mio., som foreskrevet i VHL § 8, stk. 2, nr. 2, jf. *FT 1995-96*, *till. A*, s. 1984.

Finanstilsynet har udnyttet hjemmelen til at udstede bkg. 1001 af 7. december 2001 om systemrevisionens gennemførelse i værdipapircentraler.

Til § 14, stk. 4: Kompetence til at fastsætte regler om koncerninterne transaktioner

Stk. 4 blev indsat ved lov 250 af 27. april 1999 for at give Finanstilsynet samme beføjelser over for § 7- virksomheder som overfor andre finansielle virksomheder. Bestemmelsen blev ændret ved lov 1460 af 22. december 2004 for fuldt ud at ligestille den med FVL § 18, stk. 1 (som affattet ved lov 365 af 19. maj 2004).

Finanstilsynet har udnyttet hjemmelen til at udstede bkg. 904 af 1. september 2004 om koncerninterne transaktioner, hvorved dele af Konglomeratdirektivet (2002/87/EF), Forsikringsgruppedirektivet (98/78/EF) og Kreditinstitutdirektivet (2000/12/EF) blev implementeret.

Alle koncerninterne transaktioner er omfattet, jf. *FT 1998-99, till. A*, s. 3458, og der skal ske direktivkonform fortolkning.

Til § 14, stk. 5: Pligt til ophævelse af retsstridige koncerninterne transaktioner

Denne bestemmelse blev indsat ved lov 283 af 26. april 2000, den gang som et nyt stk. 6.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Transaktionen kan ifølge bestemmelsen ophæves, hvis der foreligger koncerninterne transaktioner i strid med stk. 4, og ydelserne tilbageleveres med forbehold for tredjemands eventuelle bedre stiftede rettigheder eller anden umulighed. Er der således eksempelvist tale om salg af et aktiv i strid med bekendtgørelsen om koncerninterne transaktioner, og bliver aktivet af selskabets medkontrahent derefter videresolgt til en tredjemand, som efter dansk rets almindelige regler om ekstinktion af rettigheder har erhvervet ret til aktivet, kan tilbagelevering ikke finde sted.

Udgangspunktet for Finanstilsynets vurdering er den erklæring, som selskabets revisorer afgiver om koncerninterne transaktioner i revisionsprotokollatet vedrørende årsregnskabet.

Kan ydelserne ikke tilbageleveres, vil selskabet eventuelt kunne få et økonomisk tab efter dansk rets almindelige regler. Består ydelsen i, at selskabet skal stille sikkerhed, skal en sådan sikkerhedsstillelse ophøre, medmindre sikkerhedsstillelsen er afgivet overfor medkontrahenter i god tro. Selvom selskabets medkontrahent ikke måtte have evne eller vilje til at udligne forskellen mellem markedsvilkår og den koncerninterne transaktion, skal der ske ophævelse jf. i det hele *FT 1999-00, till. A*, s. 3256.

Der henvises til principperne bag AL § 115, stk. 3 og 4, om lån og sikkerhedsstillelse i strid med AL § 115, stk. 1 (ulovlige aktionærlån), men ikke AL § 115, stk. 5, om indeståelse fra de personer, der er ansvarlige for transaktionen.

§ 15 **[Beregning af den ansvarlige kapital].** Den ansvarlige kapital i et aktieselskab omfattet af § 7, stk. 1, nr. 1, 2, 3, 6 og 7, beregnes som den indbetalte aktiekapital med fradrag af beholdningen af egne aktier og årets løbende underskud og tillagt overkurs ved emission samt reserver.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte kapitaldækningsregler og regler om afdækning af de af § 7 omfattede aktieselskabers risici. Finanstilsynet kan fastsætte regler om afskrivning af immaterielle aktiver.

Til § 15, stk. 1: Fælles forskrifter

Bortset fra angivelse af immaterielle aktiver ved lov 376 af 22. maj 1996 har bestemmelsen bevaret sin formulering fra hovedloven. Ved lov 427 af 6. juni 2002 blev henvisningen til § 7 dog ændret (om end

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

forkert og derfor rettet ved lov 453 af 10. juni 2003) for at vise, at der var tilføjet nye stykker. Henvisningen til alternative markedspladser i VHL § 7, stk. 1, nr. 3 blev indført ved lov 604 af 24. juni 2005.

Endelig er der i de fælles bestemmelser forskrifter om begrebet »ansvarlig kapital«, jf. VHL § 15. Den ansvarlige kapital beregnes for fondsbørser, autoriserede markedspladser, clearingcentraler og værdipapircentraler således: Der tillægges aktiekapitalen, emissionsoverkurs og øvrige reserver. Der fratrækkes beholdning af egne aktier, immaterielle aktiver, fx goodwill, og årets løbende underskud.

Den ansvarlige kapital skal overstige kapitalkravet i VHL § 8.

Til § 15, stk. 2: Finanstilsynets kompetence til at fastsætte kapitaldæknings- og risikoafdækningsforskrifter

Finanstilsynet hjemmel er ikke udnyttet. Bestemmelsens 2. pkt. blev indført ved betænkningen i hovedloven, jf. *FT 1995-96*, *till. B*, s. 163, fordi det kan være unødvendigt belastende, hvis immaterielle aktiver skulle fragå i den ansvarlige kapital på samme måde som i andre finansielle virksomheder, hvilket stk. 1 på det pågældende tidspunkt lagde til grund, jf. *Jesper Lau Hansen:* Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, 2. udg., s. 62.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 4

Børsvirksomhed

§ 16 **[Børsvirksomhed]** Ved børsvirksomhed forstås regelmæssig drift af et marked, hvor der optages værdipapirer til notering. Ved børsvirksomhed forstås tillige regelmæssig drift af et marked, hvor værdipapirer, der er optaget til notering på et marked som nævnt under nr. 1-4, optages til handel mellem markedets medlemmer på egne eller kunders vegne:

1. en dansk fondsbørs,
2. en fondsbørs eller et tilsvarende reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union,
3. en fondsbørs eller et tilsvarende reguleret marked i lande, som fællesskabet har indgået samarbejdsaftale med, eller
4. et af Finanstilsynet anerkendt tilsvarende reguleret marked uden for Den Europæiske Union.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte regler for markeder, hvor der handles værdipapirer, og som drives af en eller flere værdipapirhandlere alene eller i forening. Dette gælder dog ikke, såfremt markedet er omfattet af kapitel 13 eller 14.

Stk. 3. De fondsbørser, der har fået Finanstilsynets tilladelse til at drive børsvirksomhed, er eneberettigede til i deres navn at benytte betegnelsen »fondsbørs«. Andre virksomheder må ikke i deres navn eller i betegnelsen af deres virksomhed benytte ordet »fondsbørs« eller betegnelser, der er egnet til at fremkalde det indtryk, at de er fondsbørser.

Stk. 4. Vedtægterne for en fondsbørs skal i formålsbestemmelsen indeholde oplysninger om, hvilke typer af værdipapirer der kan optages til notering.

Til § 16, stk. 1: Fondsbørser

Begrebet »børsvirksomhed« er historisk udformet således, at det opfylder Investeringsservicedirektivets definition af et **reguleret marked**, når bestemmelserne i VHL §§ 18, 20, 30 og kapitel 6 også medtages. Implementering af MiFID ændrer ikke på definitionen af et

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

reguleret marked, jf. art. 4, stk. 14 og samme direktivs Afsnit III. Også en autoriseret markedsplads, jf. kapitel 11, er et reguleret marked i direktivets forstand, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1985, og vil således også være det efter implementeringen af MiFID.

Børsvirksomhed i VHL's forstand kan først og fremmest defineres som regelmæssig drift af et marked, hvor der optages værdipapirer til notering, jf. VHL § 16, stk. 1, 1. led. Herved er det primære fondsbørsbegreb defineret, dvs. handel med værdipapirer, som primært er noteret på netop denne fondsbørs. Notering forudsætter, at der skal være indberetningsregler og regler om gennemsigtighed, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1985.

Anvendelsen af begrebet »værdipapirer« i stk. 1 sigter til den brede definition, som fremgår af VHL § 2, stk. 1. En ren derivatbørs eller en obligationsbørs kan således være en fondsbørs, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1985.

En fondsbørs kan karakteriseres ved **tre nøglebegreber:**

1. et marked,
2. optagelse af værdipapirer til notering eller handel og
3. at handelen foregår mellem medlemmer.

Det påvises af *Jesper Lau Hansen:* Fondsbørsen – aspekter af en fondsbørsretlig forudsætning, s. 2 og 251, anmeldt af *Erik Werlauff* i UfR 2000 B, s. 155 f., at vort fondsbørsbegreb snarere er **institutionelt** end funktionelt fastlagt.

Fondsbørsdefinitionen omfatter også **en mere sekundært betonet virksomhed**, nemlig drift af et marked, hvor der til handel (på egne eller kunders vegne) mellem dette markeds medlemmer optages værdipapirer, som primært er optaget til notering på et andet marked, nemlig en anden dansk fondsbørs, en fondsbørs eller tilsvarende reguleret marked i et andet EU- eller EØS-land eller i et andet land, som EU har samarbejdsaftale med, eller et af Finanstilsynet anerkendt, tilsvarende marked uden for EU, jf. VHL § 16, stk. 1, 2. led.

Værdipapirer, der er noteret på fondsbørser beliggende i EU- og EØS-landene, vil automatisk kunne optages til handel. Derudover kan Finanstilsynet anerkende andre udenlandske, regulerede markeder med den virkning, at de, på disse fondsbørser noterede værdipapirer, tillige kan optages til handel på en dansk fondsbørs, jf. *FT 1995-96, till. A,* s. 1985.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Det er en forudsætning for, at der kan tales om »handel«, at der sker en sammenføring med henblik på køb og salg, og at der er tale om regelmæssig handel, hvilket vil sige regelmæssig gennemførelse af flere transaktioner, således at der kan tales om et marked, jf. *FT 1995-96, till. A*, side 1985.

Endelig kunne man tale om en tredje børsdefinition, nemlig en tvingende definition til brug i tilfælde, hvor der foregår **en »børslignende« virksomhed**, som blot ikke formelt har karakter af en fondsbørs. I sådanne tilfælde kan Finanstilsynet gribe ind og foreskrive, at de formelle forskrifter om fondsbørser skal opfyldes, jf. VHL § 16, stk. 2, og bkg. nr. 986 af 4. oktober 2004. Et sådant pålæg omfatter dog alene de funktionelle forskrifter, hvorimod der ikke kan gives pålæg om at oprette et fondsbørsaktieselskab mv.

Det er derimod ikke udtryk for børsvirksomhed i VHL's forstand, at der drives **et rent informationssystem**, eller at flere investorer, fx pensionskasser, institutionelle investorer mv., indbyrdes handler værdipapirer uden deltagelse af en værdipapirhandler.

Til § 16, stk. 2: Kompetence til at fastsætte regler for markeder drevet af værdipapirhandlere i forening

Bestemmelsen er ændret ved lov 491 af 9. juni 2004 om værdipapirhandlere, der driver et alternativt markedssystem. Bestemmelsen giver mulighed for at indføre det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalgs (CESR) standarder for »Alternative Trading Systems« (CESR/02-087b). Herved sikres det, at der gælder ensartede regler for alternative handelssystemer i Danmark såvel som i Europa.

Efter standarderne skal værdipapirhandlere underrette den kompetente myndighed om etableringen af alternative handelssystemer, om systemets vigtigste kendetegn og om ændringer heraf, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 14.

Bestemmelsen er indført før vedtagelsen af MiFID, men må antages at implementere dette efter princippet om loyal EU-konform fortolkning, jf. *Jesper Lau Hansen*: Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, bind 2, 2. udgave, side 68.

Ved bkg. nr. 986 af 4. oktober 2004 er hjemlen i bestemmelsen udnyttet. Ligesom VHL § 16, stk. 2, vedrører bekendtgørelsen kun tilfælde, hvor markedet drives af en eller flere værdipapirhandlere. MiFID direktivets implementering må indebære, at et dansk reguleret marked, f.eks. en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads, kan

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

drive et alternativt handelssystem, uanset eneretten for værdipapirhandlere til offentligt at tilbyde investeringsservice efter Lov om finansiel virksomhed § 9, stk. 3, og at dette alternative handelssystem skal reguleres af Finanstilsynet.

Ved et alternativt handelssystem forstås et multilateralt system, drevet af en eller flere fysiske eller juridiske personer, der, inden for systemet og efter ufravigelige regler, sætter forskellige tredjeparter i forbindelse med hinanden på en sådan måde, at der indgås en aftale, jf. bkg. 986 af 4. oktober 2004, § 1, stk. 2.

Bekendtgørelsen pålægger værdipapirhandleren under civilretligt og strafferetligt ansvar en række forpligtelser i forbindelse med tilrettelæggelsen af værdipapirhandlerens overordnede ansvar for drift af systemet. Værdipapirhandleren skal først underrette Finanstilsynet skriftligt med detaljerede oplysninger om systemets indretning, inden driften af systemet påbegyndes. Værdipapirhandleren skal derefter blandt andet sikre:

Til § 16, stk. 3: Eneberettigelse til betegnelsen »børs« mv.

Ligesom fx betegnelsen »bank« er beskyttet, er også **betegnelsen »fondsbørs«** en beskyttet betegnelse. Derimod er betegnelsen »børs« ikke beskyttet. Det er kun en ret men ikke en pligt at benytte betegnelsen »fondsbørs«.

Til § 16, stk. 4: Krav om angivelse af værdipapirtyperne i fondsbørsens vedtægter

Vedtægterne for den enkelte fondsbørs skal både angive **den eller de typer af værdipapirer**, der kan optages til notering, jf. VHL § 16, stk. 4. Mens således en bank som sit formål blot kan og skal have »at drive bankvirksomhed«, dvs. en *full scale* definition (medmindre banken gennem datterselskaber vil drive forsikringsvirksomhed og/eller realkreditvirksomhed, i hvilket tilfælde formålsbestemmelsen skal skabe hjemmel hertil), skal fondsbørsens formålsbestemmelse således i højere grad være specifik og definere denne fondsbørs' virkeområde. Et sådant specifikationskrav er grundlæggende sundt.

> Hvis en fondsbørs har kriterier for optagelsen af aktier eller obligationer til notering, skal disse være objektive og sagligt begrundet, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1986. Jo strengere kriterierne er, desto større krav må der stilles til begrundelsens saglighed.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 17 **[Accessorisk virksomhed]** En fondsbørs kan drive anden virksomhed, der er accessorisk til børsvirksomhed, herunder som clearingcentral, værdipapircentral, autoriseret markedsplads og alternativ markedsplads. Finanstilsynet kan beslutte, at den accessoriske virksomhed skal udøves i et andet selskab.

Stk. 2. Hvis en fondsbørs tillige driver virksomhed som clearingcentral, finder bestemmelserne i § 52, § 53, stk. 1, og §§ 54-58 anvendelse på selskabets virksomhed. Regler udstedt i medfør af § 55, stk. 8, finder tilsvarende anvendelse på selskabets virksomhed.

Stk. 3. Hvis en fondsbørs tillige driver virksomhed som værdipapircentral, finder bestemmelserne i § 8, stk. 3, § 60, §§ 62-82 og §§ 90 og 91 anvendelse på selskabets virksomhed.

Stk. 4. Hvis en fondsbørs tillige driver virksomhed som autoriseret markedsplads, finder bestemmelserne i kapitel 11 anvendelse på selskabets virksomhed.

Stk. 5. Hvis en fondsbørs tillige driver virksomhed som alternativ markedsplads, finder bestemmelserne i kapitel 11 a anvendelse på selskabets virksomhed.

Til § 17, stk. 1: Fondsbørsers mulighed for at drive accessorisk virksomhed

En fondsbørs kan drive **accessorisk virksomhed**. Denne kan omfatte fx virksomhed som clearingcentral, værdipapircentral og autoriseret markedsplads, jf. VHL § 17. Herved finder specialforskrifterne om de pågældende aktørselskaber anvendelse på Fondsbørsen. Derimod er det ikke udtryk for accessorisk virksomhed, hvis en fondsbørs ønsker at drive et handelssystem for unoterede værdipapirer uden at lade dette organisere som en autoriseret markedsplads. Det har nær sammenhæng hermed, at mens fondsbørsbegrebet er et beskyttet begreb med eneret, er markedspladsbegrebet ikke eneretskarakteriseret. Heraf følger atter, at den, der vil drive et marked for unoterede papirer, ikke behøver indrette sin virksomhed som en autoriseret markedsplads. Et eksempel på accessorisk virksomhed for Københavns Fondsbørs A/S' vedkommende er den alternative markedsplads, jf. § 17, stk. 5, First North, etableret i medfør af VHL kapitel 11a, jf. *Charlotte Frederikke Malmqvist* og *Dan Moalem* i Finans/Invest 2006, nr. 3, s. 19 ff.

Finanstilsynet kan kræve, at accessorisk virksomhed drives **i form af et datterselskab (»et andet selskab«)**, jf. VHL § 17, stk. 1, 2. pkt.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Vurderingen af, om der skal stilles krav om datterselskabsudskillelse, må bero på de økonomiske risici, der forventes at knytte sig til den accessoriske virksomhed, hvor forskellig fra den enkelte fondsbørs kerneområde de planlagte aktiviteter vurderes at være, om aktiviteterne har et stort volumen set i forhold til børsvirksomheden, samt om det af hensyn til udenlandske deltagerinteresser må skønnes hensigtsmæssigt at udskille virksomheden, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1986. I relation til First North har der ikke været tale om en udskillelse til en selvstændig juridisk person.

Til § 17, stk. 2: Særligt om accessorisk virksomhed som clearingcentral

VHL § 17, stk. 2, anvendes kun, hvis børsvirksomheden og værdipapirclearingvirksomheden drives i samme juridiske enhed. Stiftes et nyt selskab (datterselskab), gælder alle bestemmelserne i VHL kapitel 15, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1986–1987.

Bestemmelsen blev ved lov 117 af 27. februar 2006 konsekvensrettet i forbindelse med ændringer i sikkerhedsretten efter VHL § 55, således at der nu henvises til VHL § 55, stk. 8 frem for stk. 6.

Til § 17, stk. 3: Særligt om accessorisk virksomhed som værdipapircentral

I stk. 3 er det fastsat, hvilke bestemmelser en fondsbørs skal opfylde, der tillige driver virksomhed som værdipapircentral. Under hensyn til at den registreringsvirksomhed, der udøves, er af »offentligretlig« karakter, skal en fondsbørs opfylde en række særbestemmelser, når den driver virksomhed som værdipapircentral, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1987.

Til § 17, stk. 4: Særligt om accessorisk virksomhed som autoriseret markedsplads

Kravene til autoriserede markedspladser minder meget om kravene til fondsbørser, da der stort set er tale om identisk virksomhed. Der er ikke krav om organisering som autoriseret markedsplads for at kunne handle unoterede værdipapirer, om end Finanstilsynet stadig vil have mulighed for at kræve virksomhederne udskilt i et særligt selskab.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 17, stk. 5: Særligt om accessorisk virksomhed som alternativ markedsplads

Bestemmelsen er indsat ved lov 604 af 24. juni 2005 og har den konsekvens, at såfremt en fondsbørs driver accessorisk virksomhed som alternativ markedsplads, skal kravene for begge virksomhedsformer opfyldes.

VHL § 17, stk. 5 bestemmer således, at såfremt en fondsbørs tillige driver virksomhed som alternativ markedsplads, skal den opfylde betingelserne i VHL kapitel 11 a, jf. herom nedenfor. I sådanne tilfælde vil Københavns Fondsbørs A/S skulle opfylde såvel kravene til fondsbørser som kravene til alternative markedspladser.

Bestemmelsen svarer til § 17, stk. 4, som finder anvendelse på fondsbørser, der driver virksomhed som autoriseret markedsplads. Dette må anses for uproblematisk og velsagtens alene medføre et forøget oplysningskrav overfor Københavns Fondsbørs A/S medlemmer, således at forskellene mellem de to markedspladser tydeliggøres.

§ 18 **[Bestyrelsens ansvar]** Bestyrelsen for en fondsbørs er ansvarlig for, at børsvirksomheden foregår på en betryggende og hensigtsmæssig måde.

Stk. 2. Det påhviler den enkelte fondsbørs at

1. sørge for, at de nødvendige værdipapirhandelssystemer og informationssystemer er til rådighed,
2. virke for, at handel og kursnotering finder sted på en måde, der sikrer, at handelen og prisdannelsen på fondsbørsen foregår på en redelig og gennemskuelig måde, og inden for lovgivningens rammer sikrer alle berørte en ligelig behandling, og
3. påse, at udstedere af værdipapirer og fondsbørsmedlemmer overholder reglerne efter § 19.

Stk. 3. Hvis et fondsbørsmedlem tilsidesætter vilkårene i en tilslutningsaftale, jf. § 19, stk. 1, eller hvis en udsteder af værdipapirer noteret på en fondsbørs tilsidesætter fondsbørsens regelsæt, kan fondsbørsen opkræve afgifter eller påtale dette.

Stk. 4. Hvis et fondsbørsmedlem groft eller gentagne gange tilsidesætter vilkårene i en tilslutningsaftale, jf. § 19, stk. 1, kan fondsbørsen ophæve tilslutningsaftalen.

Stk. 5. Hvis en udsteder groft eller gentagne gange tilsidesætter fondsbørsens regelsæt, kan fondsbørsen slette udstederens værdipapirer fra noteringen.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 18, stk. 1: Børsvirksomhed skal drives på betryggende måde
Bestemmelsen er indsat for at tydeliggøre den enkelte fondsbørs' initiativret og
–pligt til at fastsætte regler, markedet kan fungere under. Kun såfremt de systemer eller regelsæt, som den enkelte fondsbørs udarbejder, ikke kan anses for at opfylde de krav, som markedet stiller, herunder at yde den tilstrækkelig investorbeskyttelse, kan Finanstilsynet gribe ind, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1987.

Til § 18, stk. 2, nr. 1: Handels- og informationssystemer
Det er tilkendegivet, at det er nødvendigt at stille værdipapirhandelssystemer og informationssystemer til rådighed for medlemmerne og markedet i øvrigt. Kun herved sikres, at oplysninger om kurser og volumen samt oplysninger fra udstedere og aktionærer er tilgængelige, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1987, hvorved denne bestemmelse bliver en forudsætning for en effektiv forvaltning af VHL kapitel 7.

Til § 18, stk. 2, nr. 2: Redelighed og gennemskuelighed
Denne bestemmelse er en adfærdsorienteret generalklausul med henblik på at sikre markedsdeltagerne en lige og fair behandling og dermed understøtte tilliden til markedet. Det betyder dog ikke, at fondsbørsen ikke kan inddele handlen med de relevante værdipapirer i specielle sektorer. Således kan en fondsbørs uden at stride mod generalklausulen vælge alene at ville optage aktier, ligesom særlige likviditetsmotiverede kurslister som OMX 20 er fuldt tilladelige.

Til § 18, stk. 2, nr. 3: Etisk og forsvarlig drift mv.
Som enhver anden ejer af en markedsplads, er det naturligt, at en fondsbørs som operatør af markedspladen påser, at handlen på markedspladsen foregår etisk og forsvarligt, således at de overordnede værdipapirhandelsretlige hensyn om investorbeskyttelse og markedstillid ikke kompromitteres. Det skal imidlertid understreges, at den pligt til at drive et redeligt marked ikke er identisk med et offentligretligt funderet finansielt tilsyn, idet dette udøves af Finanstilsynet. Denne opdeling mellem lovhjemlet privatretligt tilsyn og offentligretligt tilsyn synes fornuftig, idet fondsbørsen ud fra et nærhedsprincip er nærmest udstederne og medlemmerne, ligesom fondsbørsen selv har formuleret reglerne som påbudt i § 19. Se i samme retning *FT 1995-96, till. A*, s. 1998 ff.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 18, stk. 3: Sanktioner: afgift og påtale

Ved lov 414 af 26. juni 1998 blev fondsbørsens sanktionsmuligheder udvidet til også at omfatte afgift og offentlig påtale. Retstilstanden før lovændringen var muligvis ikke forskellig fra, hvad der nu er hjemlet i loven, jf. for det synspunkt *Jesper Lau Hansen*: Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, bind 2, 2. udg., s. 75. Desuagtet er den enkelte fondsbørs sanktionsmuligheder i relation til afgiftens størrelse nu hjemlet i værdipapirhandelslovens ordlyd. Ifølge Københavns Fondsbørs' noteringsregler kan der pålægges en afgift på op til 3 gange den årlige medlems- eller noteringsafgift, p.t. dog minimum 25.000 kr. og maksimum 1.000.000 kr.

For så vidt angår påtale har Københavns Fondsbørs et gradueringssystem. Dette medfører i praksis, at mindre overtrædelser typisk medfører en uformel telefonsamtale, mens ved grove eller gentagne overtrædelser er påtale med efterfølgende offentliggørelse på Københavns Fondsbørs' hjemmeside sanktionen.

Parallelt med de i § 18, stk. 3, hjemlede privatretlige sanktioner, skal overtrædelser i medfør af § 11 anmeldes til Finanstilsynet, som kan pålægge offentligretlige sanktioner.

En værdipapirhandler (medlem af en fondsbørs) indbragte i medfør af VHL § 88, stk. 2, en af vedkommende fondsbørs truffet afgørelse for Fondsrådet, idet fondsbørsen efter medlemmets opfattelse ikke havde kompetence til at rejse krav om, at individuelle aftaler med kunder, som var omfattet af de af fondsbørsen fastsatte børsetiske regler, skulle foreligge i skriftlig form. Fondsrådet udtalte, at fondsbørsen i medfør af VHL §§ 18 og 19, bestemmelser i de børsetiske regler, samt bestemmelser i den konkrete medlemsaftale havde den fornødne hjemmel til at opstille et krav om skriftlighed.

Fondsrådet fremhævede i den forbindelse, at det af de fastsatte børsetiske regler fremgik, at der ved handel op til beløbsgrænserne kunne ske fravigelse af de anførte afregningsprincipper, såfremt dette skete ved forudgående individuel aftale med kunden under respekt af de øvrige bestemmelser i regelsættet. Det fremgik endvidere, at medlemmerne af fondsbørsen skulle udarbejde en beskrivelse af deres vilkår for handel med værdipapirer, og at denne beskrivelse skulle udleveres til kunden efter påkrav, eller hvis omstændighederne i øvrigt tilsagde, at udlevering burde ske. Hertil kom, at medlemsaftalen indeholdt vilkår om, at medlemmer var forpligtet til at overholde de af

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

fondsbørsen udstedte regler og instrukser, jf. *Fondsrådets Beretning 1998*, kap. 2.3.

Til § 18, stk. 4: Brud på tilslutningsaftale

Ved bestemmelsen er der tillagt den enkelte fondsbørs mulighed for at træffe beslutning om at ophæve tilslutningsaftalen med et fondsbørsmedlem, der groft eller gentagne gange har overtrådt vilkårene fastsat i medfør af § 19. Hvorvidt der er tale om en grov overtrædelse, kan i første omgang foretages ud fra et frit skøn, men fondsbørsen kan også fastlægge retningslinier for, hvornår overtrædelser bliver karakteriseret af fondsbørsen som grove overtrædelser. Fondsbørsens beslutning kan indbringes for Finanstilsynet.

Til § 18, stk. 5: Udelukkelse af en udsteder

Bestemmelsen modsvarer § 18, stk. 4, således at udstedere kan få slettet deres værdipapirer fra noteringen ved grove eller gentagne overtrædelser, ligesom medlemmer kan risikere, at tilslutningsaftalen ophæves af fondsbørsen. Ved vurderingen af, om en beslutning om sletning skal træffes, bør de i § 25, stk. 3 anførte interesser, der kan tale imod sletning, indgå. Den enkelte fondsbørs skal i de regler, der udstedes i medfør af § 19, opregne betingelserne for sletning, således at den relevante personkreds er bekendt hermed.

§ 19 **[Fondsbørsens regelfastsættelse].** For at sikre investorbeskyttelse og ligebehandling af markedsdeltagerne skal en fondsbørs fastsætte

1. regler, der indeholder vilkårene for markedets funktion og tilsikrer god gennemsigtighed,
2. regler for adgang til markedet, herunder tilslutningsaftaler, og
3. børsetiske regler.

Stk. 2. En fondsbørs kan endvidere fastsætte supplerende bestemmelser, der udfylder Finanstilsynets bestemmelser om markedets funktion, herunder regler om oplysningsforpligtelser, jf. § 30, om indberetning af handler til løbende markedsovervågnings- og informationsformål, jf. § 33, stk. 4, om betingelser for optagelse til handel eller notering, jf. § 21, stk. 2, og § 22, stk. 4, samt om prospekters indhold, jf. § 23, stk. 8 og 9.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 19, stk. 1: Obligatoriske regelsæt for en fondsbørs

VHL § 19, stk. 1, nr. 1-3, er grundelementer til sikring af de værdipapirhandelsretlige hovedhensyn, idet markedets funktion og god gennemsigtighed bør manifestere sig i regler om en effektiv prisdannelse og et tillidsvækkende værdipapirmarked med høj investorbeskyttelse, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1987. Reglerne kan indeholdes i standardkontrakter, der skal anmeldes til Finanstilsynet. Det kan fastsættes, at en fondsbørs kan anmode markedsdeltagere om oplysninger for at sikre, at de overholder kontrakterne jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1987. Dette krav synes rimeligt henset til, at det er den relevante fondsbørs markedsplads, der i givet fald vil lide skade, såfremt kontrakterne ikke overholdes.

De i stk. 1, nr. 1-3 regler skal udstedes, og undladelse heraf straffes med bøde efter § 93, stk. 1, 1. pkt. Herudover kan og vil Københavns Fondsbørs udstede yderligere regler efter stk. 2.

Til § 19, stk. 1, nr. 1: Vilkår, gennemsigtighed mv.

Gennemsigtigheden skal være *god*, jf. *FT 1995-96, till. B*, s. 163, mhp. at opfylde *internationale standarder*. Udover, at enten er noget gennemsigtigt, eller også er det ikke (hvorfor »god« i den sammenhæng forekommer som en unødvendig sprogligkvalificering), er det relevante i den sammenhæng, at prisdannelsen på de relevante værdipapirer skal være redelig og fair. Det skal således være muligt for markedsaktørerne via relevante regler herom og systemer til implementering heraf, at fæstne den nødvendige tillid til, at dette rent faktisk også er tilfældet.

Københavns Fondsbørs' initiativret er indskrænket i relation til gennemsigtigheden i tre henseender, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1988:

Til § 19, stk. 1, nr. 2: Markedsadgang, tilslutningsaftaler mv.

Ved fastsættelsen af reglerne for adgangen til markedet, herunder i tilslutningsaftalen, kan der stilles forskellige betingelser for adgangen til de enkelte markeder, men fondsbørserne kan også stille de samme betingelser for deltagelse på alle markederne, så længe betingelserne er objektive og ikke-diskriminerende, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1988.

Til § 19, stk. 1, nr. 3: Børsetiske regler

Efter denne bestemmelse kan en fondsbørs fastsætte regler som supplement til de regler om god værdipapirhandelsskik mv., som fore-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

findes i værdipapirhandelsloven. Københavns Fondsbørs A/S har implementeret forpligtelsen i de Børsetiske Regler senest ændret d. 23. september 2002, og er naturligvis underlagt bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik (som ændret ved bkg. 1080 af 11. november 2003).

De børsetiske regler skal omfatte regler om »best execution«, og Københavns Fondsbørs skal konkret påse overholdelsen af de børsetiske regler, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1988. I relation til bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik har Finanstilsynet udstedt Vejledning om God Værdipapirhandelsskik af 25. november 2003. Se om **best execution** og **god værdipapirhandelsskik** under VHL § 3, stk. 1, samt *David Moalem,* Værdipapirhandlernes god skik regulering, Juridiske Emner, 2003, *Erik Werlauff,* Børs- og Kapitalmarkedsret, 2005, s. 87 ff. og *Paul Krüger Andersen* og *Nis Jul Clausen*, Børsretten, 2002, s. 75 ff.

Til § 19, stk. 2: Fakultative, supplerende regelsæt

Fondsbørserne forventes at udarbejde supplerende eller uddybende regler på de områder, hvor Finanstilsynets regeludstedende kompetence udgør en ramme for reguleringen, og bestemmelsen understreger Københavns Fondsbørs' initiativret i forholdet til Finanstilsynet.

I den sammenhæng er det væsentligt at holde sig for øje, at eksempelvis Københavns Fondsbørs henter sin hjemmel i de rammebestemmelser, som Finanstilsynet udsteder på området. Københavns Fondsbørs skal således udfylde bestemmelser om eksempelvis noteringer på en fondsbørs, men skal således ikke på dette felt udstikke regler, der går videre end foreskrevet af Finanstilsynet, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1989. Princippet kendes også fra det totalharmoniserende Prospektdirektiv med tilhørende Prospektforordning. Se for samme opfattelse, *Jesper Lau Hansen*: Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, bind 2, 2. udg., s. 79.

Københavns Fondsbørs har udstedt Regler for notering på Københavns Fondsbørs, der løbende revideres. For en gennemgang af reglerne, som de var affattet per 1. januar 2002 se *Peer Schaumburg Müller* og *Erik Werlauff* i U 2002 B, s. 83-89 og *Dan Moalem* og *David Moalem* i NTS 2002, s. 145 ff. I øvrigt fastsætter MiFID kapitel II bestemmelser om god værdipapirhandelsskik og best execution, som må forventes at blive implementeret i lov om finansiel virksomhed med tilhørende bekendtgørelser.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 5

Adgang til en fondsbørs

§ 20 **[Adgang til medlemskab].** Værdipapirhandlere som nævnt i § 4, stk. 1, nr. 1-4, samt Danmarks Nationalbank kan blive medlemmer af en fondsbørs (fondsbørsmedlemmer).

Stk. 2. En fondsbørs kan optage et kreditinstitut eller et investeringsselskab som nævnt i § 4, stk. 1, nr. 3, der ikke udøver værdipapirhandel gennem en filial eller ved tjenesteydelser her i landet, jf. §§ 30 og 31 i lov om finansiel virksomhed, som medlem. En fondsbørs kan efter at have indhentet Finanstilsynets tilladelse optage et kreditinstitut eller et investeringsselskab som nævnt i § 4, stk. 1, nr. 4, der ikke udøver værdipapirhandel enten gennem en filial eller ved at yde tjenesteydelser her i landet, jf. lov om finansiel virksomhed § 1, stk. 3, henholdsvis § 33, som medlem.

Stk. 3. En fondsbørs kan tillade, at andre end de i stk. 1 og 2 nævnte kan blive medlemmer af fondsbørsen, såfremt reglerne herfor, jf. stk. 4 og 5, er opfyldt.

Stk. 4. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler for optagelse af de i stk. 3 nævnte medlemmer.

Stk. 5. De i stk. 3 nævnte medlemmer skal foruden regler fastsat af Finanstilsynet i medfør af stk. 4 opfylde de af den pågældende fondsbørs fastsatte regler i henhold til § 19.

Stk. 6. Senest samtidig med, at en fondsbørs har imødekommet en ansøgning om at blive fondsbørsmedlem i henhold til stk. 1-3, skal fondsbørsen give Finanstilsynet meddelelse herom.

Til § 20, stk. 1: Værdipapirhandleres adgang til at blive fondsbørsmedlemmer

Bestemmelsen er ændret ved lov 427 af 6. juni 2002 og lov 453 af 10. juni 2003, sidstnævnte som konsekvens af, at bestemmelsen om værdipapirhandleres eneret til at tilbyde tjenesteydelser med værdipapir-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

handel på et erhvervsmæssigt grundlag blev flyttet til lov om finansiel virksomhed.

En værdipapirhandler kan blive medlem af en fondsbørs, dvs. **fondsbørsmedlem**, jf. VHL § 20, stk. 1. Hvis et fondsmæglerselskab bliver medlem af Fondsbørsen, betegnes det »børsmæglerselskab«.

De af værdipapirhandlerbegrebet omfattede virksomheder er danske pengeinstitutter, fondsmæglerselskaber og realkreditinstitutter samt virksomheder, der har opnået tilladelse i et andet land i den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område. Endvidere omfatter værdipapirhandlerbegrebet filialer af kreditinstitutter og investeringsselskaber, hjemmehørende i et land uden for den Europæiske Union, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område (tredjelande), hvor filialen har opnået tilladelse her i landet i henhold til lov om finansiel virksomhed. Udenlandske kreditinstitutter og investeringsselskaber, der er meddelt tilladelse i et tredjeland, er endvidere omfattet, såfremt de har opnået tilladelse fra Finanstilsynet til at udbyde tjenesteydelser her i landet.

Udenlandske kreditinstitutter og investeringsselskaber, der ikke tilbyder tjenesteydelser med værdipapirer til investorer her i landet, men alene agerer her som medlemmer af en fondsbørs, de såkaldte *fjernmedlemmer*, er omfattet af værdipapirhandelslovens bestemmelser om værdipapirhandleres rettigheder og pligter, jf. i det hele *FT 2002-03, till. A*, s. 4959.

Til § 20, stk. 2: Andre kreditinstitutter og investeringsselskaber som medlemmer

Bestemmelsen blev indsat ved lov 1327 af 20. december 2000, og formuleringsmæssigt ændret ved lov 453 af 10. juni 2003.

Lov 491 af 9. juni 2004 indførte 1. pkt., hvorefter kreditinstitutter og investeringsselskaber med tilladelse i et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område (typisk et EØS land), fortsat vil kunne optages som fjernmedlemmer på en fondsbørs, jf. VHL § 4, stk. 1, nr. 3.

Det følger af art. 15 i ISD (MiFID art. 33), at kreditinstitutter og investeringsselskaber med hjemsted indenfor EU/EØS skal have adgang til at deltage i børshandelen i Danmark forudsat, at de har fornøden tilladelse fra hjemlandet, og at de opfylder betingelserne for at blive tilsluttet en fondsbørs. Der er derfor givet hjemmel til at optage

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

sådanne institutter og selskaber som fjernmedlemmer på en dansk fondsbørs.

Optagelse som fjernmedlem af kreditinstitutter og investeringsselskaber med tilladelse i et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, kræver ikke, at fondsbørsen indhenter forudgående tilladelse fra Finanstilsynet, jf. i det hele *FT 2003-04, till. A*, s. 7335.

Der skal straks gives Finanstilsynet meddelelse om medlemskabet, jf. VHL § 20, stk. 2.

I modsætning til værdipapirhandlere med hjemstat i EU/EØS har udenlandske værdipapirhandlere fra tredjelande ikke krav på at kunne udøve deres virksomhed i Danmark, og dermed heller ikke krav på adgang til fondsbørser. Deres adgang til at virke i Danmark afhænger af, om de opnår tilladelse fra Finanstilsynet efter FVL § 33. Tilsvarende kan en fondsbørs ikke optage en sådan værdipapirhandler som medlem, før tilladelse hertil er meddelt af Finanstilsynet.

Muligheden for et **fjernmedlemskab** af en fondsbørs har nær sammenhæng med investeringsservicedirektivet og det europæiske pas, dvs. retten til under hjemlandskontrol at virke grænseoverskridende med investeringsrådgivning.

Til § 20, stk. 3: Andre medlemmer

Med begrebet »andre« sigtes til institutionelle investorer som ATP, LD, livsforsikringsselskaber, pensionskasser, investerings- og specialforeninger, herunder tilsvarende udenlandske institutioner.

Tiltaget blev affødt af *bet. 1376/1999* om den finansielle sektor efter år 2000. Adgangen til at handle på en fondsbørs for institutionelle investorer er begrænset til investorernes egen kapitalforvaltning. Investoren kan dermed ikke foretage handler for tredjemand. Begrænsningen til handel på egne vegne er medtaget, idet adgangen til medlemskab for de institutionelle investorer skal ses som en mulighed for direkte at handle med andre investorer som et led i den enkelte investors kapitalforvaltning. Det er derimod ikke meningen, at investorerne med forslaget skal gives status som værdipapirhandlere, der kan udføre handler for tredjemand, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3257.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 20, stk. 4: Finanstilsynets kompetence til regelfastsættelse om optagelse af fondsbørsmedlemmer

Årsagen til at give Finanstilsynet hjemmel til at fastsætte nærmere regler for optagelse af andre medlemmer af en fondsbørs er, at det bør sikres, at de optagne medlemmer på en fondsbørs har den fornødne baggrund til at kunne agere på børsen. Udover at det fastsættes, hvem der vil kunne blive medlem af en fondsbørs, vil der blive stillet krav om, at den enkelte deltager har en betryggende kapitalstyrke, har en forsvarlig indrettet organisation, har fyldestgørende interne instrukser og procedurer og er i besiddelse af sikre tekniske systemer til at foretage handler, jf. *FT 1999-00*, *till. A*, s. 3257. Denne hjemmel er udnyttet ved bkg. 1140 af 14. december 2000.

Bekendtgørelsen giver tilladelse til, at livsforsikringsselskaber, skadesforsikringsselskaber, pensionskasser, investeringsforeninger og specielforeninger, LD, ATP, Arbejdsmarkedets Erhvervssygdomssikring samt udenlandske virksomheder, der kan sidestilles dermed, kan optages som fondsbørsmedlemmer, jf. bkg. § 1, stk. 1 og 2.

Disse institutionelle investorer kan som nævnt kun handle for egen regning, men såfremt de indgår i en koncern eller et administrationsfællesskab, anses handel foretaget for andre virksomheder i koncernen eller administrationsfællesskabet som foretaget for egen regning, jf. bkg. § 2, stk. 1 og 2.

Kapitalkravet følger den særlov, som den enkelte virksomhed er underlagt, dog således at kapitalen mindst udgør 1.000.000 euro, jf. bkg. § 4, stk. 1.

Til § 20, stk. 5: Overholdelse af den enkelte fondsbørs' regelsæt

De af en fondsbørs udfærdigede regelsæt i medfør af VHL § 19, der vedrører adgangen for øvrige medlemmer, skal anmeldes til Finanstilsynet, jf. VHL § 83, stk. 8.

Til § 20, stk. 6: Meddelelse til Finanstilsynet om optagelse af fondsbørsmedlem

Overtrædelse af denne bestemmelse kan straffes med bøde efter VHL § 93, stk. 1, 1. pkt.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 6

Prospekter for optagelse af værdipapirer til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked samt for første offentlige udbud af værdipapirer over 2.500.000 euro mv.

§ 21 **[Optagelse af papirer til notering]** Efter bestemmelserne i §§ 22-24 kan en fondsbørs optage værdipapirer som nævnt i § 2, stk. 1, nr. 1-10 og 12, til notering, medmindre de i medfør af § 2, stk. 2, er undtaget fra loven.

Stk. 2. Endvidere kan en fondsbørs optage værdipapirer, der er optaget til notering på en anden fondsbørs, til handel efter regler fastsat af Finanstilsynet.

Til § 21, stk. 1: Optagelse af papirer til notering

VHL's bestemmelser om optagelse mv. af værdipapirer til notering på en fondsbørs angiver de generelle betingelser for, at et værdipapir kan optages til notering på en fondsbørs, jf. VHL §§ 21-26 a, der blev affattet ved lov 427 af 6. juni 2002 (og ændret ved lov 491 af 9. juni 2004, hvorved Fondsrådets kompetence blev flyttet til Finanstilsynet), men er i overensstemmelse med bestemmelsen fra den oprindelige hovedlov, bortset fra en redaktionel ændring af henvisningen i stk. 1.

Det er den enkelte fondsbørs selv, der afgør, om den ønsker at optage værdipapiret til notering eller handel. I ét ganske bestemt tilfælde overtager Finanstilsynet dog reelt alle den pågældende fondsbørs' kompetencer i forbindelse med optagelse til notering, nemlig **når det er fondsbørsen selv, der vil børsnoteres**. Dette spørgsmål reguleres nærmere i VHL § 26 a. Tilsvarende gælder, såfremt en dansk eller udenlandsk autoriseret markedsplads ansøger om optagelse til notering af sine værdipapirer på en dansk fondsbørs. Bestemmelsen gælder tillige, når udenlandske fondsbørser som udstedere ønsker deres værdipapirer optaget til notering på en dansk fondsbørs.

Værdipapirer, der alene er optaget til notering på en udenlandsk børs, herunder børser beliggende i EU, er ikke omfattet af stk. 1.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 21, stk. 2: Notering af papir, der allerede noteres på anden børs

Der er hjemmel til at fastsætte de betingelser, f.eks. futures og optioner skal opfylde for at kunne handles på en fondsbørs, jf. investeringsservicedirektivets art. 1, nr. 13 (nu MIFID direktivets art. 4, stk. 1, nr. 14).

Fondsbørsen kan teknisk set optage et værdipapir til handel efter stk. 2 uden at lade dette udgøre en notering efter stk. 1, såfremt værdipapiret allerede er noteret på en anden fondsbørs. Men normalt vil Københavns Fondsbørs opfatte en anmodning om optagelse til handel som en ansøgning om optagelse til (dobbelt)notering.

For et selskab er der en række fordele, men i sandhed også en række ulemper, forbundet med notering på fondsbørser i flere stater. Imidlertid er udviklingen af den internationale værdipapirhandel samt den elektroniske informationsudvikling efter nogle børsfolks opfattelse ved at have gjort notering på flere fondsbørser overflødig, jf. *Lars Johansen* i Københavns Fondsbørs' *Månedsrapport* maj 1996, nr. 288, s. 19 ff.

Om samtidig notering på flere landes børser se *Bjarne Mølgaard Knudsen* i »Det børsretlige fremtidsperspektiv« s. 39 ff. Forfatteren gennemgår nogle praktiske problemer, som Novo Nordisk A/S har oplevet i forbindelse med børsnotering i både Danmark og USA. De papirer, der er noteret i USA, er ADR (American Depository Receipts), som er en amerikansk omsætningsenhed, der benyttes meget af udenlandske selskaber i USA.

Med et amerikansk børsmæglerselskab har det danske selskab den aftale, at det amerikanske selskab udsteder ADR'er på basis af et depot af B-aktier, der befinder sig i en bank i Danmark. Forfatteren nævner, at selskabet i 1981 ved en aktieudvidelse i Danmark på nom. 100 mio kr. kunne have fået ca. 100 mio kr., altså kurs 100, mens den samme emission i USA gav kurs 1400, altså over 1 mia kr.! En af ulemperne ved det amerikanske system er, at man nemt kan blive sagsøgt i tilfælde af kursfald. Enkelte aktionærer kan sagsøge på alles vegne under en class action. Novo Nordisk indgik forlig for at undgå at bruge tid og penge på retssagen.

§ 22 **[Retskrav på optagelse]** Værdipapirer skal optages til notering på en fondsbørs efter ansøgning fra udstederen, såfremt lovgivningens betingelser er opfyldt, de pågældende værdipapirer er

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

omfattet af fondsbørsens formålsbestemmelse og den fondsbørs, hvorpå optagelse til notering søges, skønner, at handel og kursnotering har offentlig interesse.

Stk. 2. En fondsbørs kan stille enhver særlig betingelse for et værdipapirs optagelse til notering, der anses for nødvendig for at beskytte investorerne og værdipapirmarkedet.

Stk. 3. En fondsbørs kan afslå en ansøgning om optagelse af et værdipapir, såfremt den skønner, at optagelsen på grund af udstederens forhold eller værdipapirets opbygning vil være i modstrid med investorernes og værdipapirmarkedets interesse.

Stk. 4. Finanstilsynet fastsætter regler om betingelser for optagelse af værdipapirer til notering på en fondsbørs.

Til § 22, stk. 1: Retskrav på optagelse, hvis betingelserne er opfyldt

VHL § 22, stk. 1 fastlægger de generelle krav til værdipapirers optagelse til notering på en fondsbørs, og bestemmelsen er som sådan den eneste, der vedrører betingelserne for optagelse til notering. Betingelsesbekendtgørelsen indeholder de mere specifikke krav. Således skal værdipapirer optages til notering på en fondsbørs efter ansøgning fra udstederen, såfremt lovgivningens betingelser er opfyldt, de pågældende værdipapirer er omfattet af fondsbørsens formålsbestemmelse og den fondsbørs, hvorpå optagelse til notering søges, skønner, at handel og kursnotering har offentlig interesse, jf. § 22, stk. 1, og betingelsesbkg. § 1, stk. 2.

Såfremt en fondsbørs beslutter sig til ikke at optage et værdipapir til notering, henvises til kommentaren til VHL § 88, stk. 3. Endvidere kan en fondsbørs optage **værdipapirer, der er optaget til notering på en anden fondsbørs**, til handel efter regler fastsat af Finanstilsynet. *Offentlighedens interesse* relaterer sig typisk til det pågældende værdipapirs forventede likviditet.

Til § 22, stk. 2: Fondsbørsens fastlæggelse af betingelser

Fondsbørsens generelle adgang til at stille betingelser for notering følger af VHL § 19, stk. 2. En fondsbørs kan endvidere efter denne bestemmelse stille enhver **særlig betingelse** for et værdipapirs optagelse til notering, der anses for nødvendig for at beskytte investorerne og værdipapirmarkedet. Såvel de generelle som de konkrete betingelser skal dels ligge inden for de rammer, som Finanstilsynet sætter efter

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

stk. 4, dels skal de være nødvendige for at beskytte investorerne og værdipapirmarkedet.

Således har Københavns Fondsbørs som supplement til betingelsesbekendtgørelsen og med hjemmel i VHL §§ 19 og 22, stk. 1, udstedt en række detaljerede bestemmelser vedrørende betingelser for optagelse til notering samt prospektindholdet. Se herom *Dan Moalem og David Moalem*, NTS, 2002, s. 147 ff., samt *Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff*, UfR 2002 B, s. 83 ff.

Noteringsforpligtelsernes Del II, afsnit. 1, §§ 1-7 vedrører de betingelser, som gælder for selskaber, der ønsker deres aktier optaget til notering. Noteringsforpligtelserne indeholder et krav om, at udstederens aktier på noteringstidspunktet skal være spredt på min. 500 aktionærer fordelt på forskellige investorgrupper. I relation til fordelingen på *investorgrupper* oplyser Københavns Fondsbørs i 2003 Vejledningens pkt. 1.1.2, at der tages konkret stilling til, hvornår dette krav er opfyldt. Dog anføres samme sted, at Fondsbørsen ved vurderingen lægger vægt på, om der både er private, institutionelle samt inden- og udenlandske investorer. Begge krav synes motiveret af likviditetshensyn. Jo flere investorer, der handler i en given aktie, desto større bliver likviditeten og markedseffektiviteten alt andet lige. Dette er overordnet set til gavn for investorerne og markedet som sådan.

Spredningskravet skal som udgangspunktet være imødekommet på noteringstidspunktet. Udstederen kan dog ved fremlæggelse af en detaljeret markedsføringsplan, der sandsynliggør, at spredningskravet kan efterkommes efter noteringen, ansøge Københavns Fondsbørs om dispensation. Spredningskravet er Fondsbørsens efterlevelse af VHL § 22's betingelse om, at den relevante Fondsbørs skal skønne, » at handel og kursnotering af aktien har offentlig interesse«.

Med en skærpelse af spredningskravet synes der at være en berettiget forventning om, at Københavns Fondsbørs vil udvise en restriktiv holdning i tilfælde, hvor spredningskravet ikke er eller må forventes opfyldt inden for en kort tidshorisont. Således må det forventes, at hensynet til Københavns Fondsbørs som forretning ikke er et berettiget hensyn at varetage ved forvaltningen af noteringsbetingelserne. Se for et eksempel på en liberal holdning til spredningskravet, A&U 1994.10.1, 1995.3.3 og 1995.3.4. Afgørelserne er kommenteret af *Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff*, UfR 2002 B, s. 83 ff.

Selskabet skal have offentliggjort eller indsendt sine **årsrapporter for de tre seneste regnskabsår** forud for ansøgningen, og selskabet

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

skal således have eksisteret i en vis tid. Den kompetente myndighed har dog adgang til undtagelsesvis at fravige 3‑års betingelsen, hvis den er overbevist om, at investorerne desuagtet råder over de oplysninger, der er nødvendige for at danne sig et velbegrundet skøn over selskabet og de aktier, der søges optaget til notering.

Et selskab anmodede Fondsbørsen om dispensation fra kravet om 3 års regnskaber samt for spredningskravets opfyldelse på tidspunktet for børsnotering, jf. sag 2.2 fra *Afgørelser* & *Udtalelser* 1996. Der var tale om et nystiftet selskab med en aktiekapital på 100 mio. kr., hvor der skulle indskydes ejerandele i operationelle projekter, som var påbegyndt i perioden 1992-1995. Fondsbørsen meddelte den ansøgte dispensation og begrundede dette med, at der var tale om projekter, der havde haft aktiviteter i en årrække, og at projekterne havde en væsentlig størrelse i forhold til selskabets aktiekapital. Dispensationen gjordes dog betinget af, at der skulle udarbejdes et prospekt, der skulle godkendes af Fondsbørsen.

Normalt er Fondsbørsens praksis, særligt vedrørende kravet om 3 års regnskaber, næsten ufravigeligt, og afgørelsen skal derfor antagelig anskues som et udtryk for en yderst konkret vurdering i denne sag.

I en sag fra oktober 2003, jf. *Afgørelser & udtalelser* oktober 2003, afgørelse 1, skulle der finde en fusion sted mellem et børsnoteret selskab og dets unoterede datterselskab. Der ønskedes en omvendt lodret fusion, hvor datterselskabet således blev det fortsættende selskab. Årsagen til denne struktur var, at en række tilladelser mv. var givet i datterselskabets navn. Det gennem fusionen ophørende moderselskab var et holdingselskab. Efter fusionen ville navnet fortsætte hos datterselskabet, og den samlede økonomiske stilling ville være uændret. Fondsbørsen tillod, at datterselskabet kunne »succedere« i moderselskabets børsnotering. Der skulle ske offentliggørelse af en børsmeddelelse om fusionen, ligesom fusionsdokumenterne skulle offentliggøres.

Noteringsforpligtelsernes Del II, afsnit 1, §§ 3 og 4, var ved deres indførsel egentlige nyskabelser. Bestemmelserne vedrører Fondsbørsens krav til udstederens *ledelsesmæssige kompetencer* og *interne rapporterings- og styringssystemer*. Således stilles der nu krav om, at ledelsen skal godtgøre, at udstederens ledelse er i stand til at lede et selskab med aktier noteret på en fondsbørs samt overholde de forpligtelser, som udstederen påføres ved aktiernes notering. Kravet suppleres med Del II, afsnit 2, § 26, der forudsætter, at styringssystemerne behørigt

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

beskrives i prospektet. Kravet om adækvate ledelsesmæssige ressourcer betyder, at der kan stilles krav om, at et bestående ledelsesteam suppleres – eksempelvis på investor relations-området.

Ligeledes stilles der krav om, at udstederens ledelse skal forholde sig til de særlige informationsforpligtelser, der påhviler udstederen, jf. 2003 Vejledningen, pkt. 1.1.6. I naturlig forlængelse heraf stiller § 4 krav om tilstrækkelige styringssystemer med henblik på opfyldelse af oplysningsforpligtelserne, jf. VHL § 27, stk. 1 og 2.

En ledelse, der har erfaring med udstedere af værdipapirer på regulerede markeder, vil alt andet lige være bedre til at vurdere, hvilke styringssystemer, som er tilstrækkelige til at efterleve udstederens informationsforpligtelser, herunder særligt hvad Københavns Fondsbørs, investorer og markedet som sådan forventer. Kravet er således med til at sikre, at ledelsen konstant er informeret om udstederens udvikling, og ikke mindst at såvel ledelsen som investorer stadigt træffer deres beslutning på et så fuldstændigt og oplyst grundlag som muligt. Bestemmelsen har derved klare investor- og markedsbeskyttende dimensioner.

Styringssystemkravet medfører konkret, at udstederne skal udarbejde retningslinjer til sikring af oplysningsforpligtelserne. Disse retningslinjer kan udarbejdes eksempelvis i form af checklister og regler om interne procedurer. Kravet må forventes at medføre øgede omkostninger for eksempelvis udstedere, med mange datterselskaber. I sådanne situationer må kravet skulle tolkes således, at udstederen skal godtgøre, at systemer og procedurer er etableret, således at informationer, fra portefølje/datterselskaber af potentiel kurssensitiv karakter for udstederen, kommunikeres til udstederens ledelse.

Noteringsforpligtelsernes Del II, afsnit 1, § 5 stiller krav om, at udstederen skal have udarbejdet og vedtaget interne regler, der sikrer overholdelsen af de børsretlige oplysningsforpligtelser samt forbuddet mod misbrug og videregivelse af intern viden, jf. VHL §§ 27, stk. 1, 35, stk. 1 og 36, stk. 1 og kommentarerne til disse bestemmelser. De interne regler skal være indsendt til Københavns Fondsbørs inden første noteringsdag. Årsagen hertil er formentligt, at Fondsbørsen i forlængelse af Noteringsforpligtelsernes Del II, afsnit 1, §§ 3 og 4, forinden noteringen, ønsker at få dokumenteret, at udstederen og dennes ledelse er i stand til at håndtere kurssensitive informationer.

Noteringsforpligtelsernes Del, II, afsnit 1, § 6, bestemmer, at udstederen skal acceptere og underskrive *Generelle vilkår* for børsnote-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ring gældende for udstedere af værdipapirer noteret på Københavns Fondsbørs A/S. Disse vilkår er optrykt som bilag 10 til 2003 Vejledningen. Den underskrevne version skal være fondsbørsen i hænde forinden første noteringsdag. Udstederen skal tillige udarbejde en *ansøgning* om optagelse til notering, jf. § 7, stk. 1. Af denne ansøgning skal fremgå en række forhold, herunder baggrund for ønsket om notering, anvendelse af provenu, selskabets aktiekapital/antal aktier (og evt. fordeling på klasser), fordelingen af udbuddet på nye og eksisterende aktier, udbudsformen og endelig informationer om de finansielle formidlere, som skal forestå udbuddet på vegne af udstederen. § 7, stk. 2, vedrører de bilag, der skal vedlægges ansøgningen – eksempelvis udkast til prospekt, regnskabsmateriale for tre år, interne regler, jf. § 5 og Del II, afsnit 2, kap. 2.

Til § 22, stk. 3: Afslag ud fra investorernes og markedets interesser

En fondsbørs kan **afslå en ansøgning** om optagelse af et værdipapir, såfremt den skønner, at optagelsen på grund af udstederens forhold eller værdipapirets opbygning vil være i modstrid med investorernes og værdipapirmarkedets interesse, jf. VHL § 22, stk. 3. Hensynet til værdipapirmarkedet blev indført ved den oprindelige hovedlov, men var en udvidelse af beskyttelseshensynet i forhold til den tidligere gældende fondsbørslov og betingelsesbekendtgørelse, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1989.

Til § 22, stk. 4: Finanstilsynets kompetence til regelfastsættelse

Finanstilsynet fastsætter regler om **betingelser for optagelse** af værdipapirer til notering på en fondsbørs, jf. VHL § 22, stk. 4. Mens de mere overordnede forskrifter for optagelse af værdipapirer til notering på en fondsbørs findes i VHL, fastlægges detailreglerne således i de enkelte regelsæt, herunder særligt bekendtgørelse om betingelserne for optagelse til notering af værdipapirer på en fondsbørs, jf. betingelsesbekendtgørelsen. Forskrifterne i den nugældende betingelsesbkg. afviger ikke væsentligt fra reglerne i de tidligere betingelsesbekendtgørelser. En del af de centrale forskrifter er direktivreguleret, og dette ses blandt andet af bilagene til betingelsesbekendtgørelsen, som stammer fra betingelsesdirektivet.

Betingelsesbekendtgørelsen, herunder Skema A vedrørende aktier, indeholder en række ganske detaljerede betingelser for optagelse af

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

værdipapirer til notering foruden det generelle krav i § 1, stk. 2 (og VHL § 22, stk. 1).

Hovedbetingelser for enhver optagelse til børsnotering er i øvrigt i korthed således for aktier, jf. nærmere bkg. 331 af 23. april 1996 (med ændringer i bilag i bkg. nr. 124 af 28. februar 2005 (Betingelsesbekendtgørelsen) sammenholdt med Noteringsforpligtelserne og den dertil knyttede 2003 Vejledning begge fra Københavns Fondsbørs.

Er aktierne **allerede noteret på en fondsbørs i en anden EU-stat**, kan dansk notering afslås, hvis selskabet ikke opfylder de forpligtelser, der følger af noteringen i den anden stat, jf. betingelsbkg. § 2. Den nu bestående pligt til grænseoverskridende prospektanerkendelse ændrer ikke ved det her nævnte forhold, at man skal overholde de for den enkelte fondsbørs gældende forskrifter.

Optagelse til notering forudsætter normalt en samlet **aktiekapital på mindst (nominelt) 15 mio. kr.** og en forventet kursværdi af de aktier, der ønskes noteret (hvilket ikke behøver være fx alle aktieklasser i selskabet), på mindst 8,5 mio. kr. (dog ikke hvis der er tale om en supplerende aktiepost til allerede noterede aktier), jf. betingelsesbkg. § 4. En fondsbørs kan undtage fra ét eller begge af de nævnte krav, hvis den skønner, at der vil være et tilstrækkeligt marked for de pågældende aktier, jf. betingelsesbkg. § 4, stk. 4. Der kan være anledning til at dispensere fra kravet til den nominelle kapital på mindst 15 mio. kr., hvis kursværdien af aktierne er meget høj, jf. *Afgørelser & udtalelser* februar 2001 nr. 2, hvor den nominelle aktiekapital gennem introduktionen ville blive forhøjet fra 6,3 til 9 mio. kr., men hvor den samlede kursværdi af aktiekapitalen med den valgte emissionskurs ville være ca. 500 mio. kr.

Aktier i selskaber, der ikke opfylder kravene i betingelsesbkg. kapitel 2, dvs. blandt andet de her citerede kapitalkrav, kan optages på en autoriseret markedsplads eller i et handelssystem fastsat af vedkommende fondsbørs, jf. betingelsesbkg. § 31.

Selskabets »retlige stilling« skal være »i overensstemmelse med de for selskabet gældende retsforskrifter med hensyn til såvel dets stiftelse som til dets vedtægtsmæssige virksomhed«, jf. betingelsesbkg. § 5, indledningen. Det udtales hermed, at de børsretlige regler ikke blander sig i de selskabsretlige regler. Et tysk hjemmehørende selskab, der ønsker sig børsnoteret på Københavns Fondsbørs, følger herved fortsat i *selskabsretlig* henseende den tyske selskabslovgivning, og en

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

dansk bank, der vil børsnoteres i London og Frankfurt, skal fortsat opfylde den danske selskabs- og banklovgivning.

Aktiekapitalen skal være fuldt indbetalt, jf. § 5, stk. 1, nr. 1, i betingelsesbekendtgørelsen. Den selvstændige betydning af denne børsretlige betingelse er reduceret betydeligt efter den 1. august 1993, idet selskabslovgivningen i Danmark efter denne dato ikke længere tillader kapitalforhøjelser registreret, hvis ikke aktierne er fuldt indbetalt.

Selskabets generalforsamlinger skal være åbne for pressen, jf. betingelsesbkg. § 5, stk. 1, nr. 2. Dette betyder ikke, at der for generalforsamlingerne gælder en umiddelbar offentlighed, hvorved enhver kan komme ind ligesom i en retssal, men alene en middelbar offentlighed, hvorefter journalister (der legitimerer sig som sådanne, og som – hvis selskabets vedtægter foreskriver løsning af adgangskort som betingelse for adgangsret, jf. AL § 65 – har overholdt denne vedtægtsbestemmelse) har ret til at overvære generalforsamlingen og referere fra denne. Holdes generalforsamlingen som fuldt eller delvis elektronisk generalforsamling, skal den her nævnte adgang for pressen også iagttages.

Selskabets vedtægter samt årsrapport (og for moderselskaber tillige koncernregnskab, som fra 2002 anses for en integrerende bestanddel af årsrapporten, jf. RL § 2, stk. 1, nr. 1) skal på forlangende kunne **fås udleveret på selskabets kontor eller noteringsstedet**, jf. betingelsesbkg. § 5, stk. 1, nr. 3-4, og selskabets vedtægter skal være offentligt tilgængelige.

De noterede aktier skal være frit omsættelige, men dette krav om fri omsættelighed er ikke til hinder for, at et selskab med flere aktieklasser kan have unoterede aktier med begrænset omsættelighed og noterede aktier med fri omsættelighed, dog at der er følgende to undtagelsesmuligheder:

1. De kompetente myndigheder kan sidestille **ikke fuldt indbetalte aktier** med frit omsættelige aktier, når der er truffet foranstaltninger til, at disse aktiers omsættelighed ikke begrænses, og når transaktionernes gennemskuelighed er sikret ved en tilstrækkelig information til offentligheden. Denne mulighed er ikke længere praktisk her i landet.
2. Hvad angår optagelse til officiel notering af **aktier, hvis erhvervelse er undergivet godkendelse**, kan de kompetente myndigheder kun fravige bestemmelserne i første afsnit, hvis benyttelse af

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

godkendelsesklausulen ikke vil kunne medføre markedsforstyrrelser. Sidstnævnte mulighed om aktier, hvis erhvervelse er undergivet godkendelse, er værd at bemærke, for det er denne undtagelsesmulighed, der danner grundlag for, at et antal selskaber – særligt banker – efter en prøvesag fra Jyske Bank har fået lov at opretholde deres børsnotering, selv om de for at underbygge deres uafhængighed af storaktionærer har fået indføjet i deres vedtægter, at man skal have bankbestyrelsens samtykke til at erhverve over 10 % af bankens aktiekapital. Herved bruger disse banker således en kombination af den selskabsretlige mulighed for at optage en regel om samtykke til aktieerhvervelse i vedtægterne og den børsretlige mulighed for at gøre en særegen undtagelse fra den tungtvejende hovedregel om aktiernes frie omsættelighed, når dette ikke »vil kunne medføre markedsforstyrrelser«.

Det er nu retshistorie, hvilke vanskeligheder Jyske Bank måtte gennemgå for at opnå både de selskabsretlige myndigheders (Erhvervs- og Selskabsstyrelsens) godkendelse af, at der reelt var tale om en samtykkeregel (i modsætning til et absolut ejerloft på 10 %) og de børsretlige myndigheders (Københavns Fondsbørs') godkendelse af, at samtykkeklausulen dog var så fast i sin formulering, at dens anvendelse ikke kunne medføre markedsforstyrrelser.

Den formulering, der blev godkendt af Fondsbørsen og Erhvervs- og Selskabsstyrelsen i 1992, lyder således, og denne formulering har herefter dannet forbillede for adskillige bankers vedtægtsændringer:

»Aktierne er frit omsættelige, dog at overdragelse af aktier til en erhverver, der har eller ved overdragelsen opnår 10 % eller mere af bankens aktiekapital, kræver bankens samtykke. Samtykke kan og skal gives, (1) hvis overdragelsen sker som led i aktiernes overdragelse til et holdingselskab oprettet som led i strukturændring af banken med dennes tiltrædelse eller rekonstruktion af banken i forståelse med Finanstilsynet efter kapitaltab, samt (2) i alle tilfælde hvor erhververen, henset til stemme- og kapitalforholdene på bankens hidtidige generalforsamlinger, ikke konkret kan antages at ville kunne forhindre vedtægtsændringer om kapitalforhøjelse i banken.

Er afslag ikke meddelt inden 5 børsdage efter ansøgningens fremkomst til banken, anses samtykke for givet.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Der gælder i øvrigt ikke særlige interne forskrifter for meddelelse af samtykke. Sådanne kan kun fastlægges gennem vedtægtsbestemmelse.

Aktier, der erhverves trods nægtet samtykke, skal straks afhændes og giver ingen forvaltningsmæssige rettigheder i selskabet.«

Statens daværende **indløsningret** til aktierne i *Tele Danmark A/S* forhindrede ikke børsnotering af disse. Ved kendelse af 27. august 1992, *Årsberetningen 1992,* s. 69 ff., gav Erhvervsankenævnet således Københavns Fondsbørs (og den daværende klageinstans Finanstilsynet) medhold i, at det ikke var til hinder for børsnotering af aktierne i Tele Danmark A/S, at staten har indløsningsret til disse aktier. For at tage stilling til sagens retlige spørgsmål fandt Erhvervsankenævnet det ikke nødvendigt at stille spørgsmål til EF-domstolen, og ankenævnet fandt ikke mundtlig forhandling i sagen fornøden, ej heller udsættelse af sagen med henblik på at afvente, om Højesteret stadfæstede Sø- og Handelsrettens dom vedrørende tvangsindløsningen (senere afsagt som *UfR 1992.971 H*). Det fremgår af førstnævnte bemærkning, at ankenævnet anså sig for berettiget til en præjudiciel forelæggelse for EF-domstolen.

Erhvervsankenævnet var enigt med Fondsbørsen og Finanstilsynet i, at statens daværende indløsningsret til teleaktierne i henhold til lov 743 af 14. november 1990 § 8 (og koncessionerne for Tele Danmark A/S) ikke medfører en sådan indskrænkning i aktiernes omsættelighed, at aktierne ikke opfylder betingelsen i betingelsesbekendtgørelsen om, at aktierne skal være frit omsættelige. Den nævnte lov- og koncessionsbestemmelse er derfor ikke til hinder for børsnotering af aktierne. Selv om aktier, der er omfattet af indløsningsbestemmelser, skal udstedes som navneaktier i kraft af aktieselskabslovens § 18, stk. 2, følger det af aktieselskabslovens § 1, stk. 1, at der ved eller i henhold til lov kan være givet særlige regler for visse aktieselskaber, og dette er netop tilfældet med § 8 i den nævnte telekommunikationslov. Herefter har det fornøden lovhjemmel at udstede teleaktierne som ihændehaveraktier trods indløsningsbestemmelsen, idet teleaktierne simpelthen er undtaget fra aktieselskabslovens § 18. Dette medfører dog ikke, at aktieselskabslovens regler i øvrigt ikke gælder for selskabet, eller at dette mister sin karakter af aktieselskab. Ankenævnet var herefter enigt med Fondsbørsen og Finanstilsynet i, at det forhold, at teleaktierne uanset indløsningsretten er udstedt som ihændehaveraktier, heller ikke er til hinder for børsnotering af aktierne. Endelig fandt

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ankenævnet intet grundlag for at antage, at den i henhold til lov fastsatte indløsningsret for staten vil kunne bortfalde ved ekstinktion i medfør af en analogi fra gældsbrevsloven. Heller ikke dette forhold var derfor til hinder for børsnotering af aktierne.

Når et selskab ønsker optagelse til børsnotering, stilles der en række minimumskrav til **ansøgningens indhold**, herunder et krav om nærmere oplysninger om baggrunden for selskabets ønske om notering, ligesom der nu også skal oplyses om anvendelsen af emissionsprovenuet. Derudover skal udstederen og dets aktier opfylde betingelserne i skema A (og Skema C, når aktierne er optaget til notering), punkt I, nr. 1 og 3, punkt II, samt følgende betingelser; (i) udstederens aktiekapital skal være fuldt indbetalt, (ii) udstederens generalforsamlinger skal være åbne for pressen, (iii) udstederens vedtægter skal være tilgængelige for offentligheden og på forlangende kunne fås udleveret på udstederens kontor eller noteringsstedet, og (iv) årsrapporten, og hvis udstederens er moderselskab i en koncern tillige på koncernbasis, skal på forlangende kunne fås udleveret på udstederens kontor eller noteringsstedet.

Det bemærkes i øvrigt, at der efter FVL § 361, stk. 1, nr. 16, skal betales 25.000 kr. i afgift pr. anmodning, når fysiske eller juridiske personer anmoder om Finanstilsynets godkendelse af et prospekt i henhold til kapitel 6 i VHL.

Efter FVL § 361, stk. 1, nr. 16, skal der betales 1.000 kr. pr. anmodning, når fysiske eller juridiske personer anmoder om optagelse i et register for kvalificerede investorer, jf. VHL § 23, stk. 9.

§ 23 **[Prospekt].** Ved ansøgning om værdipapirers optagelse til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer og ved første udbud af værdipapirer til offentligheden over 2.500.000 euro skal der med henblik på offentliggørelse foreligge et godkendt prospekt.

Stk. 2. Finanstilsynet træffer beslutning om prospektets godkendelse.

Stk. 3. Prospektet skal indeholde de oplysninger, der anses for fornødne for, at investorerne og deres investeringsrådgivere kan danne sig et velbegrundet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og fremtidsudsigter samt over en eventuel garant og over de rettigheder, der er knyttet til

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

værdipapirerne, som udbydes til offentligheden eller optages til notering eller handel.

Stk. 4. Reglerne i dette kapitel om pligten til at offentliggøre et prospekt finder anvendelse på de værdipapirer, der er nævnt i § 2, stk. 1, nr. 1-4, 6-10 og 12, samt værdipapirer som nævnt i § 2, stk. 1, nr. 5, når løbetiden for disse er længere end 12 måneder.

Stk. 5. Reglerne i dette kapitel om pligten til at offentliggøre et prospekt finder uanset stk. 4 ikke anvendelse på følgende:

1. Andele i investeringsforeninger, specialforeninger, fåmandsforeninger, udenlandske investeringsinstitutter, hedgeforeninger, og andre kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv.
2. Ikkekapitalandele udstedt af
   a) et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller af en af det pågældende lands regionale eller kommunale myndigheder,
   b) internationale offentligretlige organer, som et eller flere lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, er medlemmer af,
   c) Den Europæiske Centralbank eller
   d) centralbanker, der er hjemmehørende i lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.
3. Aktier i en centralbank, der er hjemmehørende i et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.
4. Værdipapirer dækket af en ubetinget og uigenkaldelig garanti fra et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller af en af det pågældende lands regionale eller kommunale myndigheder.
5. Værdipapirer, der med henblik på at skaffe midler til almennyttige mål udstedes af statsanerkendte organisationer hjemmehørende i et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, og som ikke arbejder med gevinst for øje.
6. Værdipapirer, der ikke er kapitalandele, og som udstedes løbende eller ad gentagne gange af kreditinstitutter, forudsat

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

at disse værdipapirer ikke er underordnede, konvertible eller ombyttelige,

b) ikke giver ret til at tegne eller erhverve andre former for værdipapirer og ikke er tilknyttet et afledt instrument,

c) gør det ud for modtagelse af indlån, der skal tilbagebetales, og

d) er omfattet af en indskudsgarantiordning.

7. Værdipapirer, der indgår i et offentligt udbud af værdipapirer, hvor hele udbuddet er under 2.500.000 euro, idet denne grænse beregnes over en periode på 12 måneder.
8. Værdipapirer, der ikke er kapitalandele, og som udstedes løbende eller ad gentagne gange af kreditinstitutter, hvor hele udstedelsen er under 50.000.000 euro, idet denne grænse beregnes over en periode på 12 måneder, forudsat at disse værdipapirer a) ikke er underordnede, konvertible eller ombyttelige og

b) ikke giver ret til at tegne eller erhverve andre former for værdipapirer og ikke er tilknyttet et afledt instrument.

Stk. 6. En udsteder, en udbyder eller en person, der anmoder om optagelse til notering eller handel af værdipapirer, der er nævnt i stk. 5, nr. 2, 4, 7 og 8, kan dog udforme et prospekt i overensstemmelse med reglerne i dette kapitel og regler udstedt i medfør af stk. 8 og 9 og § 24, stk. 2.

Stk. 7. Et prospekt skal udarbejdes i overensstemmelse med de regler, som Finanstilsynet fastsætter i henhold til stk. 8, og skal præsenteres på en måde, som gør det muligt at forstå indholdet og vurdere betydningen af den givne information.

Stk. 8. Finanstilsynet fastsætter regler for prospekters indhold, format, sprog, annoncering og gyldighed samt udeladelse af oplysninger i prospektet. Derudover fastsætter Finanstilsynet regler for prospekters godkendelse i de tilfælde, hvor værdipapirer ønskes optaget til notering eller handel på flere fondsbørser, autoriserede markedspladser eller tilsvarende regulerede markeder.

Stk. 9. Finanstilsynet fastsætter regler om fritagelse for pligten til at offentliggøre et prospekt, herunder regler om godkendelse af fysiske personer og små og mellemstore virksomheder som kvalificerede investorer. Endvidere fastsætter Finanstilsynet regler om optagelse i et register for fysiske personer og små og mellemstore virksomheder som kvalificerede investorer.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 23, stk. 1: Generelt krav om prospekt

Bestemmelsen blev væsentligt ændret ved lov 1460 af 22. december 2004 som led i implementeringen af prospektdirektivet. Ved ansøgning om værdipapirers optagelse til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer og ved første udbud af værdipapirer til offentligheden over 2,5 mio. euro skal der med henblik på offentliggørelse **foreligge et godkendt prospekt**, jf. VHL § 23, stk. 1. Der forstås ved »tilsvarende regulerede markeder« udenlandske regulerede markeder, hvor Finanstilsynet kan have kompetence til godkendelse af prospekter, fordi prospektdirektivet lægger denne kompetence hos den kompetente myndighed i den prospektansvarliges hjemstat, hvilket som udgangspunkt er den medlemsstat, hvor den prospektansvarlige har sit registrerede hjemsted. Det er kursværdien af det offentlige udbud, der skal lægges til grund ved vurderingen af, om et udbud er over eller under 2,5 mio. euro. Endvidere er det den af Danmarks Nationalbank offentliggjorte valutakurs ved udbuddets start, der skal lægges til grund ved vurderingen af, om et offentligt udbud er over eller under 2,5 mio. euro, jf. i det hele *FT 2004-05, till. A*, s. 356.

Til § 23, stk. 2: Finanstilsynets kompetence til prospektgodkendelse

Finanstilsynet træffer beslutning om **prospektets godkendelse**, jf. VHL § 23, stk. 2. Prospektdirektivet art. 21, stk. 1 indeholder en forpligtelse til at sikre, at prospekter er godkendt af en kompetent myndighed i en sådan grad, at de overordnede hovedhensyn om *markedstillid* og *investorbeskyttelse* ikke kompromitteres. Heraf følger, at efterlevelse af disse to hovedhensyn ikke kan imødegås ved et teknisk *compliance check* af indholdskategorier. Fællesskabsrettens godkendelsesforanstaltning forudsætter en materiel gennemgang.

Markedsvirksomhederne varetog også inden lovændringen visse af Finanstilsynets opgaver. Det er imidlertid i dag klart, at det er Finanstilsynet, der har ansvaret for opgaverne. Dette skyldes den internationale udvikling på værdipapirmarkedet, herunder på direktivniveau, der tilsiger, at det overordnede ansvar for flere af de tilsynsområder, som markedsvirksomhederne i Danmark hidtil har varetaget, bør ligge i offentlig regi. Hermed understreges opgavernes offentligretlige karakter.

Finanstilsynets skal udføre prospektgodkendelsen *omhyggeligt* og *forsvarligt* og i overensstemmelse med almindelige forvaltningsretlige

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

regler og god forvaltningsskik, ligesom de til enhver tid gældende regler i forvaltningsloven om vejledning og repræsentation mv., aktindsigt, partshøring, begrundelse og klagevejledning, jf. FVL kapitel 3-7, samt de til enhver tid gældende regler i Offentlighedsloven, jf. VHL § 83a, stk. 3, skal overholdes.

I lyset af prospektansvar stillede den tidligere gældende Delegationsaftales § 20 mellem Fondsrådet (dengang kompentent myndighed) og Københavns Fondsbørs krav om, at Fondsbørsen afdækkede sit mulige erstatningsansvar i forbindelse med varetagelse af de delegerede myndighedsopgaver ved en ansvarsforsikring, hvis vilkår forinden ikrafttrædelse skulle godkendes af Fondsrådet. Forsikringen skulle løbende fornys af Fondsbørsen indenfor rammerne af den tidligere godkendte police. Delegationsaftalen delegerede således opgaver til Københavns Fondsbørs, som også tidligere blev varetaget af Fondsbørsen, og der er ikke nogen umiddelbar grund til at antage, at omfanget af Finanstilsynets forpligtelser med tilbagekaldelsen af prospektgodkendelseskompetencen fra Københavns Fondsbørs, jf. bek. nr. 887, af 21. august 2006, blev ændret væsentligt på indsatssiden.

Derimod var forsikringskravet en erkendelse af i hvert fald to forhold. For det første at et ansvar kunne følge af udøvelse af de delegerede myndighedsopgaver, herunder prospektgodkendelse. For det andet at der var en potentiel erstatningsretlig *konsekvens* af den klare ansvarsfordeling, der ultimativt placeredes hos Fondsrådet som den kompetente administrative myndighed.

Af ovenstående kan sammenfattes, at prospektgodkendelse er en opgaver af *offentligretlige* karakter Finanstilsynets kontrol med de transaktioner, der foregår på en reguleret markedsplads, har såvel offentlighedens som udsteder og investors regulerede og beskyttelsesværdige interesse.

Efter den før VHL gældende Fondsbørslov var der ikke på lovniveau et generelt krav om, at Fondsbørsen skulle påse lovgivningens bestemmelser i relation til prospekter. Kravene til prospekter og godkendelse heraf fremgik alene af den tidligere børsprospektbekendtgørelse og de børsetiske reglers §§ 8-10, jf. *Nis Jul Clausen,* R&R 1997, nr. 4, s. 48 ff. Uanset dette har Fondsbørsens virke som offentlighedens kontrollant været genstand for juridiske overvejelser også før Børsreform II. Således blev Fondsbørsens kontrolopgaver analyseret i *bet*. 1230/ 1992, Børsnoterede selskaber. Af betænkningen fremgik det, at Fondsbørsens rolle som kontrollant skulle medvirke til at sikre,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

at markedet blev drevet på en *redelig*, *gennemskuelig* og *ligelig* facon, jf. den dagældende Fondsbørslovs § 11.

Fondsbørsen som udøver af kontrol af offentlige og almene interesser er indgående behandlet hos *Jesper Lau Hansen*, Fondsbørsen (1999), s. 213 ff. Således anfører denne forfatter, at Fondsbørsen – også historisk – er pålagt en offentligretlig kontrolfunktion mht. korrektheden af prisdannelsen, det vil sige blandt andet boniteten af udstederinformationen. Denne funktion varetages til fordel for det samlede marked. Forfatteren relaterer kontrolfunktionen (i øvrigt i en retsøkonomisk kontekst) til to funktioner; (i) offentlig henholdsvis (ii) officiel kursnotering. I relation til Fondsbørsen som tillidsskabende organ er det primært betragtningerne vedrørende den officielle kursnotering, der påkalder sig konkret interesse, eftersom Lau Hansen med værdipapirhandelsretlig stringent argumentation korrekt påpeger, at offentlighed er ligegyldig, såfremt der ikke er tillid til det offentliggjorte.

Denne tillid tilvejebringes ved at gøre konkret information underlagt værdipapirhandelsretlig regulering officiel, jf. *FT 1985-86, till. A*, sp. 1917 og 1918. Enten ved retlig regulering eller ved privatretlige tiltag. Det essentielle er, at tilliden sikres ved social eller retlig kontrol, jf. *Jesper Lau Hansen,* s. 215. I forlængelse heraf redegør *Jesper Lau Hansen* på s. 217 ff. for Fondsbørsens rolle som kontrollant ud fra et samfundsmæssigt perspektiv. Således anføres, at kontrollen med notering, hvilket logisk indbefatter prospekter, også har den virkning, at netop kontrollen indgår i investorernes beslutningsgrundlag. Herved får begrebet *notering* en særlig værdi, idet notering alene må benyttes af fondsbørser, der er underlagt den særlige regulering i VHL kap. 3-10. Noteringsbegrebet er således lovgivningsmæssigt et udtryk for en særlig sikkerhed. Når et selskabs aktier noteres på en fondsbørs, er der således tale om en transaktion, der er egnet til at vække tillid, eftersom noteringen foregår på et marked, der er særskilt reguleret, ligesom værdipapirudbuddet er kontrolleret.

I praksis foretog Fondsbørsen – og i dag Finanstilsynet – ikke en egentlig materiel efterprøvelse af prospekters indhold, om end Fondsbørsen i de senere år udviste større interesse for prospektets materielle del. *Omfanget* af prospektgodkendelsen synes ikke at have været særskilt drøftet i forbindelse med lovforarbejdet, der førte til VHL med efterfølgende ændringer. Der synes at have været en generel enighed om, at Fondsbørsens rolle – i bred forstand – ikke skulle ændres som

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

følge af privatiseringen af Fondsbørsen, ligesom en række regler, der tidligere var henlagt til Fondsbørsens børsetiske regler, blev lovfæstet. Udgangspunktet i Børsreform II var, at Fondsbørsens opgaver forblev uændrede i forhold til tidligere, jf. *bet.* 1290/ 1995 Børsreform II, bind 2, s. 86; »Uanset den valgte model for tilrettelæggelsen af tilsynet vil fondsbørsernes opgaver som nævnt principielt være uændrede.«

Der er således ikke noget odiøst i, at Fondsbørsens godkendelsespraksis i forbindelse med prospekter forblev identisk, idet der ikke i det lovforberedende arbejde var gjort (udtrykte) tanker i den retning. Fokus i forbindelse med Børsreform II var ikke på det dagældende prospektdirektiv 80/390/EØF, men mere de ændringer, der fulgte som følge af Investeringsservicedirektivet, jf. *bet.* 1290/1995 Børsreform II, bind 1 s. 187 ff. Det var således først i 2002 i forbindelse med ændringerne til VHL i 2002 (LBK 527 af 9. juli 2002), at der synes at være mere opmærksomhed om Fondsbørsens rolle. Ændringerne til VHL §§ 23 og 24 medførte, at kompetencen til at godkende prospekter blev overflyttet til Finanstilsynet med mulighed for delegation, jf. den dagældende Delegationsbekendtgørelsen og Delegationsaftalen.

Samtidig er det værd at bemærke, at selve beslutningskompetencen til at træffe beslutning om et værdipapirs optagelse til notering forbliver hos Fondsbørsen, jf. VHL §§ 21 og 22. Selve opdelingen er for så vidt logisk. Finanstilsynet varetager godkendelsesproceduren, idet dette skønnes at være af offentlig og almen karakter, mens Fondsbørsen udøver (en vis) autonomi i forhold til, hvilke udstederes værdipapirer, den vil have noteret på sin egen markedsplads. Fondsbørsen tillægges med andre ord ansvaret for den tekniske godkendelse af betingelserne for optagelse til notering, mens Finanstilsynet har ansvaret for, at prospektet yder investorerne og markedet den direktivfæstede beskyttelse.

Baggrunden for ændringen var ifølge bemærkningerne til LBK 527 af 9. juli 2002, jf. ovenfor, *FT 2001-02, till. A*, s. 4789, at:

> »(d)en internationale udvikling på værdipapirmarkedet tilsiger, at det overordnede ansvar for flere af de tilsynsområder, der hidtil har været varetaget af fondsbørser, ligesom det almindelige tilsyn, virksomhedstilsynet, bør ligge i offentligt regi, dog således at der er mulighed for delegation.«

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

> »De foreslåede ændringer skal ses som en konsekvens af, at udviklingen peger på en større privatisering af markedsvirksomhederne, hvorfor der bør ske en ændring i kompetenceudøvelsen for at sikre, at de offentligretlige interesser, der til en vis grad har været varetaget af markedspladserne, forsat varetages.«

Netop det, at Fondsbørsens prospektgodkendelseskompetence frataages, synes ikke tilfældigt. Prospektet er det dokument, hvorpå investorernes investeringsbeslutning alene skal kunne træffes. Indeholder prospektet fejl eller mangler, herunder som følge af en utilstrækkelig godkendelsesprocedure, lider markedet og investorerne skade. Eftersom et tillidsvækkende værdipapirmarked med en høj investorbeskyttelse er hovedhensyn bag den værdipapirhandelsretlige regulering, vil kompromittering heraf skade almene og offentlige interesser. Ansvaret for prospektgodkendelse, og dermed ansvaret for varetagelse af et anliggende af almen og offentlig interesse, ligger nu hos en offentlig myndighed (Finanstilsynet), med de berettigede krav til kvaliteten af den udførte myndighedsudøvelse, der naturligt ligger i forlængelse heraf.

Arbejdsdelingen i forbindelse med prospekter er, at udstederens ledelse og dennes rådgivere udarbejder prospektet. Disse afgiver prospekterklæringer, ligesom der af udstederens emissionsbank via en advokat foretages en verifikation af prospektet – en verifikation hvis indhold ikke er offentligt.

Derfor er det ikke interessant alene at konstatere, at der påhviler en forpligtelse til materielt at godkende prospekter. Det interessante er at få fastlagt, om den fortolkning af godkendelsesomfanget, som tidligere Fondsbørsen og i dag Finanstilsynet anlægger af Prospektdirektivets art. 13 og VHL § 23, stk. 3, de facto lever op til de forpligtelser, der følger af den relevante regulering. Netop denne fastlæggelse vil være formålet i de følgende afsnit. Der vil således blive foretaget en analyse af omfanget af godkendelsesforpligtelsen, herunder i lyset af godkendelsesinstituttets offentligretlige karakter.

I den danske retslitteratur har *omfanget* af Fondsbørsens prospektgodkendelse været genstand for begrænsede drøftelser. Til illustration berører *Peer Schaumburg-Müller,* Børsretlig guide, slet ikke omfanget af prospektgodkendelsen i det ellers ganske fyldige kapitel 2.10 om prospektkrav. Det skyldes, at forfatterne af den juridiske litteratur har koncentreret sig om Fondsbørsen som ansvarssubjekt, blandt andet

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

som konsekvens af, at Fondsbørsen ikke i den gældende lovgivning er pålagt en erklæringspligt, som eksempelvis revisorerne.

Selve ansvarsdelen er endog særdeles relevant, men forinden synes det hensigtsmæssigt at få kvalificeret, hvad den påkrævede culpa bedømmelse skal relatere sig til. Et spørgsmål, der rejser sig, er derfor, om en manglende udtrykkelig prospekterklæringspligt har betydning for, om prospektet skal godkendes materielt, eller om der allerede af det blotte krav om godkendelse følger, at denne skal kommunikeres til omverdenen i en eller anden anerkendt anvendt form – enten som påtegning, erklæring eller lignende. Det vil sige, at når der ligger et krav om godkendelse, bør det vurderes, om denne godkendelse og dens præmisser som en konsekvens af en godkendelses natur skal formidles til omverdenen i en form, som medvirker til fremme af lovens formål.

Der er dog ikke nogen tvivl om, at selve godkendelsen af prospektet er et væsentligt middel til sikring af de værdipapirhandelsretlige grundhensyn om markedstillid og investorbeskyttelse, jf. senest præamblen til Prospektdirektivet, desuagtet at dette ikke i skrivende stund manifesterer sig i en erklæring eller et certifikat.

Omfanget af prospektgodkendelsen berøres indirekte af *Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen* i Børsretten (2003), s. 189, idet forfatterne anfører, at:

> »Fondsbørsen skal kontrollere, at alle formelle betingelser for noteringen er opfyldt, herunder at prospektet indeholder oplysninger om alle de forhold, som er relevante for investorerne.«

Dette citat indeholder (i hvert fald) to interessante betragtninger. For det første at Fondsbørsen skal *kontrollere, at alle formelle betingelser* er opfyldt. For det andet *at prospektet indeholder oplysninger om alle de forhold, som er relevante for investorerne.*

For så vidt angår den *første* betragtning vedrører denne *betingelserne for* notering. Det vil sige *primært* de mere tekniske krav, som fremgår af VHL §§ 21 og 22, Betingelsesbekendtgørelsen og Noteringsforpligtelsernes Del II, afsnit 2.

I relation til den *anden* betragtning bemærkes, at denne relaterer sig direkte til prospektet – både formelt men også materielt, jf. formuleringen ».at prospektet indeholder oplysninger om alle de forhold, som er *relevante* for investorerne«. Citatet er en teleologisk nedfæld-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ning af essensen af VHL § 23, stk. 3, der overordnet knæsætter princippet om materielt korrekte prospekter med udgangspunkt i de værdipapirhandelsretlige hovedhensyn om *markedstillid* og *investorbeskyttelse*.

Prospektet kontrolleres og godkendes således for at skabe tillid til og respekt om værdipapirmarkedet og de udbudte værdipapirer med henblik på at fremme omsætningen til gavn for samfundsøkonomien som sådan. (Offentlig godkendelse som tillidsskabende funktion kendes også fra andre områder, eksempelvis vedrørende såkaldte »agreed documents«. Således anfører eksempelvis *Ole Lando i* UfR 1988 B s. 1 ff., at dokumenter, der har opnået eksempelvis offentlig godkendelse, »kan have opnået en særlig status«.)

> Prospektgodkendelsen er således i sin natur et offentligt ombud med et offentligt sigte, nemlig som offentlig myndighed at skabe tillid til og troværdighed om værdipapirmarkedet og de udbudte værdipapirer. Udgangspunktet for praktiseringen af godkendelsesombuddet er, at Finanstilsynetundersøger prospektet og dette alene

Godkendelsesforpligtelsen kan ikke umiddelbart udstrækkes til også at omfatte forhold, der ikke er nævnt i prospektet. En sådan begrænsning bør være problemfri i forhold til sikring af markedstilliden og investorbeskyttelsen, herunder fremme af materielt korrekte prospekter, så længe informationerne i prospektet er i overensstemmelse med VHL § 23, stk. 3.

En væsentlig årsag hertil er, at Prospektdirektivets skema A tilvejebringer udstederen med en generisk checkliste for de informationskategorier, der i typesituationen *skal* være medtaget i et prospekt. Finanstilsynet skal ved sin godkendelse påse, om disse informationskategorier de facto også er medtaget og tilstrækkeligt beskrevne, jf. VHL § 23, stk. 3, beskrevet. Er det ikke tilfældet, *skal* det få Finanstilsynet til at reagere herpå (medmindre det er åbenbart, hvorfor netop denne informationskategori ikke er medtaget). I sådanne tilfælde kan det medføre, at Finanstilsynet under iagttagelse af den rettidige omhu, der må forventes af en offentlig myndighed, bør stille spørgsmål til forhold, der ikke er omfattet af prospektet med henblik på at vurdere, om prospektet kan godkendes med en sådan udeladelse.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Udgangspunktet og omdrejningspunktet for godkendelsen er dog prospektet, jf. også Sø- og Handelsrettens flertal i UfR 2002.2067 H, hvilket krystalliserer prospektgodkendelsens betydning for *omsætningen* på værdipapirmarkedet og *tilliden til markedspladsen.* Dette ydermere fordi prospektet, eksklusive historiske regnskabstal, ikke vedrører objektivt konstaterbare kendsgerninger nedfældet i offentligt tilgængeligt materiale, som en investor selv ved en rimelig indsats kunne opnå adgang til.

Det kan imidlertid ikke forventes, at Finanstilsynet af egen drift og uden nogen årsag hertil, indhenter eller anmoder om yderligere informationer udover prospektets. Godkendelsesprocedurens subjekt er prospektet, og opgaven er, at gøre dette materielt retvisende. Dette er således udgangspunktet for kvalificeret rettidig omhu ved prospektgodkendelser. Kompetencen til at godkende prospekter indebærer et vist ansvar for den pågældende myndighed. Hvis myndigheden ikke løser denne opgave, f.eks. undlader at påtale manglende oplysninger, kan dette medføre erstatningsansvar, såfremt pligtforsømmelsen påfører andre et uafværgeligt tab. Denne risiko er ikke blevet mindre som følge af, at prospekter udarbejdet efter prospektdirektivets regler har krav på gensidig anerkendelse uden kontrol fra myndighederne i de øvrige lande, jf. *Jesper Lau Hansen:* Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, 2. udg., s. 98.

Synspunktet forfægtet af *Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen* i Børsretten, 2003, s. 189-192, om at Københavns Fondsbørs' godkendelse ikke omfatter andet og mere end en formel kontrol af, at de krævede oplysninger er givet, tiltrædes derfor ikke – ej heller såfremt Københavns Fondsbørs erstattes med Finanstilsynet som konsekvens af tilbagekaldelses af prospektgodkendelseskompetencen. For at kunne tage stilling til, om de krævede oplysninger er givet, må der logisk foretages en vis efterprøvning af rigtigheden og fuldstændigheden heraf.

Det må imidlertid medgives, at til trods for synspunktet forfægtet af denne lovkommentars forfattere, synes eksempelvis Københavns Fondsbørs historisk i dets godkendelsesprocedure – måske meget naturligt – at tiltræde synspunktet forfægtet af *Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen,* som gengivet just ovenfor. Ligeledes synes der ikke i de indtil videre få prospektgodkendelser på regulerede markedspladser, som har været forelagt Finanstilsynet fra 1. september 2006, at

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

være tegn på, at Finanstilsynet afviger fra den linje, som Fondsbørsen anlagde.

Til § 23, stk. 3: Grundlæggende prospektkrav: investorernes »velbegrundede skøn«

Prospektet skal **indeholde de oplysninger**, der anses for at være fornødne, for at investorerne og deres investeringsrådgivere kan danne sig et velbegrundet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og fremtidsudsigter samt over en eventuel garant og over de rettigheder, der er knyttet til værdipapirerne, som udbydes til offentligheden eller optages til notering eller handel, jf. VHL § 23, stk. 3. Formuleringen af stk. 3 om prospektets indhold er hovedsageligt taget fra den tidligere affattelse af stk. 1, som formuleret i den oprindelige hovedlov. Bestemmelsen må imidlertid i dag anses for en implementering af prospektdirektivets art. 5.

Prospektet er et juridisk dokument. Prospektet er foruden VHLs bestemmelser og øvrige værdipapirhandelsretlige regulativer underlagt almindelige juridiske principper. Prospektet er overordnet set et kommunikationsmedie fra udstederen til primært investorerne og deres investeringsrådgivere.

Prospektet har, jf. VHL § 23, stk. 3, til formål at tilvejebringe læseren, det vil sige primært investor og dennes investeringsrådgiver, et så tilstrækkeligt overblik over udstederens virksomhed og de udbudte værdipapirer, at investor kan træffe en kvalificeret og oplyst investeringsbeslutning på baggrund heraf. Det gælder uanset om investeringsbeslutningen ikke, eller kun delvist, træffes på baggrund af prospektet – prospektet skal være fuldstændigt og korrekt.

Prospektets formål kan således sammenfattes til en intention om at tilvejebringe investor (og dennes investeringsrådgiver) et så fuldstændigt, oplyst og materielt korrekt grundlag, at disse i tillid hertil kan træffe en velbegrundet investeringsbeslutning, således investorerne (og de øvrige ikke-udstedende aktører) har tillid til udstederen og det relevante værdipapirmarked.

Se t.eks. præamblen til Prospektdirektivet og det tidligere gældende prospektdirektiv (80/390/EØF) (nu Betingelsesdirektivet). Se også formandskabets konklusioner fra Det Europæiske Råds møde i december 1992). For samme formålsorienterede tanker i svensk ret se, *Catarina af Sandeberg*, Prospektansvaret, s. 69-70, og for norsk ret

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kristin Normann Aarum, TfR 2002.239 ff. og samme forfatter i Nordisk Børsret, s. 138-139.

Et prospekt retter sig primært til bestående og nye aktionærer, herunder personer med uudnyttede optioner og warrants. Sekundært er prospektet tiltænkt analytikere, der benytter informationen i rådgivningssammenhænge, ligesom andre personer, hvis økonomi er berørt af udstederens økonomiske udvikling, mere perifert kan være omfattet. Generelt om såvel den primære som sekundære adressatgruppe gælder, at disse ikke er homogene – hverken samlet eller indenfor konkrete adressatgrupper.

Således findes der eksempelvis indenfor den primære adressatgruppe såvel kvalificerede investorer, jf. Prospektbkg. § 2, som private investorer, ligesom der blandt den sekundære adressatgruppe findes sofistikerede analytikere og almindelige leverandører (også denne sekundære gruppe af prospektadressater vil teoretisk kunne lide et tab som følge af et fejlagtigt prospekt, om end sandsynligheden herfor må skønnes at være usignifikant).

Primære prospektadressater inddeles som beskrevet ovenfor i henholdsvis kvalificerede investorer og private investorer. Den almindelige forståelse af forskellen mellem de to investortyper relaterer sig typisk til definitionen af den kvalificerede investor. Således adskiller den professionel investor sig primært fra den private investor i form af ekspertise og adgang til ressourcer.

Det må anses for ukontroversielt at konstatere, at prospekter udarbejdes for primært at tilfredsstille de kvalificerede investorers behov for information om udstederne og deres værdipapirer til trods for, at det alene ved udbud til kvalificerede investorer ikke er nogen prospektpligt, jf. VHL § 2. En udsteders informationer om sin virksomhed og de udbudte værdipapirer er i dag så detaljerede og komplicerede, at den private investor – og for den sags skyld også sådannes investeringsrådgivere i det lokale pengeinstitut – i typesituationen alene vanskeligt kan forholde sig kvalificeret til informationerne i et prospekt.

Informationsniveauet i et prospekt er lagt således, at prospektet skal kunne analyseres af professionelle investorer og sådannes rådgivere, og eftersom sådanne efterspørger informationer på et højt kvalitativt niveau i såvel omfang som detalje, øges den umiddelbare forståelseskløft alt andet lige for den private investor – også selvom budskabet formidles i et ligefrem og tilgængeligt sprog, og også selvom

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

dette formentligt ikke er hensigten med hensigten bag prospektpligten. Det kan derfor med en vis rimelighed konstateres, at for at kunne få optimalt udbytte af prospektet fordres en vis professionel analytisk evne.

Prospekter udformes, vel vidende at informationerne bliver genstand for indgående analyse af såvel analytikere som professionelle investorer. Formålet er at bibringe læseren et så præcist og fuldstændigt billede af udstederen og de udbudte værdipapirer som muligt. Konsekvensen er som beskrevet ovenfor, at prospektets anvendelighed som beslutningsgrundlag for den private investor alt andet lige svækkes, og den private investor henvises således – og yderligere en transaktionsomkostning skabes – til at kontakte professionelle investorer og analytikere med henblik på bistand til at fortolke informationerne i prospektet. Se for samme principielle holdning, *Catarina af Sandeberg,* Prospektansvaret, s. 68.

Ovenstående betragtning finder en form for støtte for så vidt angår det danske værdipapirmarked i en undersøgelse gennemført af Dansk Aktionærforening i 2000 (Dansk Aktionærforening har gennemført en undersøgelse den 24.-26. oktober 2000 ved at udsende en e-mail til ca. 3000 medlemmer. 1263 personer responderede ved at afkrydse nedenstående spørgeskema, som var tilgængeligt på www.shareholders.dk). Således spurgte foreningen, hvem der var medlemmets væsentligste informationskilder ved køb henholdsvis salg af aktier med mulighed for at sætte tre krydser. Der blev i alt sat 3442 »købs–« og 3198 »salgskrydser«, samt 3335 »forventet-informationskanal–« krydser, som fordelte sig således:

Ovenstående undersøgelse skal læses med det ikke uvæsentlige forbehold, at respondenterne alene er udvalgt efter medlemskab af Dansk Aktionærforening. Der er således ikke nødvendigvis tale om et repræsentativt udsnit af private investorer på det danske marked. Dernæst kan det ikke umiddelbart ud af de i undersøgelsen formulerede spørgsmål udelukkes, at svarene rubriceret under »Internet« ligeledes dækker over hhv. »Fondsbørsmeddelelser«, »Specialavis« og »Morgenaviser«, eftersom disse tre informationskilder i høj grad er tilgængelige via Internettet. Ligeledes er undersøgelsen efterhånden mere end 6 år gammel. Trods denne kildekritik synes der dog at danne sig et klart mønster blandt de adspurgte.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Skema 1.: Dansk investorinformation 2000

Informationskilde	Antal stemmer – køb	Antal stemmer – salg	Antal stemmer – forventet informations-kanal
Anden bank/ børsmægler	44	35	38
Dansk Aktionær-forening (medlems-blad etc.)	192	87	240
Egen bank/børsmæg-ler	446	169	360
Fagblade (Børsens (nu Berlingskes) Nyheds-magasin/Mandag Morgen, Økonomisk Ugebrev, etc.)	193	160	183
Fondsbørsmeddelelser	123	152	108
Internet	796	772	974
Morgenaviser (Ber-lingske, Jyllandspo-sten, Politiken, etc.)	575	514	415
Radio	13	17	9
Selvstændig analyse/ rådgivningsfirma (Dansk Aktieanalyse etc.)	200	217	248
Specialavis (Dagbladet Børsen)	568	507	495
Tekst-TV	94	85	76
TV	101	118	128
Venner og familie	97	83	61

Kilde: Dansk Aktionærforening 2000 (www.shareholders.dk).

De 3 vigtigste informationskilder ved køb henholdsvis salg af aktier er (i) Internettet, (ii) morgenaviserne og (iii) Dagbladet Børsen. I den sammenhæng er det på trods af ovenstående forbehold alligevel bemærkelsesværdigt, at de adspurgte i meget ringe grad gør brug af direkte udstederinformation i form af fondsbørsmeddelelser. I relation til *aktiesalg* er det ligeledes bemærkelsesværdigt, at de adspurgte bruger egne investeringsrådgivere i markant mindre grad end ved *aktiekøb*, ligesom ca. halvdelen af det antal, der har benytter egen investeringsrådgiver ved aktiekøb alene forventer, at deres fremtidige informationskilde er egen investeringsrådgiver.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Disse forhold kan være en blandt flere årsager til, at antallet af danskere, som har investeret direkte i enkelt-aktier, har været faldende de seneste år fra 21 % i 1997 til 16 % ultimo 2002 samtidig med, at antallet af danskere, der har investeret i aktiebaserede investeringsforeninger er steget fra 7 % i 1997 til 14 % i 2001 og 11 % i 2002, jf. en Vilstrup analyse udført for Dansk Aktionærforening i perioden primo 1997 – ultimo 2002 (undersøgelsen kan rekvireres på www.shareholder.dk). Resultater fra samme analyse viser tillige, at andelen af danskere, som har investeret over 50.000 kr. i aktier, og som derfor må antages at interessere sig for aktiemarkedet, ultimo 2002 var 9 % – mod 8 % i 1997, 11 % i 1998 og 13 % i 2001.

På baggrund af undersøgelsen kan det konstateres, at direkte udstederinformation langt fra er den mest benyttede kilde, når investeringsbeslutninger skal træffes blandt de valgte og responderende private investorer. Sammenholdes denne viden med det ovenfor beskrevne faktum, at prospekter typisk udformes med henblik på analyse fra de professionelle investorer, synes der at være en vis sammenhæng mellem de to udsagn: Prospektet udformes primært med det mål for øje, at bibringe detaljerede kvalitative informationer til professionelle investorer, og prospektet (udstederinformation) benyttes ikke i nogen udpræget grad af private investorer i forbindelse med investeringsbeslutninger.

VHL § 23, stk. 3, stiller krav om, at prospektet skal indeholde de oplysninger, der anses for fornødne for, at investorerne og deres investeringsrådgivere kan danne sig et velbegrundet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og fremtidsudsigter, samt over en eventuel garant og over de rettigheder, der er knyttet til værdipapirerne, som udbydes til offentligheden eller optages til notering eller handel. De nationale regler suppleres af Prospektforordningen, som opstiller en række minimumskrav til prospektets indhold. For en opregning af disse henvises til Prospektforordningens bilag I-XVIII samt for en nærmere gennemgang til *David Moalem og Joseph Nivaro* i R&R 2005, nr. 9, s. 52 og *Ulrich Hejle, Christina Lund og Dan Moalem* i NTS 2006, nr. 1, s. 59ff..

Minimumskravene er fastsat ud fra en overordnet opdeling af forskellige typer af værdipapirer og udstedere. I Prospektforordningen er der endvidere fastsat udfyldende regler om indarbejdelse af oplysninger i prospektet ved henvisning, metoder til offentliggørelse af prospektet og annoncering. Reglerne om prospekter i Værdipapirshan-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

delsloven og bekendtgørelser udstedt i medfør af loven skal derfor ses i sammenhæng med reglerne i Kommissionens forordning, jf. *FT 2004-05*, *till. A*, s. 347.

Nedenfor præsenteres visse af de væsentligste nyskabelser og forandringer, der er indført som konsekvens af Prospektforordningen og med virkning den 1. juli 2005:

1. Prospektoplysninger om emissionsgaranten. Som konsekvens af Prospektforordningen samt Prospektdirektivets art. 5, stk. 1, stiller VHL § 23, stk. 3, krav om, at prospektet skal give investorerne mulighed for at foretage et velbegrundet skøn over en eventuel garant for værdipapirudstedelsen. Således fremgår det af Prospektforordningens bilag III, pkt. 5.4, at prospektet skal indeholde oplysninger, som kan identificere garanten, hvornår garantien er (eller vil blive) indgået, samt de væsentligste aspekter af garantitilsagnet, eksempelvis forholdet mellem udstederen og garanten.
2. Historiske regnskabsoplysninger skal fortsat gå tre regnskabsår tilbage. De seneste to års regnskabsoplysninger skal præsenteres i en form, der er i overensstemmelse med den, som vil blive anvendt i udsteders næste offentliggjorte årsrapport. Danske børsnoterede selskaber skal fra og med regnskabsåret 2005 overgå til IFRS regnskabsstandarden. Dette indebærer, at for selskaber, der skal noteres i perioden 2005-2007, skal deres historiske regnskabsoplysninger udarbejdes på ny i henhold til IFRS-standarden. En sådan genudarbejdelse er en betydelig og ressourcekrævende proces. Københavns Fondsbørs har i en konkret sag givet dispensation til, at en udsteder alene genudarbejdede sine regnskabsoplysninger til IFRS-standarden 1 år tilbage. Afgørelsen er konkret, og det er derfor ikke sikkert, at Københavns Fondsbørs også i andre tilfælde, vil give en sådan dispensation.
3. Der skal indeholdes en beskrivelse af udsteders væsentligste investeringer i perioden for de historiske regnskabsoplysninger og frem til prospektets dato.
4. Oplysningerne om udsteders kapitalressourcer er skærpede.
5. Hvis der indgår en resultatprognose eller forventning i prospektet, skal der tillige indgå en erklæring med angivelse af de væsentligste antagelser, som udsteder har baseret sin forventning eller prognose på.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

6. Kravene til oplysninger om bestyrelse, direktion og ledende medarbejdere er blevet skærpet. Bl.a. skal lønoplysninger gives specifikt for hvert ledelsesmedlem. Dette gælder dog ikke, såfremt medlemslandene ikke kræver individuel offentliggørelse, og udsteder ikke i øvrigt offentliggør disse oplysninger. I Danmark er der ikke et specifikt krav om at offentliggøre individuelle lønoplysninger, men det er forventningen, at der i løbet af kort tid vil blive indeholdt en anbefaling herom i Københavns Fondsbørs A/S' regler og anbefalinger om corporate governance, jf. udkastet til reviderede corporate governance anbefalinger, som Fondsbørsens komité for god selskabsledelse offentliggjorde i Maj 2005. Det kan på den baggrund formentligt antages, at Københavns Fondsbørs gerne ser, at prospektet indeholder individuelle lønoplysninger.
7. Omfanget af de mere selskabsretlige informationer og informationerne om de udbudte værdipapirer, der skal indgå i prospektet, er forøget.
8. Der skal indeholdes et resumé af væsentlige kontrakter indgået de seneste to år, og som ligger uden for udsteders normale virksomhed.

Dokumentationsmateriale vedrørende udsteder, herunder vedtægter, årsrapporter og ekspertudtalelser omtalt i prospektet skal fremlægges til offentlig besigtigelse i hele prospektets gyldighedsperiode.

Finanstilsynet må ikke forlange, at prospekter skal indeholde oplysninger, som ikke indgår i oplysningsskemaerne i bilag I – XVII til Prospektforordningen.

Prospektforordningen har gjort en række af bestemmelserne i Noteringsforpligtelsernes Del II, afsnit 2 overflødige. Det skal dog understreges, at det materielle indholdskrav ikke med Prospektforordningen og fjernelse af bestemmelserne fra Noteringsforpligtelserne har medført en forringelse af de indholdsmæssige prospektkrav.

Ligeledes bemærkes, at det stadig gælder efter Noteringsforpligtelserne, at udstederen er forpligtet til at offentliggøre en *finanskalender*, der har til formål at angive forventede datoer i det resterende regnskabsår for udstederens offentliggørelse af regnskabsmeddelelser og årsrapport, samt afholdelse af ordinær generalforsamling.

Ligeledes skal ledelsen i prospektet beskrive selskabets *forventede udvikling*, jf. § 17 – dvs. oplysninger om ledelsens forventninger til

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

udstederens økonomiske udvikling for indeværende regnskabsår med angivelse af forventningerne til niveauet for aktivitet og resultat. Ledelsen er i prospektet forpligtet til at redegøre for eventuelle særlige forudsætninger for forventningerne til udviklingen, ligesom særligt usikre og følsomme faktorer skal beskrives. Når der henses til, at det med prospektet for så vidt er første gang, at offentligheden får en systematisk information om udstederen, synes denne forpligtelse at være i naturlig forlængelse heraf, ikke mindst fordi der ved børsintroduktioner ikke vil være historiske analytikerrapporter om udstederen at tage udgangspunkt i.

Prospektdirektivets art. 6 og Prospektforordningens bilag I og III (vedrørende aktier) foreskriver, at det af prospektet tydeligt skal fremgå, hvem der er prospektansvarlige (både fysiske og juridiske personer). Det vil sige, at det skal være muligt i prospektet at identificere, hvem der er ansvarlige for de relevante dele af prospektet, hvilket i praksis kan være både udstederen og dennes ledelse, emissionshuset, revisor og advokat. I Danmark er filosofien bag art. 6 kendt fra de nu historiske Københavns Fondsbørs' Noteringsforpligtelser Del II, afsnit 2, kapitel 3, §§ 13-16.

Princippet direktivfæstes nu således, at de prospektansvarlige, herunder benyttede rådgivere, fremover skal erklære, » … at oplysningerne i prospektet efter deres bedste overbevisning stemmer overens med virkeligheden, og at der i prospektet ikke er udeladt oplysninger, der vil kunne berøre betydningen af **[prospektets] indhold«.**

Erklæringens investorbeskyttende dimension er, at de prospektansvarlige med erklæringen forholder sig til prospektets fuldstændighed og korrekthed. Det bør understreges, at det civilretlige ansvar placeres efter dansk rets almindelige regler herom. Prospektdirektivets art. 6 og Prospektforordningens bilag I og III (vedrørende aktier) foreskriver, at det af prospektet tydeligt skal fremgå, hvem der er prospektansvarlige (både fysiske og juridiske personer). Det vil sige, at det skal være muligt i prospektet at identificere, hvem der er ansvarlige for de relevante dele af prospektet, hvilket i praksis kan være både udstederen og dennes ledelse, emissionshuset, revisor og advokat.

Princippet direktivfæstes nu således, at de prospektansvarlige, herunder benyttede rådgivere, fremover skal erklære, » … at oplysningerne i prospektet efter deres bedste overbevisning stemmer overens med virkeligheden, og at der i prospektet ikke er udeladt oplysninger,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

der vil kunne berøre betydningen af [prospektets] indhold«. Erklæringens investorbeskyttende dimension er, at de prospektansvarlige med erklæringen forholder sig til prospektets fuldstændighed og korrekthed. Det bør igen bemærkes, at det civilretlige ansvar placeres efter dansk rets almindelige regler herom.

Et emissionsinstitut, pengeinstitut eller anden professionel rådgiver forestår sædvanligvis børsintroduktionen, jf. de indledende bemærkninger i kapitlet om lead manager, finanshuse mv.

Der skal udarbejdes prospektmateriale i overensstemmelse med Prospektforordningen med tilhørende bilag. Ofte antager emissionsinstituttet en advokat til at foretage en **verifikationsprocedure** af prospektet og dets indhold.

Jon Stokholm omtaler således i UfR 1994 B, s. 87 ff. en på de store udenlandske fondsbørser særdeles anvendt metode, hvorefter en uafhængig rådgiver, ofte en advokat, tvinger selskabet igennem en verifikationsprocedure, hvor der stilles dybdeborende spørgsmål og forlanges svar vedrørende alle væsentlige oplysninger i udkastet til prospektmaterialet. På grundlag af et verifikationsnotat udføres der en verifikationsundersøgelse, og verifikationsnotatet underskrives af de verificerende. Det endelige verifikationsnotatudkast med bilag forelægges normalt på det bestyrelsesmøde, hvor endelig beslutning om introduktion eller emission træffes, og hvor prospektmaterialet godkendes.

Et godt gennemarbejdet **verifikationsdokument** med de fornødne bilag kan ifølge forfatteren meget vel blive af central betydning under en retssag, når det eventuelt skal vurderes, om der for selskabets ledelse og rådgivere har været tilstrækkeligt og forsvarligt grundlag til at underbygge de oplysninger og vurderinger, som var indeholdt i prospektmaterialet, og om de afgivne erklæringer bør udløse ansvar. Om den praktiske fremgangsmåde, aftalegrundlaget for due diligence mv. se nærmere *Advokatsamfundet:* »Vejledning i gennemførelse af juridisk due diligence« og »Guidelines for Legal Due Diligence«.

Det kan være af nogen interesse at søge at foretage en **teoretisk-juridisk kvalifikation af verifikationsbegrebet**. Selv om tegning af aktier ikke fuldt ud kan sidestilles med køb af en vare, er der der dog nogle lighedstræk, og hvis man sammenligner verifikation med *due diligence* og sidstnævntes funktion, bliver sammenhængen egentlig temmelig klar: Den, der agter at købe en vare, skal foretage de efter omstændighederne fornødne undersøgelser af varen før købet, jf. *ca-*

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

veat emptor grundsætningen i købelovens § 47 (*caveat emptor* = køberen skal tage sig i agt), og en *due diligence* undersøgelse (*due diligence* = rettidig/passende omhu) er i realiteten en formaliseret form for iagttagelse af *caveat emptor* pligten.

Købers adgang til at foretage en due diligence undersøgelse vil normalt skærpe **køberens undersøgelsespligter**, så køberen i videre omfang må bære risikoen for skjulte mangler efter almindelige køberetlige principper. Due diligence kan tillige anskues i et andet retligt lys end *caveat emptor* spørgsmålet i relationen mellem virksomhedens sælger og dens køber: Anskuer man virksomhedskøbet **selskabsretligt i et købende selskab**, vil foretagelse af en due diligence normalt høre til de naturlige direktionspligter hos køberselskabet.

Caveat emptor er et **køberetligt** begreb. Det har **erstatningsretligt** sit modstykke i begrebet accept af risiko hhv. egen skyld. Risikoaccept kan få betydning, fx hvor en professionel investor har købt aktier, evt. en aktiemajoritet, uden forinden at foretage fornødne, selvstændige undersøgelser af selskabets forhold. I sagen om Hope Computer, *UfR 2000.595 H* om en professionel investors aktiekøb, frifandt både landsret og Højesteret det sagsøgte revisionsfirma, uanset at revisorerne måtte indse, at det perioderegnskab, der lå til grund for selskabets børsmeddelelse, var fejlbehæftet i henseende til blandt andet varelagerets værdi. Landsretten fandt ikke, at den professionelle investor med rimelighed kunne basere sin investering alene på børsmeddelelsen, dvs. frifindelse pga. accept af risiko.

Højesteret fandt ikke fornøden årsagsforbindelse godtgjort. Der blev herved lagt vægt på, at investeringsbeslutningen også baserede sig på andre oplysninger, og på, at investor ikke gjorde ophævelser, da de virkelige regnskabstal kom frem. På denne baggrund fandt Højesteret, at børsmeddelelsen havde »spillet en så ringe rolle« for investeringsbeslutningen, at der ikke var årsagsforbindelse mellem den fejlbehæftede børsmeddelelse og det lidte tab. Det er formentligt i den sammenhæng relevant, at der er tale om en transaktion på det sekundære marked, således investor havde adgang til andre regulerede informationer om udstederen.

Når det kan lægges til grund, at *due diligence* undersøgelsen er virksomheds- eller majoritetsköberens formaliserede, systematiserede form for iagttagelse af *caveat emptor*, kan man teoretisk gå det skridt videre at beskrive verifikation som **en systematiseret** *caveat emptor*, nu blot foretaget af en uafhængig ekspert efter bestilling fra sælger

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

selv, nemlig fordi sælger agter at afhænde salgsgenstanden til et større antal købere, der hverken samlet eller hver for sig kan foretage *due diligence* på egen hånd.

Med andre ord: Køb eller tegning af en aktie udløser en *caveat emptor* pligt, der af en majoritetskøber vil blive foretaget via *due diligence*, men som af markedet ikke foretages direkte, men via sælgers foranstaltning i form af verifikation.

Disse bemærkninger om det begrebsmæssige slægtskab mellem *caveat emptor*, *due diligence* og verifikation betyder imidlertid ikke, at man funktions- og indholdsmæssigt kan sætte lighedstegn mellem verifikation og *due diligence*. Der sættes normalt betydeligt flere ressourcer ind på en *due diligence* undersøgelse, hvor majoritets- eller virksomhedskøberen møder op med en hærskare af rådgivere, som på kryds og tværs gennemgår leverandør og kundekontrakter, forretningsbøger, myndighedskorrespondance mv. hos selskabet. Et sådant (kostbart!) forløb rummer en verifikationsprocedure normalt ikke.

Forskellen mellem due diligence og verifikation sås fx i sagen om Hafnia, jf. *UfR 2002.2067 H*, der udbød en emission til 1,9 mia. kr. kursværdi i sommeren 1992, kort før sin økonomiske kollaps. Her kunne de store institutionelle investorer som LD og en række pensionskasser givetvis have insisteret på at måtte gennemføre en *due diligence*, før de skød betydelige værdier i selskabet, men i stedet gennemførtes der blot en verifikation. Det kan tiltrædes, når det af *Jens Chr. Hesse Rasmussen & Lars Berg-Nielsen* i R&R 2000, nr. 5 s. 6 ff., til dels med international inspiration antages, at der i stigende grad vil blive behov for egentlig *due diligence*, herunder finansiel *due diligence*, ikke blot ved majoritetsovertagelse, men også ved noteringer, særligt i tilfælde, hvor en traditionel verifikation ikke giver et tilstrækkelig skarpt billede af en kompleks virksomhed eventuelt inden for IT området.

Til en verifikationsprocedure benyttes en **verifikatør** eller verifikationsadvokat, som nøje vil gennemgå selskabets og emissionsinstituttets udkast til prospekt og gøre en lang (meget lang) række bemærkninger og spørgsmål hertil. Spørgsmål i et antal af 150-200 er på ingen måde usædvanlige, og det er verifikatørens opgave at fortsætte med at bore, såfremt et spørgsmål ikke besvares fyldestgørende. Verifikatørens spørgsmål kan give sig udslag i, at prospektets oplysninger findes veldokumenterede, men også i, at der tilføjes supplerende eller uddybende oplysninger, hhv. at egentlige fejl og mangler rettes. Hvis

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

verifikatøren fx finder, at et selskab er meget afhængigt af et bestemt eksportmarked, må verifikatøren nødvendigvis bore dybt i markedets følsomhed, den politiske stabilitet i det pågældende land, risikoen for myndighedsrestriktioner, plagiatrisikoen for selskabets produkter på fx fjernøstlige markeder etc.

Der kan ikke gives nogen fast skabelon for indholdet af et **verifikationsnotat**, som i det hele taget ikke er nogen standardvare, men en vis struktur og systematik vil normalt blive fulgt. En standardcheckliste kan ikke følges, idet de spørgsmål, der stilles, må rette sig meget individuelt efter det enkelte selskabs forhold.

Strukturen for et verifikationsnotat kan eventuelt være således, hvilket i hele stort set også vil være sammenfaldende med emner, der vil være dækket i en typisk due diligence rapport:

- Baggrunden for prospeket; verifikationens retsgrundlag; verifikationens gennemførelse.
- Selskabsforhold.
- Aktionærforhold.
- Børs- og emissionsforhold.
- Markedsforhold.
- Produktions- og miljømæssige forhold.
- Agenturer, filialer, datterselskaber, importører og eneforhandlere.
- Regnskabs- og revisionsforhold.
- Budgetter, planer mv.
- Retssager og andre særlige risici.
- Øvrige forhold.
- Erklæringen fra bestyrelse, direktion og revision.

Skulle man give en overskrift for **verifikatørens arbejdsmåde**, måtte den være, at grundlæggende alt bør og skal betvivles, indtil det enten er dokumenteret, eller usikkerhedsfaktorerne derom har fundet fyldestgørende udtryk i prospektets endelige version.

Verifikationsnotatet er **ikke offentligt tilgængeligt**. Det er emissionsselskabets, emissionsinstituttets og rådgivernes samt ledelsens interne arbejdsredskab til at sikre sig, at intet relevant og væsentligt er overset i forbindelse med emissionen. Ej heller en fondsbørs kan antages at have krav på notatet. Det vil i det hele være omfattet af de impliceredes tavshedspligt, herunder verifikatørens, dog at verifikatøren normalt kontraktmæssigt vil have betinget sig ret til fremlæggelse af notatet, hvis han søges draget til ansvar for sit verifikationsarbejde.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Også andre parter, fx emissionsinstitut og ledelse, må retmæssigt kunne fremlægge notatet under fx en ansvarssag mod dem (hvor de kan få brug for at påvise, at alt relevant og væsentligt var undersøgt).

Nedenfor under behandlingen af emissionsinstituttets erstatningspligt understreges det, at den fremvoksede praksis vedrørende verifikation ikke nødvendigvis indebærer, at en emission uden verifikation er ansvarspådragende, såfremt der overses **»lig i lasten« hos emittentselskabet**. Hvis de officielle, blankt påtegnede årsrapporter ser tilforladelige ud, og hvis der ikke i øvrigt foreligger forhold, der konkret bør give anledning til mistanke og efterprøvelse, må emissionsinstituttet normalt kunne lægge årsrapporterne til grund, jf. *UfR 2001.398 H*, der frifinder Unibank i forbindelse med Nordisk Fjer Holdings emission af konvertible obligationer i efteråret 1989, ét år før koncernens kollaps.

Erstatningsansvar: Prospekt- og emissionsansvaret i dansk ret

Højesterets dom *UfR 2002.2067 H* om **Hafnias emission og efterfølgende sammenbrud** viser, at det børs- og kapitalmarkedsretlige erstatningsansvar ikke er en særskilt juridisk disciplin, men at erstatningsrettens almindelige begreber om retsstridighed, culpa, årsagssammenhæng, tab, egen skyld og accept af risiko mv. finder anvendelse. Dommen viser samtidig, at der ikke blot stilles krav til de professionelle aktører (emittentselskabet, emissionsinstituttet, selskabets ledelse og revision m.fl.), men også til investorerne, både professionelle og private investorer. Der gælder således ikke blot nogle krav til »sælgersidens« agtpågivenhed (»caveat venditor«), men også til »købersidens« (»caveat emptor«). Se om ansvarsspørgsmålet *Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff* i UfR 2002 B, s. 437 ff. (»Efter Hafnia – status over prospekt- og emissionsansvaret i dansk ret«).

Betegnelsen **»prospektansvar«** anvendes i det følgende om et erstatningsansvar baseret på fejl eller udeladelser i et børsprospekt (under ét: prospektmangler), mens betegnelsen **»emissionsansvar«** bruges om et ansvar, der baseres på almindelige erstatningsretlige grundsætninger som følge af emissionen.

Retsstridighed: Kriteriet for, hvornår der foreligger prospektmangler

Erstatningsrettens første klassiske betingelse for ansvar er som bekendt kravet om retsstridighed. Det har ganske vist gennem en

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

årrække været noget forkætret, og i en række sagstyper kan det da næsten også springes over, men på et livsområde, der er præget af kompleks regelgivning, har retsstridighedskravet stor betydning. Man kan udtrykke retsstridighedsgrundsætningen således, at hvert (selskabs- og børsretligt) livsområde har sine pligt- og handlenormer. Et par tilgrænsende eksempler er: Den agtsomhedsstandard, som et bestyrelses- eller direktionsmedlem normalt vil blive målt på i relation til tablidende kreditorer, jf. *UfR 1978.121 H*, dvs.om der er » udvist et pligtstridigt forhold ved tilsidesættelse af væsentlige hensyn til kreditorerne«. Den agtsomhedsstandard, særligt i forhold til usikrede kreditorers interesser, som en hovedaktionær i sin egenskab af aktiemajoritetssælger vil blive målt på, jf. *UfR 1997.364 H*, Satair. Se også en række afgørelser om prospekt- og emissionsansvar i *FED 1996.795 SH*, *FED 1997.629 V*, *FED 1998.484 SH*, *FED 1998.768 Ø*, *FED 1998.1395 Ø*, *FED 1998.2134 Ø*, *FED 1998.2140 SH*, *FED 2000.164 V*, *FED 2000.732 SH*, *FED 2000.1120 Ø*, *FED 2001.538 Ø*, *FED 2001.1066 Ø* og *FED 2002.1381 Ø*.

Det er indlysende, at retsstridigheds- og culpakravet ofte ikke adskilles, men bedømmes under ét. Dette gælder ikke blot for prospektansvaret, men også for fx bestyrelses- og direktionsansvaret, hvor den klassiske bonus-pater figur i vore dage ikke ikke giver nogen sikker vejledning, men i stedet snarere må suppleres eller afløses af en efterprøvelse af, om områdets handlenormer er overtrådt.

Som det påpeges af *Rolf Dotevall:* Bolagsledningens skadesstånds-ansvar, s. 46 f., giver en **bonus-pater-norm** kun ringe vejledning på et område, hvor der er tale om en så uhomogen gruppe, som bestyrelses- og direktionsmedlemmer udgør. I stedet for at sammenholde med en fiktiv person kan man tage sit udgangspunkt i de handlenormer, der fremgår af selskabslovgivningen, vedtægterne og en eventuel ansættelseskontrakt (for direktører), i nogen grad dog suppleret med uskrevne handle-, omsorgs- og loyalitetspligter, jf. *Erik Werlauff* i UfR 2000 B, s. 24 f.

Når det drejer sig om prospektansvaret, må udgangspunktet for retsstridighedsbedømmelsen tages i, om der kan påvises fejl eller mangler ved prospektet, under ét: **prospektmangler**. Der må herved søges vejledning i de krav til prospekter, som findes i de formelle børs- og kapitalmarkedsregler, som på dette område i meget vid udstrækning er styret af EU-direktiver, jf. herom nedenfor under VHL § 23, stk. 7. Uanset direktivernes og bekendtgørelsernes detaljeringsgrad

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

kan man dog ikke af disse regelsæt se, hvad der skal til for at ifalde erstatningsansvar. Elementerne hertil må søges i almindelige erstatningsretlige grundsætninger, og disse styres fortsat af national ret.

Uanset at de sagsøgte under Hafniasagen udfoldede mange bestræbelser på at søge at påvise, at der ikke var mangler ved prospektet, måtte det dog stå klart, at prospektet ikke var unddraget enhver kritik. Det springende punkt blev derfor, om der skal anlægges en **væsentlighedsbetragtning**, og dette må efter Højesterets dom klart besvares bekræftende.

De fire punkter, hvor der efter Sø- og Handelsrettens opfattelse fandtes noget at klandre prospektet for, var, (1) at oplysningerne om resultatet af den forløbne del af det løbende år, 1992, angiveligt var ufuldstændige, (2) manglende oplysning om, at bankernes lån til Hafnia var betinget af en egenkapital på over 1 mia. kr., dvs. en såkaldt *material-adverse* klausul, (3) at væsentlige problemer i garantiafdelingen var uoplyst i prospektet, og (4) at prospektets angivelse af merværdier var kritisabel.

Højesteret tilsluttede sig kritikken ad (1), men kun for så vidt angår den forløbne del af året, hvor det burde have været oplyst, at nogle forsikringsmæssige udjævningsreserver på 231 mio. kr. var taget til indtægt, hvorfor resultatet reelt var ringere end oplyst. Oplysningen blev dog givet til pressen i tilslutning til børsmeddelelsen, og Højesteret noterer sig, at oplysningen kun havde mindre betydning for kursdannelsen. Denne passus i præmisserne betyder *ikke*, at en privatinvestor skal inddrage andre oplysninger end dem, der indeholdes i prospektet, idet et sådant også efter Højesterets præmisser skal kunne »stå alene«. Den nævnte passus er alene en efterprøvelse af, hvor vigtig den udeladte oplysning var for kursdannelsen, og svaret er, at den ikke var vigtig. Højesteret kritiserer ikke ad (1), at det forventede resultat for 1992 ikke blev oplyst i prospektet, idet prospektbekendtgørelsen ikke indeholder krav herom.

Ad kritikpunkt (2) bemærker Højesteret, at det ikke kan anses for sædvanligt at oplyse om vilkår for bankaftaler i børsprospekter, men at det under de foreliggende særlige omstændigheder havde været rigtigst at oplyse om material-adverse klausulen i bankaftalerne. Kritikken er dog afdæmpet, idet Højesteret ikke finder det sandsynligt, at bankerne faktisk ville opsige lånene, men at de også i egen interesse ville finde en løsning gennem genforhandling af lånevilkårene. Højesteret kunne

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

efter en helt konkret bedømmelse ikke tilslutte sig kritikpunkterne (3) og (4).

Sammenfattende tilslutter Højesteret sig således »halvandet« af de i alt 4 kritikpunkter, men denne afdæmpede kritik overskygges fuldstændig af den helhedsbetragtning, Højesteret underkaster prospektet. Under overskriften »2. Prospektets oplysninger om aktieemissionens baggrund og formål og om Hafnia Holdings økonomiske situation« gennemgår Højesteret allerede i indledningen til præmisserne en række faresignaler, som klart fremstod i prospektet.

Herunder var også de betydelige aktieposter, som Hafnia ejede i Baltica og Skandia, udførligt omtalt, og den helt afgørende betydning for Hafnias skæbne af disse posters værdi var omtalt. Tråden tages – efter den konkrete gennemgang af de nævnte 4 kritikpunkter i præmissernes afsnit 3 – herefter op i præmissernes afsnit 4 med overskriften »Samlet bedømmelse af prospektet«. Højesteret beredte grunden til afsnit 4 allerede i præmissernes afsnit 1, hvor det hed:

> »Det må i almindelighed være en forudsætning for at pålægge de nævnte prospektansvarlige – eller eventuelt selskabet selv – erstatningsansvar over for investorer for mangler ved prospektet i form af urigtige eller udeladte oplysninger, at der er tale om forhold, som – set i lyset af prospektets øvrige oplysninger – efter en samlet vurdering er af væsentlig betydning for bedømmelsen af selskabet«.

I præmissernes afsnit 4 med den samlede bedømmelse (hvilket må betragtes som præmissernes centrale afsnit) skal det derfor efterprøves, om der – med ordene fra afsnit 1 – » … er tale om forhold, som **[…] efter en samlet vurdering er af væsentlig betydning for bedømmelsen af selskabet«. Afsnit 4 er i sin helhed sålydende:**

> »På baggrund af det, der er anført ovenfor i afsnit 2, måtte en investor være klar over, *at* Hafnia Holding var i alvorlige økonomiske vanskeligheder, *at* aktieemissionen var led i et forsøg på at genoprette selskabets økonomi, og *at* yderligere væsentlige kursfald på aktiemarkedet, herunder specielt på Baltica- og Skandia-aktier, ville indebære en ikke ubetydelig risiko for, at selskabet – uanset den kapitaltilførsel, som opnåedes ved emissionen – ikke kunne overleve.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

> Beskrivelsen af de forhold, der medførte denne risiko, var afgørende elementer i prospektets angivelser om selskabets stilling og udsigter. Det må antages, at den enkelte investors beslutning om aktieinvestering i første række skete ud fra en afvejning af risikoen over for udsigten til gevinst ved genopretning af Hafnias økonomi.
>
> På denne baggrund finder Højesteret, at den kritik, som på enkelte punkter kan rettes mod prospektet, jf. foran i afsnit 3, ikke kan bevirke, at prospektet efter en samlet vurdering lider af sådanne mangler, at der er grundlag for at pålægge erstatningsansvar, jf. herved det i afsnit 1 anførte.
>
> Det var da heller ikke forholdene i forbindelse med de nævnte kritikpunkter, men fortsatte væsentlige kursfald, som førte til Hafnias betalingsstandsning og konkurs«.

Dette helt afgørende 4. afsnit i Højesterets præmisser bæres af 4 udsagn, der kan kondenseres til følgende: (1) Selskabets alvorlige situation var klart synlig i prospektet, (2) den enkelte investor kunne dermed selv afveje risikoen over for gevinstmuligheden, (3) kritikken på enkelte punkter må vige for helhedsbedømmelsen, og (4) Hafnias sammenbrud havde andre årsager end dem, der gav anledning til kritikpunkterne.

Med dommen om Hafnia er der anlagt en **væsentlighedsstandard** eller helhedsbetragtning i relation til prospekter. Der kan godt være enkelte kritikpunkter, men de skal anskues ud fra, hvad der er det væsentlige i prospektet. Man kunne af prospektet tydeligt se, at Hafnia var en koncern i overlevelseskrise. Man forsøgte at overvinde krisen, men det var ikke sikkert, at dette ville lykkes.

Ansvar efter almindelig, uskreven erstatningsret (et almindeligt »emissionsansvar«)

For Højesteret gjorde de to skuffede investorer i Hafnia to ansvarsgrundlag gældende, principalt et prospektansvar støttet på påberåbte fejl og udeladelser i prospektet, **subsidiært et almindeligt erstatningsansvar** støttet på, at emissionen ikke blev standset. Man kan terminologisk herved tale om et almindeligt emissionsansvar, der forholder sig subsidiært til det foran omhandlede prospektansvar.

Det er ikke ualmindeligt, at der således sker **en erstatningsretlig efterprøvelse i to tempi**, først efter livsområdets detaljerede, skrevne

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

handlenormer, dernæst efter en almindelig, uskreven culpagrundsætning. Erkendes må det, at der i andet led skal overvindes betydelige forhindringer for at statuere et ansvar, når livsområdets skrevne regler ikke er overtrådt, jf. fx *UfR 1993.789 V,* hvor der ikke statueredes ansvar hos en direktør og hovedanpartshaveransvar for et ApS' ubetalte telefon- og edb-regninger. Ansvarsspørgsmålet efterprøvedes både efter specialreglerne i anpartsselskabsloven om reaktionspligt ved kapitaltab og dernæst efter almindelige erstatningsprincipper. Begge efterprøvelser førte til frifindelse. Helt udelukket er en sådan ansvarsstatuering dog ikke, jf. fx *UfR 1995.317 V,* der finder en bankdirektør ansvarlig for tab ved et engagement med direktørens familiemedlemmer. Det var ved ansvarsbedømmelsen i sig selv ikke afgørende, hvorvidt forskrifter i bank- og sparekasseloven om udlån mv. til familiemedlemmer var overtrådt. Afgørende var, om direktøren måtte indse tabsrisikoen.

Da der i Hafniasagen ikke var grundlag for et prospektansvar, måtte der tages stilling til det almindelige erstatningsansvar (emissionsansvaret), og herom har Højesterets præmisser følgende centrale bemærkninger i afsnit 5:

> »Emissionen, der var tilrettelagt med henblik på at genoprette Hafnias økonomi, var garanteret, og garanterne bekræftede deres forpligtelse i begyndelsen af juli 1992 med kendskab til de da lidte tab. En beslutning om at undlade at iværksætte emissionen eller om at standse den påbegyndte emission ville sandsynligvis have medført, at Hafnia Holding måtte træde i betalingsstandsning. Emissionen tilførte selskabet en betydelig kapital, og der er ikke grundlag for at fastslå, at selskabets ledelse og Danske Bank forud for iværksættelsen eller i perioden frem til nettoprovenuets udbetaling til selskabet burde have forudset, at der ville indtræde sådanne yderligere kursfald på aktiemarkedet, at forsøget på at sikre selskabets beståen var urealistisk.«

Det afgørende moment er således, **om redningsforsøget var dømt til at mislykkes**, og om de prospektansvarlige burde have indset dette. Hertil svares der benægtende, og der gives de pågældende en ganske vid margin til at udøve et skøn i så henseende. Den legitime interesse i at få tilført et nødlidende selskab, der ikke fremstår som dødsdømt,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

den nødvendige kapital, indgår dermed som et tungtvejende element i bedømmelsen af culpastandarden.

Allerede *UfR 1977.274 H*, Havemann, viser, at hvor en rekonstruktion ikke synes helt udsigtsløs, **indrømmes der ledelsen en bred skønsmargin** til at afbalancere de forskellige, involverede gruppers interesser (med et moderne ord: de involverede *stakeholders'* interesser), også selv om enkelte »stakeholderes« interesser herved udsættes for en ikke ubetydelig risiko. Bestyrelsen i Havemann blev derfor ikke erstatningspligtig for kreditkøb endog i en presset situation. Disse synspunkter må gælde desto stærkere, når de økonomiske problemer lægges helt åbent frem, således som det var tilfældet i Hafnia.

Det kommer herved i relation til Hafnia og emissionsansvaret også i betragtning, hvad der i det hele taget er **de grundlæggende hensyn bag de mere detaljerede, direktivstyrede regelsæt**. Inden for børs- og kapitalmarkedsrettens område skal direktiverne især tilgodese to formål:

1. Gennem harmonisering og gensidig anerkendelse af prospekter, årsrapporter mv. 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 oplysningsforpligtelser beskytte investorerne og forbedre mulighederne for at foretage investeringer på tværs af landegrænserne, jf. herved nærmere præamblerne til betingelses-, prospekt- og halvårsdirektivet.

Det er derfor ikke overraskende, at også den erstatningsretlige reaktion på en fejlslagen emission befinder sig i **et brydningsfelt mellem disse to hensyn**, og det forekommer, som om den offentlige reaktion på Sø- og Handelsrettens dom i Hafnia – en reaktion, der nærmest tog en stadfæstelse i Højesteret for en given sag – har overset, at der er disse *to* hensyn bag regelsættene.

De forskellige kategorier af skadevoldere og culpastandarden

Som nævnt ovenfor, hvad angår ansvar for oplysningerne i prospektet, foreskriver art. 6 i Prospektdirektivet, at de ansvarlige fysiske personer tydeligt skal angives i prospektet med navn og stillingsbetegnelse,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

og når det er juridiske personer med navn og hjemsted. Det skal være muligt for investor at identificere, hvem der er ansvarlige for de relevante dele af prospektet, hvilket i praksis kan være både udstederen og dennes ledelse, emissionshuset, revisor og advokat. Dette krav var også historisk gældende i Noteringsforpligtelserne. Derudover skal de erklære, at oplysningerne efter deres overbevisning stemmer overens med virkeligheden, og at der ikke i prospektet er udeladt oplysninger, der vil kunne berøre betydningen af dets indhold.

Reglen tilsigter ikke at pålægge disse fysiske og juridiske personer et objektivt ansvar, men fastsætter alene, at de kan ifalde et civilretligt erstatningsansvar, såfremt betingelserne herfor er opfyldt. Dette afgøres efter de nationale regler, og dansk rets almindelige erstatningsregler vil derfor finde anvendelse, i det omfang en tvist skal afgøres efter dansk ret, jf. *FT 2004-05*, *till. A*, s. 350.

I Hafniasagen sagsøgtes emissionsinstituttet (Danske Bank), der samtidig var selskabets bankforbindelse, revisorerne, selskabet selv (dvs. dets konkursbo) samt to centrale medlemmer af selskabets ledelse. Denne vifte af sagsøgte aktualiserer spørgsmålet om, hvem der kan være genstand for prospektansvaret, og i hvilket omfang culpastandarden afviger for disse grupper indbyrdes.

Emissionsinstituttet

Der er her tale om et **skærpet culpaansvar (men ikke et objektivt ansvar)** i form af et professionsansvar. Dette indebærer, at en afvigelse (og her må man med Hafniadommens helhedsbetragtning tilføje: en væsentlig afvigelse) fra fagets normer og standarder udløser ansvar, uanset eventuelle individuelle undskyldningsgrunde.

Dette indebærer dels et objektiveret element i dette ansvar (til forskel fra bestyrelses- og direktionsansvaret, jf. nedenfor), dels at ansvarsstandarden vil udvikle sig med udviklingen i fagets normer, så denne standard i lighed med god-skik regler er udtryk for en dynamisk retsstandard. Endvidere vil professionsansvaret – uden at der dog herved er tale om et egentligt præsumptionsansvar – have en tendens til at udvikle sig i retning af en skyldformodning, i hvert fald hvis enkelte objektivt kritisable forhold kan sandsynliggøres.

Emissionsinstituttet **skal foretage grundige undersøgelser** af selskabet, og agtsomhedskravene til den ansvarlige er herved så strenge, at der antagelig kan tales om et professionsansvar i den strenge ende af skalaen. Der kan herved hentes vejledning med hensyn til agtsom-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

hedskravene i VHL § 5 m.fl. med disse bestemmelsers specificerede krav til værdipapirhandleren, herunder dennes loyalitetspligt. Såfremt emissionsinstituttet selv har interesser i emittentselskabet (i form af udlån, andre engagementer, medejerskab mv.), må agtsomhedskravene skærpes yderligere.

Dette gav sig udslag i Sø- og Handelsrettens dom i *Hafnia-sagen*, som i henseende til dette ræsonnement næppe er helt tilsidesat ved Højesterets dom. Den fremvoksede praksis vedrørende verifikation indebærer ikke nødvendigvis, at en emission uden en formaliseret verifikation er ansvarspådragende, såfremt lige så grundige undersøgelser har været foretaget på anden påviselig måde, men reelt er verifikation blevet et uundværligt led i opfyldelsen af god prospektskik. Kravet om **god prospektskik** fremgik tidligere af VHL § 23, stk. 2, men er nu udgået af VHL, jf. lov 427 af 6. juni 2002, og afløst af et krav om, at prospektet skal aflægges efter de regler, som Finanstilsynet fastsætter om prospekters indhold, jf. VHL § 23, stk. 7.

Der kan endvidere blive tale om erstatningsansvar hos et emissionsinstitut for **den måde, hvorpå udbuds- og tegningsfasen administreres**, fx for en tabforvoldende måde at administrere forskrifter om overtegning på, jf. *UfR 1979.36 H*, der viser, at en fordelingsnøgle ikke indebærer et selskabs- eller formueretligt krav på at modtage de aktier, der fremstår ud fra fordelingsnøglen sammenholdt med aktietegnerens konkrete situation, men at selskabet, dets ledelse og emissionsinstituttet skal iagttage en loyalitetspligt med henblik på i videst muligt omfang at afparere ulemperne ved tildelingen. Iagttages en sådan pligt ikke, kan der – efter erstatningsretlige, ikke efter aftaleretlige betragtninger – blive tale om erstatningspligt for emissionsinstituttet.

I *UfR 2001.398 H* bedømtes emissionsbankens (Unibanks, dengang Privatbankens) handlemåde i forbindelse med en emission i september-oktober 1989 af konvertible obligationer for 75 mio. kr. udstedt af *Nordisk Fjer*, der anmeldte betalingsstandsning godt et år senere og erklæredes konkurs i 1991, så investeringen tabtes. En anden afdeling i emissionsbanken havde udarbejdet nogle stærkt kritiske notater om Nordisk Fjer i august 1988, dvs. ca. et år før emissionen. Af disse notater fremgik det blandt andet, at der savnedes overskuelighed på koncernbasis over Nordisk Fjer, at der hyppigt skiftedes regnskabsprincipper med manglende overskuelighed til følge, at interne avancer indtægtsførtes i strid med regnskabslovgivningen, at de regnskabs-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

mæssige afskrivninger var for små, og at immaterielle aktiver aktiveredes i for stort omfang.

Disse kritiske momenter, som emissionsbanken altså var på det rene med, gav sig ikke udslag i bemærkninger i prospektet. Erstatningssagens omdrejningspunkt var, om dette var udtryk for en ansvarspådragende mangel ved prospektet. Højesteret delte sig 4-1 i dette spørgsmål. Flertallet fandt efter en samlet vurdering ikke grundlag for ansvar og lagde herved blandt andet vægt på, at de årsrapporter, prospektet støttede sig på, var forsynet med blanke revisionspåtegninger. Emissionsbanken havde ikke grundlag for mistanke om, at regnskaberne, som udviste en samlet egenkapital på 780 mio. kr., var »misvisende i en sådan grad, at der var grundlag for at betvivle koncernens soliditet«. En dissentierende dommer fandt ikke, at prospektet gav private investorer mulighed for at danne sig et velbegrundet skøn over Nordisk Fjers økonomiske stilling, og dette måtte banken indse. Flertallet har en bemærkning, som er værd at bemærke: »Vi har herved også lagt vægt på, at der i nyere tid må antages at være sket en skærpelse af de krav, der stilles til et emissionsinstitut, således at Privatbankens forhold i den foreliggende sag ikke bør vurderes efter den målestok, som i dag må antages at være gældende«.

Lægges denne flertalsbemærkning sammen med mindretallets beskrivelse af, hvad der bør kræves af en emission, der retter sig mod private investorer, tegnes der et billede af, at et begivenhedsforløb, der udspillede sig tilsvarende i dag, ikke ville føre til ansvarsfrihed, hvis prospektet var tavst om tilsvarende tunge kritikpunkter.

Selskabets revisorer

Det er et slående træk ved Sø- og Handelsrettens dom i Hafniasagen, at revisorerne i deres forsvar tilsyneladende forlod sig på, at der ikke ville blive statueret prospektmangler, og at de allerede af denne grund ville blive frifundet. Det var da også i ganske særlig grad revisorerne, der efter dommen i første instans udtrykte undren over domfældelsen. I denne reaktionsmåde ligger det korrekte forhold, at revisorerne ganske vist er underlagt et **professionsansvar** ligesom emissionsinstituttet, men at der på ingen måde kan siges at være tale om et identisk ansvarsgrundlag. Revisorernes opgave er en anden – og mere begrænset – end den, der udføres af et emissionsinstitut, som holder alle trådene i sin hånd. Revisorernes opgave er nu engang at revidere årsrapporter og perioderegnskaber og at afgive påtegninger herom,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

hvorimod det totaloverblik over emissionen og emittenten, som formodningsvis findes hos emissionsinstituttet, ikke kan kræves i samme omfang hos revisorerne.

Det vil her – som ved andre områder, hvor et revisoransvar kan blive aktuelt – være afgørende, om der kan påvises en **overtrædelse af fagets handlenormer**, dvs. et pligtstridigt forhold, som kolliderer med med lovkrav, jf. *UfR 2001.1085 H* om manglende advarsel i revisionsprotokollen, med god regnskabs- eller revisionsskik, jf. *UfR 1978.653 H* (revisor frifundet for blank påtegning trods uoplyste sikkerheder), *UfR 1982.595 Ø* (revisoransvar for regnskab, der indtægtsførte for store aconto avancer) og *UfR 1982.1062 Ø* (revisoransvar for urigtigt regnskab ad igangværende arbejder, debitorer og varelager) og *UfR 2001.1516 H*, hvor pligtstridighed konstateredes, eller med de forpligtelser, revisor gennem aftale eller erklæring udtrykkeligt har påtaget sig, jf. fx *UfR 1997.697 H* om ansvar hos en revisor, som medvirkede ved en factoringaftale med et datterfinansselskab, og som i strid med aftalen undlod at advare banken om, at der i finansieringen indgik fakturaer, der faldt uden for aftalen.

Selskabets ledelse

Det erstatningsansvar, selskabets bestyrelse og direktion kan ifalde, **adskiller sig ikke væsentligt fra andre ansvarssituationer**, hvor der investeres (egen- eller fremmed)kapital i et selskab, og hvor dettes økonomiske situation efterfølgende viser sig at have været ringere, end hvad investor med rimelighed kunne forvente. Prospekt- og emissionssituationen er således blot endnu én måde, hvorpå dette ansvar kan aktualiseres.

Det sås af Sø- og Handelsrettens dom i Hafnia, at det professionsansvar, der kan ramme et emissionsinstitut (Sø- og Handelsretten ville jo dømme Danske Bank og revisorerne), ikke nødvendigvis samtidig vil ramme emittentselskabets bestyrelse og direktion, som må have en lidt bredere margin for fejlskøn mv. Højesteret, der frifandt alle de sagsøgte, fik ikke anledning til at tage stilling til denne sondring, men mens banken og revisorerne dømtes af Sø- og Handelsretten, frifandtes også her de to sagsøgte ledelsesmedlemmer. Dette skete med henvisning til individuelle undskyldningsgrunde (de var travlt beskæftiget med andre opgaver i koncernen og havde ikke haft tid til at sætte sig ordentligt ind i koncernens økonomiske forhold).

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Denne frifindelse falder godt i tråd med den forskel, der med rette opretholdes mellem ledelsesansvaret og det strengere professionsansvar, og uanset at Højesterets dom selvsagt formelt udvisker underinstansens dom, udgør sidstnævnte en illustration af, hvad der fortsat må antages at være gældende ret på området for ledelsesansvaret.

Det må således fastholdes, at **det almindelige bestyrelses- og direktionsansvar** ikke har den strenghed i sig, som professionsansvaret har, og at denne forskel også gælder på området for prospekt- og emissionsansvar. En helt afgørende forskel mellem bestyrelses- og professionsansvaret vil derfor fortsat være, i hvilket omfang **individuelle undskyldningsgrunde** kan accepteres som diskulperende. Det kan de ikke for så vidt angår professionsansvaret, idet dettes kendemærke som nævnt er, at en afvigelse fra fagets normer medfører ansvar uden hensyn til eventuelle individuelle undskyldningsgrunde. For bestyrelses- og direktionsmedlemmer vil individuelle undskyldningsgrunde derimod efter en konkret bedømmelse kunne virke diskulperende.

Selskabet selv

Med retstilstanden i bl.a. USA som forbillede har det allerede tidligt været antaget i nordisk retslitteratur, at selskabet selv kan blive ansvarligt for forsømmelser i offentliggørelsen, jf. særligt *Per Samuelsson*: Information och ansvar, der vil anvende en typiseret kausalitetsbetragtning, og ligeledes *Per Samuelsson & Krister Moberg*: Börsrätt, s. 143 f. Kritiske hertil er *Jan Kleinemann:* Ren förmögenhetskada, *Erik Werlauff* i J 1991.284 ff. og *Jesper Lau Hansen* i UfR 1998 B, s. 517 ff. Se også *Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff* i UfR 1997 B, s. 456 ff. og *Peer Schaumburg-Müller*: Børsretlig Guide, s. 168 ff. **Et kausalt tab** vil ofte ikke kunne påvises, og erstatningspligt hos selskabet selv vil derfor som udgangspunkt være udelukket, men der kan selvsagt blive tale om et culpareguleret erstatningsansvar for den *formidler*, der introducerer et *andet* selskabs aktier på børsen (samt for det pågældende selskabs egen forsømmelige ledelse), jf. Hafnia-sagen. Se til spørgsmålet endvidere *SOU 1995:44*, s. 251 f.

I *Hafnia-sagen* søgtes selskabet (dvs. dets konkursbo) draget erstatningsretligt til ansvar for investors tab ved emissionen. Der må ud fra grundlæggende selskabsretlige hensyn manes til **forsigtighed med at statuere et sådant selskabsansvar**, eftersom det reelt indebærer, at egenkapital, som definitivt er tilgået selskabet, afleveres igen til (nogle af) dets aktionærer. Mens bestyrelsesansvar, direktionsansvar, rådgi-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

veransvar og emissionsinstitutansvar ikke møder begrebsmæssige vanskeligheder, fordi der i disse tilfælde er tale om et (professions)ansvar for en tjenesteydelse eller et hverv, forholder det sig anderledes med et ansvar hos udstederen selv.

Erkendes må det imidlertid, at en omvurdering af forholdet mellem på den ene side den traditionelle selskabsret med dennes klassiske kapitalbeskyttelse og på den anden side den børs- og kapitalmarkedsretlige erstatningsret, er ved at finde sted, og i flere centrale stater er et ansvar hos emittentselskabet selv muligt. I nyere tysk retspraksis svares der mere generelt bekræftende til muligheden af at rette et emissionsansvar også for nytegnede aktier mod emittentselskabet, idet der herved først og fremmest henvises til, at børsretlige lovregler må være *lex specialis* i forhold til selskabsretlige regler, og at emissionsansvaret derfor må have forrang for kapitalbeskyttelsesreglerne, jf. *ZIP 1998.641 LG Frankfurt*, jf. *Herwart Huber* i ZIP 1998, s. 645 f. Amerikansk retspraksis har i den navnkundige *Rule 10b-5 i Securities Exchange Act* indlagt en mulighed for, at aktionærer fx via kollektive søgsmål (class actions) kan få erstatning fra selskabet i tilfælde af mangelfuld overholdelse af den oplysningspligt, som man også læser ud af Rule 10b-5, jf. fx *Herman & McLean vs. Huddlestron*, 459 U.S. 375 (1983). Erstatningspligten forudsætter grov uagtsomhed (recklessnes) hos selskabet, men opererer ikke med et egentligt kausalitetskrav.

Balancen mellem selskabsrettens kapitalbevarelseskrav og børs- og kapitalmarkedsrettens investoroplysningskrav har således ændret sig, jf. analysen hos *Catarina af Sandeberg:* Prospektansvaret – caveat emptor eller caveat venditor? anmeldt af *Erik Werlauff* i UfR 2001 B, s. 258 ff., *Mette Neville* i NTS 2001, s. 244 ff. og særdeles udførligt af *Kristin Normann Aarum* i TfR 2002, s. 239 ff. (Festskrift for Magnus Aarbakke). Se også *Catarina af Sandeberg* i NTS 2001, s. 417 ff. Forskydningen må nødvendigvis ske i de børs- og kapitalmarkedsretlige kravs favør, dels ud fra reale hensyn til investorbeskyttelsen, dels ud fra et *lex specialis* synspunkt. Dette medfører, at der – hvor emittentselskabet er solvent, og der derfor ikke er tale om en konflikt mellem kreditorer og skuffede investorer, men om skuffede investorer contra selskabet og dermed contra selskabets øvrige aktionærer – efter omstændighederne vil kunne statueres ansvar hos emittentselskabet.

Under sagen om Hafnia blev der som nævnt søgt statueret erstatningsansvar både hos emissionsinstituttet, revisorerne, ledelsen *og* hos

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

emittentselskabet selv, Hafnia Holding. Højesterets præmisser viser, at muligheden for et ansvar mod emittentselskabet ikke er udelukket. Det hedder således i slutningen af det indledende afsnit til præmisserne:

> »Det må i almindelighed være en forudsætning for at pålægge de nævnte prospektansvarlige – *eller eventuelt selskabet selv* – erstatningsansvar over for investorer for mangler ved prospektet i form af urigtige eller udeladte oplysninger, at der er tale om forhold, som – set i lyset af prospektets øvrige oplysninger – efter en samlet vurdering er af væsentlig betydning for bedømmelsen af selskabet« **[fremhævet her].**

De fremhævede ord viser, at **Højesteret ikke begrebsmæssigt vil udelukke et ansvar hos emittentselskabet selv**, og konklusionen om dansk ret må herefter blive, at et sådant ansvar principielt godt vil kunne statueres. Lægges en sådan retstilstand til grund, rejser den imidlertid nogle nye spørgsmål:

For det første må det overvejes, hvilket ansvarsgrundlag der skal foreligge. Idet det bør erindres, at grundlæggende selskabsretlige hensyn til kapitalbevarelsen maner til tilbageholdenhed med et sådant ansvar, må det formentlig antages, at der i lighed med amerikansk ret kræves en betydelig grad af uagtsomhed, for at et selskabsansvar kan blive aktuelt.

For det andet må man spørge, om ansvaret kan aktualiseres, uanset hvem der fik provenuet af emissionen. Denne vil jo jævnligt ikke være tilgået selskabet selv, men derimod én eller flere hidtidige hovedaktionærer, eventuelt i kombination med, at en del af provenuet er tilgået selskabet. Uanset at prospekt- og emissionsansvaret er et erstatningsansvar, ikke et berigelseskrav, synes der dog at måtte være en tilbøjelighed til ud fra hensyn beslægtet med berigelsesgrundsætningen at begrænse selskabsansvaret til de situationer, hvor provenuet helt eller delvis er tilgået selskabet. Det vil herved erindres, at det ikke er erstatningsretten fremmed at inddrage visse berigelseshensyn i et erstatningsretligt opgør, jf. fx opgøret og regresopgøret efter selskabstømningerne, jf. *UfR 2000.365 H,* Thrane, der tager principiel stilling til regresspørgsmålene i en selskabstømningssag, hvor sælgerens ansvar baserer sig på culpa, dvs. en »bruttosag«. Udgangspunktet er, at sælger forlods skal bære et beløb svarende til sin berigelse, dvs. mer-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

provenuet i forhold til, hvad sælger ville have opnået ved en likvidation af overskudsselskabet. Det overskydende tab må i det indbyrdes forhold som udgangspunkt bæres ligeligt af købers bank og af sælger.

For det tredje bliver det, hvis et selskabsansvar først er accepteret, et spørgsmål, om dette skal gælde både ved selskabets informationssvigt i relation til det såkaldte primærmarked, dvs. ved nyemission af aktier, og også i relation til sekundærmarkedet, dvs. ved efterfølgende aktiehandel i tillid til selskabets opfyldelse af dets informationsforpligtelser. Erstatningsansvaret vedrørende investors tab i sekundærmarkedet kan i øvrigt ramme ledelse, revision m.fl., jf. *UfR 2000.595 H* om en professionel investors aktiekøb i Hope Computer, jf. om dommen nedenfor under omtalen af kravet om kausalitet. Har man først accepteret et selskabsansvar i førstnævnte relation, er der logisk næppe noget til hinder for også at acceptere det i sidstnævnte relation, jf. også *SOU 2001:1*, der end ikke vil begrænse udstrækningen af selskabets ansvar til den frie egenkapital. Men et ansvar over for investorer i sekundærmarkedet må kræve et særligt ansvarsgrundlag i form af en meget betydelig grad af culpa, grænsende til uhæderlighed fra selskabets side.

Krav til investors agtpågivenhed og risikoafvejning

Højesteret har *ikke* med sin dom i Hafniasagen forringet beskyttelsen af private investorer, således som det ses anført i den offentlige debat efter dommen. Højesteret har heller ikke rokket ved princippet om, at et børsprospekt skal fortælle hele historien om selskabet. Højesteret har derimod forlangt, at investor – også den private, ikke professionelle investor – **tager** *hele* prospektet i betragtning, også de negative og advarende dele af det. I tiden mellem Sø- og Handelsrettens dom og domsforhandlingen i Højesteret forekom det, som om både erhvervsjournalister og juridiske kommentatorer i stigende grad havde bekræftet hverandre i en opfattelse af, at en domfældelse af Danske Bank og revisorerne var en selvfølge, hvorefter frifindelsen i Højesteret nærmest kom som et chok. Man kunne imidlertid henvise de pågældende til noget så simpelt som at tage prospektet fra 1992 frem og (gen)læse det. Herved ville man kunne konstatere, at det faktisk er spækket med advarsler om Hafnias alvorlige situation og overlevelseskamp.

For den, der i årene forud for Hafniadommen opmærksomt fulgte **Højesterets praksis om kravene til investorer på tilgrænsende om-**

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

råder, særligt på området for prospekter vedrørende andre offentlige udbud end ved børsnotering, kan det næppe komme overraskende, at Højesteret stiller krav til investors agtpågivenhed og omtanke, også ved læsningen af et (børs)prospekt. Erkendes må det, at agtpågivenhedskravene normalt vil være højere ved investering i et risikobetonet, skattebegunstiget anpartsprojekt, hvor der ofte vil være behov for at indhente sagkyndig rådgivning inden investeringen, men uanset denne vigtige nuance viser en række domme dog, at grundsætninger beslægtet med erstatningsrettens risikoaccept og køberettens caveat emptor også har aktualitet, hvor privatpersoner investerer.

Accept af risiko kan således få betydning, hvor investorer, også private, tegner aktier i et mere spekulativt, ikke-børsemitteret projekt, jf. *UfR 2000.577 H* om Sparbank Vest A/S' lån til tegning af aktier i et investeringsprojekt. Ved *UfR 2002.65 H* om Sparekassen Faaborg forelå der et tilsvarende projekt og aftalegrundlag, men med den forskel, at sparekassen på tidspunktet for modtagelsen af investors underskrift vidste, at prospektet ikke opfyldte kravene i prospektloven (nu VHL §§ 43-46), hvis formål navnlig er at sikre, at investorer får en række oplysninger og dermed et forsvarligt grundlag at træffe beslutning på. Højesteret fandt det »ubetænkeligt at lægge til grund, at **[investor] ville have afstået fra uden yderligere undersøgelser at deltage i investeringsprojektet, hvis hun havde fået at vide, at prospektlovens betingelser ikke var opfyldt«. Ved** *UfR 2002.388 H* statueredes der ansvar hos Roskilde Bank som følge af en bankdirektørs uanmodede henvendelse til en erhvervsdrivende, der ikke var kunde i banken, med anbefaling af et 10-mandsprojekt med køb for lånte midler af en investeringsejendom i Tyskland.

Man må nødvendigvis læse Hafniadommen således, at **hvis risikoen er loyalt oplyst i prospektet**, må det være op til investor selv at foretage afvejningen af risiko og gevinstmulighed. Der erindres herved atter om følgende passus i de centrale præmisser:

> » … Beskrivelsen af de forhold, der medførte denne risiko, var afgørende elementer i prospektets angivelser om selskabets stilling og udsigter. Det må antages, at den enkelte investors beslutning om aktieinvestering i første række skete ud fra en afvejning af risikoen over for udsigten til gevinst ved genopretning af Hafnias økonomi.«

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Den børs- og kapitalmarkedsretlige erstatningsret kan således ikke fritage investor, ej heller en privatinvestor, fra alle konsekvenser af de risici, der kan erkendes ud fra prospektet. Der er ingen tvivl om, at kravene til god prospektskik skærpes lidt for hvert år, men de skærpes altså ikke så meget, at investorerne fritages fra at tage højde for de alvorlige sider af børsprospektet. Hvis man ikke orker at læse det hele, skal man enten lade være med at sætte sine sparepenge i aktier, eller man skal investere kollektivt via en investeringsforening. Højesteret udtaler klart, at de, der tegnede eller købte Hafniaaktier, må have været klar over, at Hafnia kunne gå ned, men at de alligevel købte aktier, for hvis det gik godt, kunne de få en gevinst. Går det godt, får investor gevinsten – og går det galt, skal han ikke regne med at kunne vælte sit tab over på andre.

Det må i det hele taget afvises, at der kan opstilles et **særligt forbrugerværn ved aktietegning**, jf. i samme retning *Svante Johansson:* Options- og terminavtal (1998) og *Kristin Normann Aarum* i TfR 2002, s. 239 ff., særligt s. 278. Det relevante kvalitetskriterium må være, at prospektets informationer skal være korrekte. Det er udmærket, at også privatpersoner interesserer sig for aktieinvestering, men aktier er ikke en forbrugsvare og kan ikke blive det. Private investorer som gruppe er generelt bedst tjent med, at prospektoplysninger er tilpasset markedets professionelle investorer, og de særlige hensyn, der er at tage til privatinvestorer, kan bedst varetages gennem håndhævelse af erstatningsansvaret, herunder gennem en omvendt bevisbyrde og et afsvækket kausalitetskrav, som det blev lagt til grund i Commercialdommen, *UfR 2000.2176 H*, Thrane, jf. straks nedenfor herom.

Årsagssammenhæng mellem fejl og tab

En grundlæggende forudsætning i erstatningsretten for, at skadevolder kan ifalde ansvar, er som bekendt, at den klassiske erstatningsretlige betingelse om **kausalitet mellem fejl/forsømmelse og tab** er opfyldt. Erstatningsrettens væsentligste begrænsning af ansvarets udstrækning følger af kravene om årsagssammenhæng og adækvans, og disse erstatningsretlige betingelser finder også anvendelse på den børs- og kapitalmarkedsretlige erstatningsret, jf. den nævnte *UfR 2000.595 H* om en professionel investors aktiekøb i Hope Computer, hvor både landsret og Højesteret frifandt det sagsøgte revisionsfirma, uanset at revisorerne måtte indse, at det perioderegnskab, der lå til grund for

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

selskabets børsmeddelelse, var fejlbehæftet i henseende til blandt andet varelagerets værdi.

Landsretten fandt ikke, at den professionelle investor med rimelighed kunne basere sin investering alene på børsmeddelelsen, dvs. en frifindelse pga. accept af risiko. Højesteret fandt ikke fornøden årsagsforbindelse godtgjort. Der blev herved lagt vægt på, at investeringsbeslutningen også baserede sig på andre oplysninger, og på, at investor ikke gjorde ophævelser, da de virkelige regnskabstal kom frem. På denne baggrund fandt Højesteret, at børsmeddelelsen havde »spillet en så ringe rolle« for investeringsbeslutningen, at der ikke var årsagsforbindelse mellem den fejlbehæftede børsmeddelelse og det lidte tab. Det var således den helt grundlæggende kausalitetsbetingelse, der svigtede.

For en umiddelbar betragtning forekommer kravet om årsagsforbindelse ikke at repræsentere større problemer i relation til prospekt- og emissionsansvaret. En logisk slutning tilsiger, at fx negativ information har en negativ kurseffekt. I forbindelse med et prospekt- eller emissionsansvar vil skaden bestå i det økonomiske tab, investor lider, når markedet får kendskab til selskabets virkelige situation, dvs. at prospektmanglen manifesterer sig. Man kan udtrykke det således, at **investors tab vil komme til udtryk i kursfaldet på selskabets aktier, når informations-asymmetrien mellem selskabet og markedet udlignes**. I Hafniasagen var der ikke blot tale om et kursfald som følge af markedets omvurdering af selskabets situation, men om, at aktierne blev værdiløse som følge af selskabets konkurs – men kausalitetsproblematikken er den samme. I Højesteretsdommen om Hafnia skjuler der sig en **kausalitetsproblematik i tre henseender**:

1. For det første vurderer Højesteret, om prospektmanglen i form af den kritisable angivelse af det hidtidige 1992-resultat (som var præget af den ekstraordinære indtægtsførsel af udjævningsreserven på 231 mio. kr., hvilket burde have været oplyst) var væsentlig. Det var den ikke, for da markedet fik kendskab til forholdet som følge af selskabets supplerende oplysninger til pressen i tilknytning til børsmeddelelsen, reagerede markedet kun marginalt. Følgelig var fejlen, i hvert fald isoleret betragtet, reelt uden betydning.
2. For det andet vurderer Højesteret, om de begrænsede kritikpunkter, Højesteret kunne tilslutte sig, var væsentlige ud fra en samlet betragtning. Det var de ikke, først og fremmest fordi de over-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

skyggedes af den loyalt afgivne oplysning om selskabets overlevelsesproblemer, og dernæst heller ikke, fordi det ikke var dem, der knækkede Hafnia (Højesteret: »Det var da heller ikke forholdene i forbindelse med de nævnte kritikpunkter, men fortsatte væsentlige kursfald, som førte til Hafnias betalingsstandsning og konkurs«.) Denne »kausalitetsvurdering« er i sagens natur ikke en definitiv frifindelse (for en prospektmangel kan udmærket tænkes at være stærkt kurspåvirkende uden at være hovedårsag til selskabets efterfølgende sammenbrud), men derimod en helgardering af efterprøvelsen af den samlede væsentligheds- eller helhedsvurdering.

3. For det tredje skulle Højesteret, eftersom der skete frifindelse allerede pga. manglende prospektmangler, ikke forholde sig til det egentlige kausalitetsspørgsmål: kravet om årsagssammenhæng mellem en fejl og et tab. Dette spørgsmål måtte Sø- og Handelsretten nødvendigvis forholde sig til, og det er derfor værd at studere denne dom (også) på dette punkt.

En aktionær, der mener at have lidt et tab som følge af mangelfuld information, kan være i den situation, at endog **væsentlige fortielser ikke har været kursmæssigt relevante**, ligesom han kan være i den situation, at kursbevægelser finder sted, uden at nogen adækvat årsag kan påvises, jf. *Erik Werlauff* i J 1991, s. 283 ff. og *Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff* i UfR 1997 B, s. 456 ff. Helt udelukket er det dog ikke, at årsagskæden under en retssag kan påvises – eller i hvert fald ikke kan afvises, og domstolene vil på dette område acceptere afsvækkede bevisstyrkekrav, endog en formodning for årsagssammenhæng, i hvert fald ved grovere former for culpa. Det er et spørgsmål, om erstatningsrettens traditionelle beviskrav og bevisbyrdekrav mv. er tilstrækkelige i børs-erstatningsretlig sammenhæng, i hvert fald når det drejer sig om private investorer.

Afgørelserne om sammenbruddet i Commercial Holding viser, at hvis man opstiller helt traditionelle kausalitetskrav, bliver det vanskeligt for investorer at få erstatning selv i tilfælde af klare fejl fra emissionsinstitut mv. Følgelig må det afsvækkede kausalitetskrav, der opstilles i *UfR 2000.2176 H*, (Thrane, Commercial), hilses velkomment. Dommen kan vanskeligt læses på anden måde end som et lempeligt krav til årsagssammenhæng, kombineret med en omvendt bevisbyrde, jf. *Kristin Normann Aarum* i TfR 2002 s. 239 ff (Festskrift for Magnus

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Aarbakke), særligt s. 284, der også peger på *NRT 2000.679 H* som et eksempel på en omvendt bevisbyrde ved kausalitetsvurderingen efter en banks fejlbehæftede finansielle rådgivning.

Klare faglige fejl giver grundlag for **omvendt bevisbyrde** vedrørende kausalitet, jf. udtalelsen i *TfS 2002.702 H* og *TfS 2002.703 H* om advokatansvar for ikke at have rådgivet en aktiemajoritetssælger om, at den (daværende) aktiehandelsafgift, som han efter advokatens råd søgte at spare ved at omdanne selskabet til et anpartsselskab lige inden salget, kun kunne spares, hvis omdannelsen var helt tilendebragt, dvs. gennem bekendtgørelse i Statstidende. Højesteret udtaler: »Ved en sådan klar advokatfejl kan der kun statueres ansvarsfrihed, hvis det med en betydelig grad af sandsynlighed må antages, at der ikke er årsagssammenhæng mellem fejl og tab«.

En **kausal »transaktionsforbindelse«** – forstået som påviselig årsagssammenhæng mellem urigtig information og investors transaktion – vil ofte være meget vanskeligt at føre bevis for i forbindelse med en emission. Således forekommer det ikke let for den enkelte skadelidte at bevise, at han netop tegnede eller købte aktierne som følge af de senere påviste mangler i det offentliggjorte prospekt, eller at han ikke ville have tegnet eller købt, dersom prospektet havde været fyldestgørende. Praksis inden for beslægtede områder synes i en vis udstrækning at have opstillet en forhåndsformodning for transaktionsforbindelse.

I de sager, hvor der tegnedes eller købtes aktier i **Commercial-koncernen** tidsmæssigt tæt op ad emissionen (hvor det i en vildledende børsmeddelelse af 1. februar 1990 blev fortiet, at meget store dele af de udbudte aktiebeløb var tegnet af selskaber tilhørende Commercial-ledelsen), blev emissionsinstituttet af hhv. Østre Landsret og Sø- og Handelsretten frifundet trods klare fejl, jf. Østre Landsrets dom af 3. september 1998 i sag 1250-97 (Thrane), jf. *ʃ.U. 1998.688 Ø*, Sø- og Handelsrettens dom af 23. februar 1999 i sag V-0061-97 (Ørnbo) samt *UfR 2000.920 SH*, hvor der i alle tilfælde blev lagt vægt på, at når investor havde beholdt sine aktier trods betydelige kursfald, var der ikke i tilstrækkelig grad påvist årsagssammenhæng mellem fejlen på udbudstidspunktet og aktietabet.

Højesteret kom imidlertid til et andet og for investorerne gunstigere resultat. Alle syv dommere var enige om, at en tvivl om, hvordan den enkelte deltager i emissionen ville have handlet i tilfælde af en korrekt børsmeddelelse, ikke måtte komme banken, der udsendte den

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

vildledende meddelelse, til gode. Banken skulle derfor som udgangspunkt dække det tab, en investor havde lidt ved i tillid til rigtigheden af børsmeddelelsen at have undladt at afhænde sine aktier. Over en 3-årig periode faldt kursen til 0, og der var enighed blandt dommerne om, at dette kursfald var uden forbindelse med den famøse børsmeddelelse af 1. februar 1990. Dommerne var også enige om, at senere oplysninger om selskabet tillige med tidsforløbet måtte sætte en grænse for, hvor længe den urigtige børsmeddelelse kunne anses for at være årsag til, at en investor undlod at sælge sine aktier.

Fire af de syv dommere fandt, at da årsregnskabet fremkom i maj 1991, forelå der et sådant ændret bedømmelsesgrundlag vedrørende selskabet, at den tillid, der var skabt med børsmeddelelsen den 1. februar 1990, ikke længere kunne være det afgørende, »når Thrane som kyndig aktiesparer overvejede, om han skulle sælge aktierne eller beholde dem«. På denne baggrund fandt dette flertal af dommerne, at den urigtige børsmeddelelse fra 1. februar 1990 ikke kunne anses som årsagen til det tab, Thrane led ved kursfaldet *efter* fremkomsten af årsregnskabet, dvs. et kursfald til under 130. Følgelig ville flertallet kun erstatte værdifaldet fra tegningskursen på 280 ned til det nævnte niveau på 130. Mindretallet på tre dommere fandt »ikke tilstrækkeligt grundlag for at afskære Thrane fra at få dækket sit fulde tab«, idet de lagde vægt på den relativt korte periode, over hvilken kursfaldet skete, og til »karakteren af bankens retsbrud«, jf. *Rolf Skog* i NTS 2001, s. 330 ff.

Således fastslog et flertal (4 ud af 7) af Højesterets dommere, at fondsbørsmeddelelsen kausale sammenhæng med investors tab ender på det tidspunkt, hvor årsrapporten for 1990 blev offentliggjort. Denne principielle sondring er efter vores vurdering korrekt, idet årsrapporten giver markedet et samlet og revideret billede af udstederens historiske økonomiske situation. Resultatet må afhænge af en helt konkret kausalitetsvurdering. Uanset hvad synes det imidlertid korrekt at analysere Højesterets afgørelse sådan, at en fondsbørsmeddelelse – korrekt eller vildledende – har en begrænset levetid. I udgangspunktet gælder en fondsbørsmeddelelse, indtil den afløses af en regnskabsmeddelelse, jf. VHL § 27, stk. 2. Er der tale om et konkret forhold, der oplyses i en fondsbørsmeddelelse, må udgangspunktet også være, at levetiden er indtil en regnskabsmeddelelse, eller indtil en § 27, stk. 1 meddelelse offentliggøres vedrørende forhold, der omtaltes i den forrige (og relevante) fondsbørsmeddelelse.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Et mindretal af Højesterets dommere i UfR 2000.2176 H gik længere end flertallet i forbindelse med udmålingen af erstatningen. Således bekræftede mindretallet flertallet i, at senere oplysninger – og tidsforløbet – kan sætte en grænse for, hvor længe en urigtig fondsbørsmeddelelse kan anses for årsag til, at en investor undlader at sælge sine aktier. Mindretallet fandt imidlertid under hensyn til den relativt korte periode, over hvilken kurstabet skete, og til karakteren af bankens retsbrud (en væsentlighedsbetragtning), at der ikke var tilstrækkeligt grundlag for at afskære skadelidte fra at få dækket sit fulde tab, som det blev opgjort, alene med fradrag af de transaktionsomkostninger ved salget af aktierne. Mindretallet tilkendte således skadelidte erstatning på 718.000 kr. Flertallets erstatning blev fastsat til 390.000 kr.

UfR 2000.2176 H er en interessant dom derved, at afgørelsen fastslår, at børskursen på værdipapiret er under indflydelse af fondsbørsmeddelelser – i dette tilfælde information om udbuddets succes. Dertil kommer, at det synes korrekt at fortolke dommen sådan, at børskursen på tidspunktet for den vildledende fondsbørsmeddelelse (eller et prospekt) må danne udgangspunkt for en erstatningsopgørelse med de normale begrænsninger, der følger af kausalitetskravet mellem den vildledende information og det som følge heraf konstaterede tab. Som det fremgår af såvel mindretallet som flertallet af Højesterets dommere, blev der ved tabsopgørelsen lagt vægt på tidspunktet for fremkomsten af ny potentiel kurssensitiv information, nemlig regnskabsmeddelelser, jf. VHL § 27, stk. 2 og Betingelsesbkg. kapitel 6, §§ 21-27 (og i Commercial-sagens tilfælde de dagældende (1990) Oplysningsforpligtelsers § 19 og den dagældende Betingelsesbkg.s §§ 20-22 og anbefalingen om kvartalsmeddelelser i Oplysningsforpligtelsernes § 20).

Interessant for selve tabsopgørelsen er, om det alene er fondsbørsmeddelelser, der kan antages at kunne ændre eller erstatte en information offentliggjort i form af en fondsbørsmeddelelse, eller om også informationer via dagspressen eller hjemmesider kan medføre, at en fondsbørsmeddelelses indhold ikke længere skal stå til troende. Betydningen heraf er stor for tabsopgørelsen, idet tabsbegrænsningspligten i så fald konkret kan indtræde, selvom markedet ikke er informeret som forudsat af lovgiver, nemlig via prospekter/fondsbørsmeddelelser. Som anført under kommentaren til § 23, stk. 3, er det i prospekt sammenhæng alene prospektet, der kan danne grundlag for

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

en oplyst investeringsbeslutning, jf. flertallets begrundelse i Sø- og Handelsrettens afgørelse, som senere ændret af Højesteret, i Hafniasagen, jf. UfR 2002.2067 H. Sø- og Handelsrettens begrundelse for alene at tillægge prospektet og fondsbørsmeddelelser betydning må dog anses for gældende ret. Ikke mindst som følge af, at de danske regler har betydning for udenlandske investorer, som ikke må forventes at være bekendt med dækningen af en udsteder i de danske medier.

Derudover tjener de direktivstyrede bestemmelser om oplysningsforpligtelser i prospekter og via fondsbørsmeddelelser som et fællesskabsretligt investorbeskyttende værn for såvel udenlandske som indenlandske investorer. Generelt bør investeringsbeslutninger træffes på baggrund af regulerede informationer, det vil sige prospektet og fondsbørsmeddelelser, jf. VHL § 23, stk. 3, og § 27, stk. 1 og 2. Informationer via medier vil derfor som udgangspunkt ikke kunne tillægges betydning for tabsopgørelsen.

Udgangspunktet må derfor være, at prospekter og fondsbørsmeddelelser er den korrekte kommunikationsform. Et andet udgangspunkt vil medføre uoverskuelige konsekvenser, hvor medier tillægges en decideret potentiel kurspåvirkende magt – magten til at tvinge investorer til investeringsbeslutninger. Såfremt der føres en mediekampagne i et dagblad om forhold vedrørende en udsteder, der potentielt har kurspåvirkende effekt, må den nærmeste til at handle på baggrund heraf være Fondsbørsen – denne har som markedspladsudbyder en særlig forpligtelse til at sikre, at handlen foregår på en sådan måde, at markeds- og investortilliden ikke kompromitteres, jf. VHL §§ 18 og 19. Med hjemmel i VHL § 25, stk. 5 bestemmer Betingelsesbkg. § 29, at Fondsbørsen kan slette værdipapiret fra notering eller suspendere (eller mere typisk overføre til observationslisten) handlen med det relevante værdipapir for at beskytte markedet og investorerne.

Udgangspunktet kan imidlertid fraviges konkret. Således må en investor også forventes at træffe beslutning på baggrund af informationer i eksempelvis dagspressen, såfremt informationen har entydig korrekt karakter og eksempelvis følges op af en handling eller udtalelse fra Fondsbørsen – eksempelvis i form af en placering på observationslisten. I forlængelse heraf må det være klart, at såfremt en bestyrelsesformand forbryder sig mod eksempelvis VHL § 27, stk. 1 og i et TV interview offentliggør potentielt kurssensitiv information om udstederen, kan dette medføre en handlepligt for en investor, således at denne indretter sig sådan, at tabet begrænses i videst mulig

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

omfang og hvis muligt overhovedet. Dette må dog være en undtagelse, således at værdipapirhandelsrettens princip om kommunikation via Fondsbørsen bør danne grundlag for culpa, egen skyld og accept af risiko vurderingerne.

Sammenfattende kan det således konstateres, at det økonomiske tab må kvalificeres med udgangspunkt i børskursen på det relevante værdipapir så længe, der er den fornødne kausalitet mellem den utilstrækkelige information, være sig et prospekt eller en fondsbørsmeddelelse, og det lidte tab.

Konklusioner om prospekt- og emissionsansvaret

1. Ansvarsgrundlaget generelt. Hafniadommen viser, at det børs- og kapitalmarkedsretlige erstatningsansvar ikke er en særskilt juridisk disciplin, men at erstatningsrettens almindelige begreber om retsstridighed, culpa, årsagssammenhæng, tab, egen skyld og accept af risiko mv. finder anvendelse, om end der er grundlag for et afsvækket kausalitetskrav.

2. Retsstridighed i form af prospektmangler. Udgangspunktet for retsstridighedsbedømmelsen tages i, om der kan påvises prospektmangler. Ansvaret forudsætter, at der er tale om forhold, som – set i lyset af prospektets øvrige oplysninger – efter en samlet vurdering er af væsentlig betydning for bedømmelsen af selskabet.

3. Almindelige erstatningsregler. Der kan som i Hafnia også påberåbes et almindeligt emissionsansvar, der forholder sig subsidiært til prospektansvaret. Det afgørende var i Hafnia, om redningsforsøget var dømt til at mislykkes, og om de prospektansvarlige burde have indset dette. Hertil svarede Højesteret benægtende.

4. Emissionsinstituttets ansvar. For emissionsinstituttet er der tale om et skærpet culpaansvar (men ikke et egentligt objektivt ansvar) i form af et professionsansvar. Dette indebærer, at afvigelse (og her må man med Hafniadommens helhedsbetragtning tilføje: en væsentlig afvigelse) fra fagets normer og standarder udløser ansvar, uanset eventuelle individuelle undskyldningsgrunde.

5. Emittentens revisorer. Revisorernes opgave er en anden – og mere begrænset – end den, der udføres af et emissionsinstitut, der holder

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

alle trådene i sin hånd. Det vil her – som ved andre områder, hvor et revisoransvar kan blive aktuelt – være afgørende, om der kan påvises en overtrædelse af fagets handlenormer, dvs. et pligtstridigt forhold, som kolliderer med lovkrav, med god regnskabs- eller revisionsskik eller med de forpligtelser, revisor gennem aftale eller erklæring udtrykkeligt har påtaget sig.

6. Emittentens ledelse. Det sås af Sø- og Handelsrettens dom i Hafnia, at det professionsansvar, der kan ramme et emissionsinstitut, ikke nødvendigvis samtidig vil ramme emittentselskabets bestyrelse og direktion, som må have en lidt bredere margin for fejlskøn mv. Højesteret, der frifandt alle de sagsøgte, fik ikke anledning til at tage stilling til denne sondring. Det almindelige bestyrelses- og direktionsansvar har ikke den strenghed i sig, som professionsansvaret har, og denne forskel gælder også på området for prospekt- og emissionsansvar. En helt afgørende forskel mellem bestyrelses- og professionsansvaret vil derfor fortsat være, at individuelle undskyldningsgrunde kan accepteres som diskulperende for ledelsen, men ikke for emissionsinstituttet og revisorerne.

7. Emittentselskabet som skadevolder. En omvurdering af forholdet mellem på den ene side den traditionelle selskabsret med dennes klassiske kapitalbeskyttelse, på den anden side den børs- og kapitalmarkedsretlige erstatningsret, er i disse år ved at finde sted, og i flere centrale stater er et ansvar hos emittentselskabet selv muligt. Hafniadommens præmisser viser, at Højesteret ikke begrebsmæssigt vil udelukke et ansvar hos emittentselskabet selv. Det må formentlig antages, at der kræves en betydelig grad af uagtsomhed, for at et selskabsansvar kan blive aktuelt. Formentlig må man endvidere begrænse selskabsansvaret til de situationer, hvor provenuet ligesom i Hafniasagen helt eller delvis er tilgået selskabet, ikke tredjemand (en hovedaktionær mv.).

8. Kravene til investors agtpågivenhed og risikoafvejning. Der gælder ikke blot krav til »sælgersidens« agtpågivenhed (»caveat venditor«), men også til »købersidens« (»caveat emptor«). Den risiko, der loyalt oplyses i prospektet, kan erstatningsretten ikke flytte fra investor til de prospektansvarlige, jf. Højesterets bemærkning om, at » … den enkelte investors beslutning om aktieinvestering i første række skete ud fra en afvejning af risikoen over for udsigten til gevinst ved genop-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

retning af Hafnias økonomi.« Højesteret har *ikke* med sin dom om Hafnia forringet beskyttelsen af private investorer, således som det ses anført i den offentlige debat efter dommen, ej heller rokket ved princippet om, at et børsprospekt skal fortælle hele den relevante historie om emittentselskabet. Kravene til god prospektskik skærpes lidt for hvert år, men de skærpes ikke så meget, at investorerne fritages fra at tage højde også for de alvorlige sider af prospektet.

9. Et afsvækket kausalitetskrav ved klare fejl. Hvis der påvises klare fejl hos emissionsinstituttet, må den børs- og kapitalmarkedsretlige erstatningsret ligesom erstatningsretten i øvrigt være rede til at slække på kravene til det bevis, der skal føres for kausalitet mellem (grovere) culpa og det økonomiske tab. Det afsvækkede kausalitetskrav, der opstilles i Højesterets dom om Commercial, må derfor hilses velkomment, og det stemmer i øvrigt med, hvad der blev forudsagt af teorien allerede forud for dommene om Commercial og Hafnia, jf. *Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff* i UfR 1997 B, s. 456 ff.

10. Afsluttende bemærkninger. Det har været fremme, at Hafniadommen ikke længere skulle have den store betydning for vurdering af prospekt- og emissionsansvaret i dansk ret, fordi reglerne om prospekter siden 1992 er blevet strammet op. Rigtigt er det, at der er kommet prospektregler i VHL, herunder reglen i § 23 om god prospektskik (som siden da atter er udgået og i stedet indsat i Fondsrådets prospektbekendtgørelse), og at Fondsbørsen i Regler for notering på Københavns Fondsbørs nu for første gang har fastlagt regler om prospektkrav og udbudsbetingelser. Men uanset disse tekniske detailforskrifter er der i Højesterets dom nogle mere grundlæggende erstatningsretlige elementer, herunder med hensyn til kravene også til »køber«-siden. De regelændringer, der er blevet gennemført, siden Hafniasagens begivenhedsforløb udspandt sig, ændrer derfor ikke på den fremadrettede betydning af Højesterets dom for bedømmelsen af prospekt- og emissionsansvaret i dansk ret.

Til § 23, stk. 4: Hvilke papirer omfattes af prospektpligten?

Bestemmelsen gennemfører definitionen af et værdipapir i Prospektdirektivets art. 2, stk. 1, litra a og er indsat ved lov 1460 af 22. december 2004. Definitionen har betydning for, hvilke værdipapirer der er omfattet af bestemmelserne i direktivet. VHL § 23, stk. 4

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

fastsætter på denne baggrund, hvilke værdipapirer, som reglerne i VHL kapitel 6 om pligten til at offentliggøre et prospekt finder anvendelse på, jf. *FT 2004-05, tillæg A*, s. 356, sp. 2.

Til § 23, stk. 5: Hvilke papirer er undtaget fra prospektpligten?

Bestemmelsen gennemfører Prospektdirektivets art. 2, stk. 1, litra a-h og j og er som stk. 5 indsat ved lov 1460 af 22. december 2004.

Bestemmelsen angiver, hvilke værdipapirer der ikke er omfattet af VHL kapitel 6 om pligten til at offentliggøre et prospekt. Dette indebærer, at udstedere af de i bestemmelsen nævnte værdipapirer er undtaget fra at offentliggøre et prospekt i medfør af Prospektdirektivet. For de nævnte værdipapirer kan der fastsættes nationale regler om udarbejdelse og offentliggørelse af prospekter. Prospekter, der er udarbejdet efter de nationale regler, kan dog ikke få et EU-pas.

At et prospekt har fået et EU-pas, vil sige, at et prospekt, der er godkendt og offentliggjort i hjemlandet, også er gyldigt i de øvrige lande indenfor EU eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 357, sp. 1.

De fleste af undtagelserne fra prospektpligten angår de pågældende *værdipapirer*, fordi de efter deres karakter eller udstederens særlige forhold ikke skal inddrages under reguleringen. Undtagelsen efter nr. 7 er derimod begrundet i selve *udbuddet*, nemlig dets størrelse, hvilket således gælder uanset værdipapiret og udstederen. Andre undtagelser fra prospektpligten kan være begrundet i målgruppens særlige forhold (kvalificerede investorer), eller i særlige omstændigheder ved *udbuddet,* jf. Jesper Lau Hansen, Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, 2. udg., s. 102-103.

Bestemmelsen blev ændret ved lov 116 af 27. februar 2006, hvor »hedgeforeninger« blev indsat i nr. 1 som konsekvens af reguleringen af hedgeforeninger i lov 411 af 1. juni 2005. Ved lov 1428 af 21. december 2005 udgik en henvisning til lov om innovationsforeninger som konsekvens af ophævelsen af denne lov.

Til § 23, stk. 6: Valgfri prospektudarbejdelse for undtagne papirer med henblik på opnåelse af EU-pas

Bestemmelsen gennemfører Prospektdirektivets art. 1, stk. 3, og er som stk. 6 indsat ved lov 1460 af 22. december 2004. Bestemmelsen er en undtagelsesbestemmelse til VHL § 23, stk. 5. Ifølge Prospektdirektivets art. 1, stk. 3 kan udstedere og udbydere af værdipapirer

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

vælge at udarbejde et prospekt i overensstemmelse med direktivets bestemmelser med henblik på at få et prospekt godkendt, selvom de pågældende værdipapirer er undtaget fra direktivet. Dette indebærer, at sådanne prospekter til forskel fra prospekter udarbejdet efter nationale regler kan få et EU-pas. Bestemmelsen fastslår på den baggrund, for hvilke værdipapirer der kan udarbejdes et prospekt i overensstemmelse med VHL kapitel 6, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 357.

Til § 23, stk. 7: Krav om prospektets udarbejdelse i overensstemmelse med Finanstilsynets regler

Et prospekt skal **udarbejdes i overensstemmelse med de regler**, som Finanstilsynet fastsætter i henhold til VHL § 23, stk. 8, og skal præsenteres på en måde, som gør det muligt at forstå indholdet og vurdere betydningen af den givne information, jf. VHL § 23, stk. 7.

Finanstilsynet har udstedt Prospektbekendtgørelsen rettet mod de større udbud, og det har derfor betydning for dens anvendelse, om beløbsgrænsen opgøres pr. land eller for det samlede udbud.

Prospektbekendtgørelsen eller den tilhørende vejledning omhandler ikke, hvordan beløbsgrænsen på 2.500.000 euro opgøres, men Finanstilsynet tilkendegiver, at grænsen, indtil andre fortolkningsbidrag foreligger, opgøres som det samlede EU-udbud.

Det samme må antages at være tilfældet med hensyn til beregningen af EUR 100.000-grænsen, jf. *Ulrich Hejle, Christina Lund og Dan Moalem*, NTS 2006, nr. 1, s. 59 ff. og *David Moalem og Joseph Nivaro,* R&R 2005, nr. 9, s. 47. Indikationer fra praktikere i andre EU-lande, som f.eks. Storbritanien, Irland, Tyskland og Holland viser dog, at antagelsen i disse lande går i retning af, at beregningen sker på land for land basis.

Til Prospektbekendtgørelsen knytter der sig en række undtagelser, der fra en praktisk synsvinkel vil få væsentlig betydning for danske udstedere og i betydeligt omfang indskrænker ovennævnte udgangspunktet om, at der skal udarbejdes godkendt prospekt. Disse undtagelser gennemgås nærmere nedenfor, ligesom der knyttes yderligere bemærkninger til nogle af de i praksis vigtige undtagelser om kvalificerede investorer, mindre udbud og medarbejderaktier.

Med VHL § 2 b er der for første gang indsat en definition af, hvad der forstås ved **offentlige værdipapirudbud**. Herved forstås enhver henvendelse til fysiske og juridiske personer i enhver form og ad enhver vej med fyldestgørende oplysninger om udbudsbetingelserne

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

og de udbudte værdipapirer, som bevirker, at en investor kan træffe afgørelse om køb eller tegning af disse værdipapirer. Det vil sige, at den, der udbyder, skal foretage sig noget aktivt for, at der er tale om en henvendelse til offentligheden. Der er f.eks. ikke tale om et udbud til offentligheden, hvis en investor rettet henvendelse til udstederen, og udstederen forinden intet har foretaget sig i relation til investor.

Hvis der f.eks. er kommet et led ind mellem udstederen og investoren, som f.eks. en finansiel virksomhed, kan der også være tale om et udbud af værdipapirer til offentligheden.

Afgørende er, at tilstrækkelige oplysninger om udbudsbetingelserne og værdipapirerne er blevet gjort tilgængelige for offentligheden, så en investor kan træffe beslutning om tegning eller køb af de pågældende værdipapirer, jf. *FT 2004-05 till. A*, s. 355. Definitionen svarer til, hvad der i Danmark i praksis hidtil har været forstået ved et offentligt udbud af værdipapirer.

Som nævnt ovenfor i kommentaren til VHL § 23, stk. 3 er der i Prospektbkg. § 15, stk. 3, nr. 4, vedrørende udarbejdelse af resuméer fastsat, at resuméet skal indeholde en advarsel om, at de fysiske eller juridiske personer, som har udfærdiget resuméet eller eventuelle oversættelser heraf og anmodet om godkendelse heraf, kan ifalde et civilretligt erstatningsansvar, men kun såfremt resuméet er misvisende, ukorrekt eller uoverensstemmende, når det læses sammen med de øvrige dele af prospektet. Bedømmelsen af et eventuelt erstatningsansvar vil ske efter dansk rets almindelige erstatningsregler, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 350.

Hvad angår ansvar for oplysningerne i prospektet, foreskriver art. 6 i Prospektdirektivet, at de ansvarlige fysiske personer tydeligt skal angives i prospektet med navn og stillingsbetegnelse, og når det er juridiske personer med navn og hjemsted. Det skal være muligt for investor at identificere, hvem der er ansvarlige for de relevante dele af prospektet, hvilket i praksis kan være både udstederen og dennes ledelse, emissionshuset, revisor og advokat.

Derudover skal de erklære, at oplysningerne efter deres overbevisning stemmer overens med virkeligheden, og at der ikke i prospektet er udeladt oplysninger, der vil kunne berøre betydningen af dets indhold. Reglen tilsigter ikke at pålægge disse fysiske og juridiske personer et objektivt ansvar, men fastsætter alene, at de kan ifalde et civilretligt erstatningsansvar, såfremt betingelserne herfor er opfyldt. Dette afgøres efter de nationale regler, og dansk rets almindelige er-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

statningsregler vil derfor finde anvendelse, i det omfang en tvist skal afgøres efter dansk ret, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 350.

Til § 23, stk. 8: Finanstilsynets kompetence til at fastsætte regler om prospekters indhold, format mv.

Bestemmelsen giver Finanstilsynet hjemmel til at fastsætte nærmere regler om prospekters indhold, format, sprog, annoncering og gyldighed samt udeladelse af oplysninger i prospektet. Finanstilsynets hjemmel til at fastsætte regler om prospektets format og gyldighed blev som noget nyt indført ved lov nr. 2004 1460 i forbindelse med implementeringen af Prospektdirektivets art. 8 og 9.

Efter de hidtidige regler skulle prospektet udarbejdes som ét samlet juridisk dokument. Efter ikrafttrædelsen af den nye Prospektbekendtgørelse kan udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse af værdipapirer til notering eller handel, vælge at udarbejde prospektet som et enkelt dokument eller særskilte dokumenter. Oprettes der særskilte dokumenter, de såkaldte tredelte prospekter, skal de i Prospektbekendtgørelsen krævede oplysninger anføres i et registreringsdokument, en værdipapirnote og et resumé. Om prospektet oprettes som et dokument eller flere dokumenter, gør ingen materiel forskel, idet det er de samme oplysninger, der kræves i de to situationer.

Den nye model om tredeling af prospektet har til formål at give mulighed for at rejse kapital løbende og smidiggøre de eksisterende prospektkrav. Udbydere med tredelte prospekter, hvis registreringsdokument er godkendt af Finanstilsynet inden for de seneste 12 måneder, kan herefter nøjes med at udarbejde værdipapirnoten og resuméet, jf. Prospektbkg. § 16. Når værdipapirnoten og resuméet er godkendt af Finanstilsynet, udgør de sammen med det allerede godkendte registreringsdokument et gyldigt prospekt. Såfremt værdipapirnoten og resuméet godkendes på et senere tidspunkt end registreringsdokumentet, skal værdipapirnoten indeholde de oplysninger, der normalt vil indgå i registreringsdokumentet, hvis der er indtruffet væsentlige ændringer, der kan få betydning for investorernes vurdering, efter at et tillæg er godkendt, eller registreringsdokumentet senest er ajourført. Det er væsentligt at understrege, at der ikke er materielle indholdsmæssige forskelle mellem et prospekt, der udarbejdes som ét dokument og et prospekt i form af tre særskilte doku-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

menter. Informationsstandarden kvalificeres således i begge tilfælde ud fra VHL § 23, stk. 3, ganske som ved et traditionelt prospekt.

Prospektbkg. § 15, stk. 2 og 3, opstiller en række krav til dokumenternes indhold. **Registreringsdokumentet** skal indeholde oplysninger om udstederen, herunder en beskrivelse af de vigtigste forhold og risikofaktorer, og **værdipapirnoten** skal indeholde oplysninger om de værdipapirer, der udbydes. Prospektbekendtgørelsen fastsætter endvidere en række specifikke krav til **resuméet**, jf. Prospektbkg. § 15, stk. 3.

Resumeet skal være udfærdiget i et kortfattet og let forståeligt sprog. I resuméet skal fremlægges de vigtigste forhold og risici i forbindelse med udstederen, en eventuel garant og værdipapirerne. Det skal indeholde advarsler om, at resuméet alene skal læses som en indledning til det samlede prospekt, og at investeringsbeslutningen bør træffes på baggrund af prospektet som helhed. Endvidere skal det indeholde en advarsel om, at såfremt en investor indbringer en sag vedrørende oplysningerne i prospektet for en domstol, kan den sagsøgende investor blive pålagt at betale omkostninger til oversættelse af prospektet. Endelig skal det fremgå, at de personer, som har udfærdiget og anmodet om godkendelse af resuméet, kan ifalde et civilretligt erstatningsansvar, men kun hvis dette er misvisende, ukorrekt eller uoverensstemmende, når det læses sammen med de andre dele af prospektet, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 350. Det er ikke et krav, at prospektet skal indeholde et resumé, hvis prospektet vedrører optagelse til notering eller handel af værdipapirer, der ikke er kapitalandele, og som har et pålydende på mindst 50.000 euro, jf. Prospektbkg. § 15, stk. 4.

Prospektbkg. § 29 indfører en række nye **sprogregler,** jf. kommentaren til VHL § 23, stk. 8, nedenfor, der sondrer mellem ikkegrænseoverskridende udbud og grænseoverskridende udbud. Hvis der alene foretages udbud til offentligheden i Danmark, eller ansøges om optagelse til notering eller handel på en fondsbørs eller autoriseret markedsplads i Danmark, og er hjemlandet Danmark, skal prospektet udarbejdes på dansk. Foretages der udbud til offentligheden, eller ansøges der om optagelse til notering eller handel i ét eller flere lande inden for EU eller ét eller flere lande, som EU har indgået aftale med på det finansielle område, bortset fra Danmark, og er hjemlandet Danmark, skal prospektet udarbejdes på et sprog, der accepteres af den kompetente myndighed i de pågældende værtslande, alternativt

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

på engelsk. Den kompetente myndighed i de enkelte værtslande kan desuden kræve resuméet oversat til det eller de officielle sprog.

I relation til de danske myndigheder skal prospektet til brug for Finanstilsynets behandling af ansøgningen om godkendelse af prospektet udarbejdes på enten dansk, norsk, svensk eller engelsk. Når der foretages offentligt udbud eller ansøges om optagelse til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked i *mere end ét* EU-land eller et land, som EU har indgået aftale med på det finansielle område, heriblandt Danmark, og *Danmark er hjemlandet*, skal prospektet både udarbejdes på dansk og på et sprog, som accepteres af de kompetente myndigheder i værtslandene *eller* på engelsk. Hvis *hjemlandet er et andet EU-land* eller et tilsvarende aftaleland, skal prospektet udarbejdes på dansk eller engelsk. Endvidere skal resuméet oversættes til dansk. Endelig åbner Prospektbekendtgørelsen mulighed for, at der kan dispenseres helt eller delvist fra kravet om, at prospektet skal udarbejdes på dansk, hvis hensynet til investorerne ikke nødvendiggør, at prospektet foreligger på dansk. I tilfælde, hvor hjemlandet er et andet EU-land, jf. Prospektbkg. § 29, stk. 5, er kravet om, at resuméet foreligger på dansk, dog ufravigeligt.

Noteringsforpligtelsernes Del II, afsnit 2, §§ 1-11, vedrører generelle og strukturelle forhold vedrørende prospektet, herunder omkostninger, forinden noteringen. Noteringsforpligtelserne har som særligt krav, at al *offentliggørelse* i henhold til afsnit 2 som hovedregel skal ske via StockWise, jf. § 2. Hermed signalerer Københavns Fondsbørs tydeligt, at informationer om udstedere og dets værdipapirer, som er underlagt regulering, primært skal meddeles og kunne rekvireres via Fondsbørsens systemer. Prospekter skal således ikke i udgangspunktet suppleres med oplysninger til pressen.

Derudover beskriver Noteringsforpligtelsernes § 12 udstedernes forpligtelse i forbindelse med udarbejdelse af *annoncer, brochurer* etc., jf. tillige Prospektbkg. § 27. Således præciseres det, at dokumenter, brochurer, annoncer mv., der udarbejdes i forbindelse med udbud og notering af værdipapirer, ikke må (i) indeholde en opfordring til at tegne de udbudte værdipapirer alene på baggrund af disse dokumenter, (ii) at de ovenfor beskrevne dokumenter ikke må være vildledende eller mangelfulde – de skal være nøjagtige og realistiske, og endelig, (iii) at tegnings/salgsblanketter alene må være en integreret del af et prospekt, jf. t.eks. Københavns Fondsbørs Månedsrapport nr. 330,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

1999, s. 17 ff. Bestemmelsen overfører de generelle værdipapirhandelsretlige principper om *redelighed* og *gennemskuelighed*, jf. VHL § 18, stk. 2, nr. 2, til også at omfatte andet materiale relateret til udbuddet end prospektet, hvilket må anses primært at være drevet af et ønske om at skabe tillidsvækkende og investorbeskyttende aktiemarkeder.

Til § 23, stk. 9: Finanstilsynets fastsættelse af regler om undtagelse fra prospektpligten

Finanstilsynet fastsætter regler om **fritagelse for pligten til at offentliggøre et prospekt**, herunder regler om godkendelse af fysiske personer og små og mellemstore virksomheder som kvalificerede investorer, jf. VHL § 23, stk. 9. Endvidere fastsætter Finanstilsynet regler om optagelse i et register for fysiske personer og små og mellemstore virksomheder som kvalificerede investorer.

Undtagelserne fra prospektpligten er indeholdt i Prospektbkg. §§ 11-13 og omhandler særlige kategorier af noterede værdipapirudbud, samt unoterede værdipapirudbud med en samlet værdi over 2.500.000 euro. Undtagelserne kan opdeles i to hovedkategorier: bestemmelserne i §§ 11-12 regulerer *unoterede* udbud, mens § 13 indeholder undtagelser for *noterede* udbud.

Prospektbkg §§ 11-12 opregner 9 situationer, hvor prospektpligten for offentlige udbud af værdipapirer, der ikke ønskes optaget til notering eller handel i Danmark, fraviges. Undtagelserne kan opdeles i to underkategorier, hvoraf de første 4 undtagelser i § 11 (se tekstboksen nr. 1-4) retter sig mod udbuddet, mens de øvrige 5 undtagelser i § 12 (se tekstboksen nr. 5-9) knytter sig til værdipapirerne. Ifølge §§ 11-12 vil der herefter ikke skulle udarbejdes prospekt i følgende situationer:

1. Udbud af værdipapirer, der udelukkende er rettet til kvalificerede investorer.
2. Udbud af værdipapirer, der er rettet til færre end 100 fysiske eller juridiske personer pr. land indenfor EU/EØS, som ikke er kvalificerede investorer.
3. Udbud af værdipapirer, der er rettet til investorer, som erhverver værdipapirer for i alt mindst 50.000 euro pr. investor for hvert særskilt udbud.
4. Udbud af værdipapirer, hvis pålydende pr. værdipapir beløber sig til mindst 50.000 euro.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

5. Aktier udstedt med henblik på ombytning af allerede udstedte aktier af samme klasse, såfremt udstedelsen af de nye aktier ikke indebærer en forhøjelse af den udstedte aktiekapital.
6. Værdipapirer, der udbydes i forbindelse med et overtagelsestilbud, såfremt der tilvejebringes et dokument, der indeholder oplysninger, som svarer til prospektets.
7. Værdipapirer, der udbydes, tildeles eller skal tildeles i forbindelse med en fusion, såfremt der tilvejebringes et dokument, der indeholder oplysninger, som svarer til prospektets.
8. Aktier, der udbydes, tildeles eller skal tildeles gratis til eksisterende aktionærer, og udbytte, der udbetales i form af aktier af samme klasse som de udbyttegivende aktier, såfremt der gives aktionærerne adgang til et dokument, der indeholder oplysninger om aktiernes antal og klasse, samt årsagerne til og de nærmere omstændigheder ved transaktionen.
9. Værdipapirer, der udbydes, tildeles eller skal tildeles til eksisterende eller tidligere bestyrelsesmedlemmer eller ansatte af deres arbejdsgiver, hvis værdipapirer allerede er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, eller et koncernforbundet selskab, jf. § 5, stk. 1, nr. 9, i lov om finansiel virksomhed, såfremt der gives ovennævnte personer adgang til et dokument, der indeholder oplysninger om værdipapirernes antal og klasse, samt årsagerne til og de nærmere omstændigheder ved transaktionen.

Undtagelserne fra prospektpligten i § 11, stk. 1, nr. 1-4, kan kombineres. Således kan et udbud være rettet til 110 investorer, hvoraf de 15 er kvalificerede investorer, således at udbuddet falder uden for prospektpligten i medfør af en kombination af § 11, stk. 1, nr. 1 og 2. Opregningen i §§ 11-12 er udtømmende. Bekendtgørelsens formål – hensynet til beskyttelse af investorer – tilsiger i øvrigt, at dispensationsanmodninger på andet grundlag ikke kan imødekommes.

Prospektbkg. § 13 opregner undtagelserne fra prospektpligten for noterede værdipapirudbud. Bestemmelsen sondrer mellem værdipapirer på samme marked, jf. § 13, stk. 1, og værdipapirer på andet marked, jf. § 13, stk. 2. Undtagelse nr. 1-7 (se tekstboksen nedenfor) vedrører værdipapirer på det samme marked, mens undtagelse nr. 8 (se tekstboksen nedenfor) vedrører værdipapirer på andet marked.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

I medfør af § 13 vil der således ikke skulle udarbejdes prospekt i følgende situationer:

1. Aktier, der over en periode på 12 måneder udgør mindre end 10 % af antallet af aktier af samme noterede klasse.
2. Aktier, der er udstedt med henblik på ombytning af aktier af samme noterede klasse, såfremt udstedelsen af de nye aktier ikke indebærer en kapitalforhøjelse.
3. Værdipapirer, der udbydes i forbindelse med et overtagelsestilbud, såfremt der tilvejebringes et dokument, der indeholder oplysninger, som svarer til prospektets
4. Værdipapirer, der udbydes, tildeles eller skal tildeles i forbindelse med en fusion, såfremt der tilvejebringes et dokument, der indeholder oplysninger, som svarer til prospektets.
5. Aktier, der udbydes, tildeles, eller skal tildeles gratis til eksisterende aktionærer, og udbytte, der udbetales i form af aktier af samme klasse som de udbyttegivende aktier, såfremt de nævnte aktier er af samme klasse som de aktier, der allerede er optaget til notering eller handel på samme regulerede marked for værdipapirer, og der gives aktionærerne adgang til et dokument, der indeholder oplysninger om aktiernes antal og klasse, samt årsagerne til og de nærmere omstændigheder ved transaktionen.
6. Værdipapirer, der udbydes, tildeles eller skal tildeles til eksisterende eller tidligere bestyrelsesmedlemmer eller ansatte eller et koncernforbundet selskab, jf. § 5, stk. 1, nr. 9, i lov om finansiel virksomhed, såfremt de pågældende værdipapirer er af samme klasse som de værdipapirer, der allerede er optaget til notering eller handel på samme regulerede marked for værdipapirer, og der gives ovennævnte personer adgang til et dokument, der indeholder oplysninger om værdipapirernes antal og klasse, samt årsagerne til og de nærmere omstændigheder ved transaktionen.
7. Aktier, der udstedes ved ombytning af andre værdipapirer eller som følge af udøvelsen af rettigheder i henhold til andre værdipapirer, såfremt de pågældende aktier er af samme klasse som de aktier, der allerede er optaget til notering eller handel på samme regulerede marked for værdipapirer.
8. Værdipapirer, der allerede er optaget til notering eller handel på et andet reguleret marked, såfremt følgende betingelser er opfyldt:

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

9. Værdipapirerne eller værdipapirer af samme klasse har været optaget til notering eller handel på dette andet regulerede marked i mere end 18 måneder.
10. Prospektet for værdipapirer, der første gang blev optaget til notering eller handel på dette andet regulerede marked efter den 1. juli 2005, er godkendt og stillet til rådighed for offentligheden i overensstemmelse med art. 14 i Prospektdirektivet, eller for værdipapirer, der første gang blev optaget til notering eller handel efter den 30. juni 1983, men før den 1. juli 2005, er godkendt i overensstemmelse med kravene i direktiv 80/390/EØF eller direktiv 2001/34/EF.
11. De faste forpligtelser i forbindelse med notering eller handel på dette andet regulerede marked er opfyldt.
12. Den person, der anmoder om at få optaget et værdipapir til notering eller handel på et reguleret marked i Danmark, udarbejder et resumé, der stilles til rådighed for offentligheden på dansk i henhold til Prospektbkg. kapitel 6.
13. Indholdet af resuméet skal være i overensstemmelse med Prospektbkg. § 15, stk. 3. Dokumentet skal endvidere angive, hvor det seneste prospekt kan rekvireres, og hvor de finansielle oplysninger, som udstederen har offentliggjort i overensstemmelse med sin faste oplysningspligt, findes.

Efter de gældende danske regler er der *ikke* pligt til at offentliggøre et prospekt, hvis værdipapirudbuddet udelukkende henvender sig til kvalificerede investorer, jfr. Prospektbkg. § 11, stk. 1, nr. 1. En kvalificeret investor er en person, som må antages at have særlige forudsætninger for at investere i værdipapirer. Grundtanken er, at kvalificerede investorer generelt må antages at have særlig indsigt i værdipapirhandel, og der er således ikke behov for den samme grad af beskyttelse som for almindelige, private investorer. Undtagelsen vedrørende kvalificerede investorer gælder alene for *unoterede* udbud, hvor de udbudte værdipapirer ikke søges optaget til handel eller notering på et reguleret marked.

For så vidt angår de **kvalificerede investorer**, er afgræsningen af disse blevet ændret i overensstemmelse med implementeringen af Prospektdirektivets art. 2, stk. 1, litra e, og som er kommet til udtryk i bkg. 306 af 28. april 2005, § 2. Undtagelsen vedrørende kvalificerede investorer gælder alene, hvor de udbudte værdipapirer ikke søges

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

optaget til handel eller notering på et reguleret marked. Introduktionen af den kvalificerede investor er således en praktisk foranstaltning ved særligt større »private placements«. En kvalificeret investor er en person, der antages at have særlige forudsætninger for at træffe beslutning om investering i værdipapirer. Der er derfor ikke samme grad af behov for beskyttelse som for almindelige private investorer.

Når et *offentligt udbud* af værdipapirer udelukkende rettes til kvalificerede investorer, er der således ikke pligt til at offentliggøre et prospekt, jf. Prospektbkg. § 11, stk. 1, nr. 1.

Afgrænsningen af, hvem der anses som kvalificerede investorer, ændres med de nye prospektregler og vil herefter navnlig være finansielle virksomheder, ikke-regulerede virksomheder, hvis forretningsformål udelukkende er værdipapirinvestering, centraladministrationer, centralbanker mv.

Herudover kan fysiske personer og *små* og *mellemstore* virksomheder på anmodning godkendes som kvalificerede investorer. Finanstilsynet kan godkende sådanne fysiske personer og små og mellemstore virksomheder, som kvalificerede investorer, såfremt disse skriftligt anmoder herom, jf. Prospektbkg. § 14, stk. 1 og 2. Finanstilsynet fører et register over de fysiske personer og små og mellemstore virksomheder, der er blevet godkendt som kvalificerede investorer, og som er tilgængelig for udstedere af værdipapirer. I EU er der gensidig anerkendelse af registrene over de kvalificerede investorer.

Ifølge Prospektbkg. § 3 er *små og mellemstore virksomheder*, virksomheder, der opfylder mindst to af følgende betingelser:

a. Gennemsnitligt antal heltidsansatte i løbet af regnskabsåret på mindre end 250,

Samlet balance på mindre end 43 millioner eruo,

Årlig nettoomsætning på mindre end 50 millioner euro.

For *fysiske* personer, er der følgende objektive betingelser for optagelse på listen:

1. Jævnlig handel (minimum 10 større handler pr. kvartal i de 4 forudgående kvartaler),
2. Værdipapirporteføljens værdi skal overstige 500.000 euro, og
3. Krav om erhvervserfaring med investering i værdipapirer.

I de hidtidige danske regler, har der ikke været pligt til at offentliggøre et prospekt, såfremt det unoterede udbud omfattede en mindre kreds

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

af fysiske/juridiske personer. Herved forstod man 10-15 personer, jf. FT 2004-05, till. A, s. 355. I forhold hertil repræsenterer det nye 100-personers krav som følge af Prospektdirektivet en ikke-ubetydelig ændring af den hidtidige danske praksis. Fremover vil der således ikke være prospektpligt ved værdipapirudbud til færre end 100 fysiske/juridiske personer i det konkrete EU-land. Det er herved blevet »lettere« at være udbyder. Det afgørende for beregningen af 100 personers-grænsen er om værdipapirerne udbydes til flere end 100 personer. Såfremt værdipapirerne fx udbydes til 105 personer, men kun accepteres af 99 personer, vil udbuddet således alligevel være omfattet af prospektpligten.

En af de undtagelser til prospektpligten, der må forventes at få særlig stor praktisk betydning, er undtagelsen angående værdipapirer i § 12, stk. 5 og § 13, stk. 6, der udbydes til udstederens ansatte eller bestyrelsesmedlemmer, på grund af de i praksis ofte benyttede medarbejderaktieprogrammer. Undtagelsen gælder med enkelte modifikationer både for de noterede og unoterede værdipapirudbud. Der er i disse tilfælde ikke prospektpligt, for så vidt angår de unoterede værdipapirudbud, for værdipapirer, der udbydes eller tildeles *gratis* til eksisterende (eller tidligere) bestyrelsesmedlemmer eller ansatte, hvis udstederen allerede har værdipapirer optaget til notering eller handel eller et koncernforbundet selskab. For de noterede værdipapirudbud gælder tilsvarende fritagelse for prospektkrav, hvis værdipapirerne er af samme klasse som de værdipapirer, der allerede er optaget til notering eller handel på samme regulerede marked. Det er endvidere en forudsætning, at der er adgang til et dokument, der indeholder oplysninger om værdipapirernes antal og klasse samt årsagerne til og de nærmere omstændigheder ved transaktionen.

Reglerne skal ses i sammenhæng med reglerne i lov om brug af køberet eller tegningsret til aktier mv. i ansættelsesforhold (lov 309 af 5. maj 2004) (»Aktieoptionsloven«), jf. *Erik W. Christiansen, Heidi Kildegaard og Dan Moalem*, Aktieoptionsloven – ansættelsesretlige regulering af aktieaflønning (2006).

§ 23 a **[Finanstilsynets afgørelse]** Finanstilsynet giver udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, meddelelse om sin afgørelse om prospektets godkendelse inden for 10 børsdage efter modtagelsen af ansøgningen om godkendelse af prospektet.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 2. Den i stk. 1 og 5 omhandlede frist forlænges til 20 børsdage, hvis udbud til offentligheden vedrører værdipapirer udstedt af en udsteder, som ikke har værdipapirer optaget til notering eller handel, og som ikke tidligere har udbudt værdipapirer til offentligheden.

Stk. 3. Hvis der er rimelig grund til at antage, at de indsendte dokumenter er ufuldstændige, eller at der er behov for yderligere oplysninger, finder fristerne i stk. 1, 2 og 5 først anvendelse fra den dato, hvor udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, har tilvejebragt sådanne oplysninger. Hvis dokumenterne er ufuldstændige, og godkendelsesfristen af den grund sættes i bero, skal Finanstilsynet give den pågældende meddelelse herom inden for 10 børsdage efter modtagelsen af ansøgningen.

Stk. 4. Finanstilsynet kan henvise godkendelsen af et prospekt til den kompetente myndighed i et andet land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, forudsat at den kompetente myndighed i dette land giver sit tilsagn hertil. En sådan henvisning skal meddeles udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, inden for 3 børsdage efter datoen for Finanstilsynets afgørelse om henvisning.

Stk. 5. Når Finanstilsynet får henvist en ansøgning om godkendelse af et prospekt fra en kompetent myndighed i et andet land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, skal Finanstilsynet give udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, meddelelse om sin afgørelse om prospektets godkendelse inden for 10 børsdage efter, at den kompetente myndighed har truffet afgørelse om henvisning af prospektgodkendelsen.

Til § 23 a, stk. 1: Afgørelse fra Finanstilsynet inden for 10 børsdage

Bestemmelsen gennemfører Prospektdirektivets art. 13 om fristen for den kompetente myndighed til at behandle en ansøgning om godkendelse af et prospekt. Finanstilsynet giver udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, **meddelelse om sin afgørelse** om prospektets godkendelse inden for 10 børsdage efter modtagelsen af ansøgningen om godkendelse af prospektet, jf. VHL § 23 a, stk. 1.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Fristen forlænges til 20 børsdage, hvis udbud til offentligheden vedrører værdipapirer udstedt af en udsteder, som ikke har værdipapirer optaget til notering eller handel, og som ikke tidligere har udbudt værdipapirer til offentligheden, jf. § 23 a, stk. 2.

Hvis der er rimelig grund til at antage, at de indsendte dokumenter er ufuldstændige, eller at der er behov for yderligere oplysninger, finder fristerne først anvendelse fra den dato, hvor udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, har tilvejebragt sådanne oplysninger, jf. § 23 a, stk. 3.

Hvis dokumenterne er ufuldstændige og godkendelsesfristen af den grund sættes i bero, skal Finanstilsynet give den pågældende meddelelse herom inden for 10 børsdage efter modtagelsen af ansøgningen.

Til § 23 a, stk. 2: Forlængelse af fristen til 20 børsdage

Fristen i VHL § 23a, stk. 1 forlænges til 20 børsdage, hvis udbud til offentligheden vedrører værdipapirer udstedt af en udsteder, som ikke har værdipapirer optaget til notering eller handel, og som ikke tidligere har udbudt værdipapirer til offentligheden, jf. § 23 a, stk. 2.

Hvis der er rimelig grund til at antage, at de indsendte dokumenter er ufuldstændige, eller at der er behov for yderligere oplysninger, finder fristerne først anvendelse fra den dato, hvor udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, har tilvejebragt sådanne oplysninger, jf. § 23 a, stk. 3.

Hvis dokumenterne er ufuldstændige, og godkendelsesfristen af den grund sættes i bero, skal Finanstilsynet give den pågældende meddelelse herom inden for 10 børsdage efter modtagelsen af ansøgningen. Bestemmelsen implementerer Prospektdirektivets art. 13, stk. 3.

Til § 23 a, stk. 3: Ufuldstændige dokumenter: fristen suspenderes

Bestemmelsen implementerer Prospektdirektivets art. 13, stk. 4. Hvis der er rimelig grund til at antage, at de indsendte dokumenter er ufuldstændige, eller at der er behov for yderligere oplysninger, finder fristerne først anvendelse fra den dato, hvor udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, har tilvejebragt sådanne oplysninger, jf. § 23 a, stk. 3. Hvis dokumenterne er ufuldstændige og godkendelsesfristen af den grund sættes i bero, skal Finanstilsynet give den pågældende meddelelse herom inden for 10 børsdage efter modtagelsen af ansøgningen. Der er efter 2.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

pkt. en selvstændig frist for Finanstilsynet til at underrette ansøgeren om de manglende oplysninger.

Til § 23 a, stk. 4: Henvisning af godkendelsen til en myndighed i et andet land

Bestemmelsen implementerer Prospektdirektivets art. 13, stk. 5. Finanstilsynet kan herefter henvise godkendelsen af et prospekt til den kompetente **myndighed i et andet land** inden for EU eller et land, som EU har indgået aftale med på det finansielle område, forudsat at den kompetente myndighed i dette land giver sit tilsagn hertil, jf. VHL § 23 a, stk. 4, der implementerer Prospektdirektivets art. 15, stk. 3, om henvisning af prospektgodkendelse til et andet land indenfor EU.

Bestemmelsen skal ses i sammenhæng med EU-passet som beskrevet nedenfor, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 359. En sådan henvisning skal have en begrundelse, og henvisningen skal meddeles udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, inden for 3 børsdage efter datoen for Finanstilsynets afgørelse om henvisning. Når en prospektgodkendelse henvises til en anden kompetent myndighed, løber fristen for godkendelse af prospektet fra den dato, hvor den kompetente myndighed har truffet beslutning om henvisning, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 360.

Som en nyskabelse er der med Prospektdirektivet indført det såkaldte EU-pas. EU-passet gælder *alene* for udbud af noterede og unoterede værdipapirer med en værdi *over* EUR 2.500.000. EU-passet medfører, at der ikke skal udarbejdes et nyt prospekt ved efterfølgende udbud eller optagelse til notering eller handel i Danmark. Når en udsteder har fået godkendt prospektet i ét EU-land, kan prospektet altså uden videre anvendes i de øvrige EU-lande, idet der ikke stilles krav om godkendelse og udarbejdelse af et nyt prospekt, jf. Prospektbkg. § 30. Det forudsættes dog, at den kompetente myndighed i det land, hvor prospektet er godkendt, giver Finanstilsynet meddelelse om godkendelsen. Endvidere er det en forudsætning, at prospektet fortsat er gyldigt.

For så vidt angår prospekter godkendt i Danmark, skal Finanstilsynet efter anmodning fra udstederen stille et godkendelsescertifikat til rådighed for de værtslande, i hvilke der planlægges et offentligt udbud af værdipapirer eller en optagelse af værdipapirer til notering eller handel, jf. Prospektbkg. § 31. Hvad angår prospekter for udste-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

dere, der har deres vedtægtsmæssige hjemsted i et ikke EU-land, og hvor Danmark er hjemland, fastsætter Prospektbkg. § 32, at Finanstilsynet kan godkende prospektet, såfremt to betingelser er opfyldt: (1) prospektet skal være udarbejdet i overensstemmelse med internationale standarder fastlagt af internationale børstilsynsorganisationer, og (2) oplysningskravene i henhold til det vedtægtsmæssige hjemstedslands lovgivning skal svare til kravene i Prospektdirektivet.

Til § 23 a, stk. 5: Henvisning til Finanstilsynet fra en myndighed i et andet land

Når Finanstilsynet **får henvist en ansøgning om godkendelse af et prospekt fra en kompetent myndighed i et andet land** inden for EU eller et land, som EU har indgået aftale med på det finansielle område, skal Finanstilsynet give udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, meddelelse om sin afgørelse om prospektets godkendelse inden for 10 børsdage efter, at den kompetente myndighed har truffet afgørelse om henvisning af prospektgodkendelsen.

§ 24 **[Intet udbud før godkendelse]** Udbud til offentligheden må ikke finde sted, før prospektet er offentliggjort efter de regler, som er fastsat i medfør af stk. 2.

Stk. 2. Finanstilsynet fastsætter regler om udbudsmateriale og om prospekters offentliggørelse.

Til § 24, stk. 1: Intet udbud før godkendelse

Bestemmelsen blev ændret ved lov 1460 af 22. december 2004 for at tage højde for, at både prospekter for optagelse af værdipapirer til notering eller handel på et reguleret marked og offentlige udbud over EUR 2,5 mio. skal offentliggøres, inden udbud kan finde sted. Udbud til offentligheden **må herefter ikke finde sted, før prospektet er offentliggjort** efter de regler, som er fastsat i medfør af VHL § 24, stk. 2, jf. § 24, stk. 1.

Til § 24, stk. 2: Nærmere regler om udbudsmateriale og offentliggørelse af prospekt

Udbud til offentligheden **må ikke finde sted, før prospektet er offentliggjort** efter de regler, som er fastsat i medfør af VHL § 24, stk. 2, jf. § 24, stk. 1, og kommentaren ovenfor. Finanstilsynet fastsætter

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

som nævnt de nærmere regler om udbudsmateriale og om prospekters offentliggørelse, jf. § 24, stk. 2.

Denne hjemmel er implementeret i Prospektbkg. kapitel 6, § 25. Efter § 25 gælder, at prospektet anses for offentliggjort, når det er gjort tilgængeligt for offentligheden på én af følgende måder:

1. Ved indrykning i et eller flere dagblade, der er landsdækkende eller har stor udbredelse i Danmark, når udbud til offentligheden foretages eller ansøgningen om optagelse til notering eller handel indsendes til en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads i Danmark.
2. I trykt form, der vederlagsfrit stilles til rådighed for offentligheden på kontorerne for det marked, hvor værdipapirerne optages til notering eller handel, såvel som på udstederens vedtægtsmæssige hjemsted og hos de finansielle virksomheder, der placerer eller formidler salg af værdipapirerne.
3. I elektronisk form på udstederens netsted og i givet fald på netsteder.
4. I elektronisk form via informationssystemet på den fondsbørs, den autoriserede markedsplads eller det tilsvarende regulerede marked for værdipapirer, hvor ansøgningen om optagelse til notering eller handel indsendes, der tilhører de finansielle virksomheder, der placerer eller formidler salg af værdipapirerne.

I henhold til Prospektbkg. § 25, stk. 2, er Finanstilsynet forpligtet til løbende at offentliggøre på dets netsted en liste over de prospekter, som er godkendt indenfor de seneste 12 måneder. For prospekter, der omfatter flere særskilte dokumenter, eller hvor oplysningerne er indarbejdet ved henvisning, kan de dokumenter og oplysninger, der udgør prospektet, offentliggøres og udbredes særskilt, såfremt de pågældende dokumenter vederlagsfrit gøres tilgængelige for offentligheden i overensstemmelse med de i stk. 1, nævnte ordninger, jf. § 25, stk. 3, idet bemærkes, at det skal anføres på hvert dokument, hvor de øvrige dokumenter, som udgør prospektet, kan findes. Når prospektet offentliggøres i elektronisk form, skal en investor dog på anmodning kunne få prospektet udleveret vederlagsfrit i papirform fra udstederen, udbyderen, eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, eller de finansielle virksomheder, der placerer eller formidler salg af værdipapirerne, indtil prospektet ikke længere er gyldigt, jf. Prospektbkg. § 25, stk. 4.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Ud fra princippet om, at prospektet skal danne grundlag for en oplyst investeringsbeslutning, knæsætter Prospektbkg. § 26, at enhver væsentlig ny omstændighed, materiel fejl eller ukorrekthed i forbindelse med oplysningerne i prospektet, der kan påvirke vurderingen af værdipapirerne, og som indtræder eller konstateres mellem tidspunktet for godkendelsen af prospektet og den endelige afslutning af udbuddet til offentligheden, eller starten af handlen på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, skal angives i et tillæg til prospektet. Et sådant tillæg skal godkendes indenfor syv børsdage og offentliggøres i overensstemmelse med § 25. Ligeledes gælder efter § 26, stk. 2, at resuméet og de eventuelle oversættelser heraf skal ajourføres for at tage hensyn til de nye oplysninger i tillægget.

For at sætte trumf på prospektet som **fuldstændigt investeringsbeslutningsdokument** bestemmer § 26, stk. 3, at investorer, der har indvilget i at købe eller tegne værdipapirer allerede inden offentliggørelsen af tillægget, har ret til at trække deres accept tilbage i to børsdage efter tillæggets offentliggørelse.

§ 25

[Sletning fra notering] En fondsbørs kan bestemme, at et værdipapir skal slettes fra noteringen på den pågældende fondsbørs, såfremt denne finder, at noteringen ikke længere er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse.

Stk. 2. Mister en udsteder rådigheden over sit bo, slettes dennes værdipapirer fra noteringen.

Stk. 3. Fremsætter en udsteder, hvis værdipapirer er noteret på en fondsbørs, anmodning om sletning fra noteringen, skal anmodningen tages til følge, medmindre fondsbørsen finder, at sletningen ikke er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse.

Stk. 4. En udsteder har ret til at få et værdipapir slettet fra noteringen på en fondsbørs, såfremt værdipapiret i forbindelse hermed optages eller er optaget til notering på en anden fondsbørs.

Stk. 5. Finanstilsynet fastsætter regler om sletning og suspension af værdipapirer fra noteringen.

Til § 25, stk. 1: Sletning fra notering efter fondsbørsens initiativ

Bestemmelsen er flyttet fra den oprindelige § 26 ved lov 427 af 6. juni 2002, der udover at videreføre fondsbørslovens § 18, tillige implemen-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

terede direktiv 2001/34/EF's (»NOD direktivet«) art. 18, der kræver, at særlige omstændigheder fordrer, at det normale og regelmæssige marked for værdipapiret efter Københavns Fondsbørs' overbevisning ikke kan opretholdes, for at der kan blive tale om sletning, jf. *Jesper Lau Hansen*, Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, 2. udg., s. 108. Skønnet er herefter begrænset af, at noteringen ikke længere er i de anførte aktørers interesse. Københavns Fondsbørs forudsættes altid at indhente investorernes stillingtagen, før beslutning om sletning træffes, jf. *FT 1995-96*, *till. A*, s. 1991.

Angivelsen af aktører modsvarer VHL § 22, stk. 3, om afslag, bortset fra at »låntagere« ikke er nævnt, hvilket ifølge Jesper Lau Hansen formentligt skyldes en forglemmelse, jf. *Jesper Lau Hansen:* Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, 2. udg., s. 109.

Finanstilsynet har udstedt bkg. 331 af 23. april 1996 vedrørende betingelser for notering (Betingelsesbekendtgørelsen), som ændret ved bkg. 124 af 28. februar 2005 samt tilknyttede skemaer.

I *Fondsbørsens A&U 2005 nr. 3.2* ønskede et selskab at opretholde børsnoteringen efter iværksættelse af tvangsindløsning. Årsagen hertil var, at selskabets hovedaktionær ønskede at drøfte mulighederne for fremtidigt at anvende børsnoteringen til andre aktiviteter end de nuværende, og at tidshorisonten for disse drøftelser vurderedes at være på op til 6 måneder. Fondsbørsen fandt, at et selskab ikke kan opretholde børsnoteringen, når selskabet kun har én aktionær, således som en tvangsindløsning ville medføre, og besluttede at slette selskabet fra noteringen, jf. betingelsesbkg. §§ 28 og 30.

Denne afgørelse forekommer overraskende streng. Fondsbørsen kunne med fordel have tilladt en midlertidig opretholdelse af børsnoteringen og herefter eventuelt stillet krav om offentliggørelse af et prospekt som forudsætning for en fortsat notering, efter at selskabet med nye aktiviteter mv. havde skiftet identitet, jf. hermed muligheden i betingelsesbkg. § 30, stk. 6, jf. *Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff* i UfR 2006 B, s. 110.

Til § 25, stk.2: Insolvent udsteder

Det er en betingelse for sletning i medfør af stk. 2, at der foreligger en endelig, upåanket kendelse om konkursdekretets afsigelse. Inden en sådan afgørelse foreligger, må handelen suspenderes, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1993, sp. 2.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Der må ikke ske offentligt udbud, hverken med henblik på tegning eller køb, før prospektet er både godkendt og offentliggjort, jf. VHL § 25, stk. 2. Der er herved tale om den direktivstyrede forskrift om forudgående godkendelse af prospektet.

Det var før den 1. oktober 2002 den pågældende fondsbørs – Københavns Fondsbørs – der både tog beslutning om optagelse til notering af et værdipapir og ligeledes godkendte det prospekt, der skulle vedlægges ansøgningen. Det er imidlertid nu **Finanstilsynet**, der har beføjelsen til at godkende prospekter, mens det fortsat er en fondsbørs, der efter ansøgning træffer beslutning om et værdipapirs optagelse til notering.

Til § 25, stk. 3: Sletning efter udstederens initiativ

Disse bemærkninger virker principielt også den modsatte vej, dvs. ved selskabets ønske om **afnotering**. Udgangspunktet er her børsretligt, at selskabets anmodning om afnotering tages til følge, jf. hovedreglen i VHL § 25, stk. 3. Men Fondsbørsen kan afslå anmodningen, hvis den »finder, at sletningen ikke er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse«. Der skal herved anlægges betragtninger, som i nogen grad er parallelle med principperne bag de selskabsretlige generalklausuler i AL §§ 63, stk. 1, og 80, dvs. om ønsket om afnotering ikke er sagligt begrundet i selskabets interesse, men tjener særinteresser, fx enkelte aktionærers.

Hvis afnoteringen står i forbindelse med en notering på en anden fondsbørs, gælder denne undtagelse dog ikke, jf. VHL § 25, stk. 4.

Dels fordi beslutningen om at søge afnotering kan få vidtrækkende konsekvenser for likviditeten i og værdien af aktien, dels fordi der normalt vil skulle foretages tilpasning af selskabets vedtægter, vil en beslutning om afnotering derfor i praksis være et generalforsamlingsanliggende.

I *A&U 2005 nr. 3.2* ønskede et selskab at blive afnoteret. Tre hovedaktionærer besad tilsammen 98,83 % af den samlede aktiekapital, og en aktionæroverenskomst mellem dem bestemte, at de ikke måtte afsætte deres aktier uden for hovedaktionærkredsen. En af hovedaktionærerne tilbød at opkøbe den resterende minoritet. Fondsbørsen imødekom ønsket om afnotering, men betingede sig, at selskabet offentliggjorde en fondsbørsmeddelelse, der informerede markedet om afnoteringen, herunder om, hvordan selskabets aktionærer ville være stillet efter en afnotering, og om muligheden for at afhænde

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

deres aktier i selskabet til markedskurs frem til en afnotering. Denne afgørelse er helt i overensstemmelse med praksis, jf. *Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff* i UfR 2006 B, s. 110 ff.

Fondsbørsen kan opstille sagligt begrundede betingelser for at efterkomme selskabets ønske om afnotering. Hvis ikke én enkelt aktionær ejer mere end 90 % af stemmer og kapital, har minoritetsaktionærer ikke noget retskrav på at blive indløst efter Aktieselskabslovens § 20. Det vil da være en relevant betingelse for afnoteringen at kræve, at der gives indløsningstilbud efter reglerne i VHL § 31, jf. *A&U* 2003, *nr. 3.3*, der opstiller et sådant krav, og som i øvrigt lægger vægt på den meget store tilslutning, den pågældende afnotering opnåede på selskabets generalforsamling.

I *Afgørelser og udtalelser* 2003, *nr. 3.2*, har Fondsbørsen beskrevet sin afnoteringspraksis nærmere. Hvis der ikke er en 100 % ejerkoncentration, og der ikke har været givet indløsningstilbud, vil Fondsbørsen normalt anmode selskabet om at tage spørgsmålet op på en generalforsamling, og referatet herfra vil derefter indgå i Fondsbørsens overvejelser. Generalforsamlingens beslutning er dog ikke i sig selv nok til, at afnoteringsønsket imødekommes. Det mest probate middel til beskyttelse af minoritetsaktionærerne er at kræve indløsning efter regler svarende til VHL § 31, jf. *Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff* i UfR 2004 B, s. 44 f.

Til § 25, stk. 4: Sletning pga. notering på anden børs

Hvis afnoteringen står i forbindelse med en notering på en anden fondsbørs, gælder undtagelse i stk. 3 dog ikke, jf. VHL § 25, stk. 4. Dels fordi beslutningen om at søge afnotering kan få vidtrækkende konsekvenser for likviditeten i og værdien af aktien, dels fordi der normalt vil skulle foretages tilpasning af selskabets vedtægter, vil en beslutning om afnotering derfor i praksis være et generalforsamlingsanliggende.

Hvis udstederen derimod er optaget til handel på en autoriseret markedsplads, kan bestemmelsen ikke anvendes, men ansøgning efter stk. 3 bør som udgangspunkt imødekommes, jf. *Jesper Lau Hansen*, Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, 2. udg., s. 112.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 25, stk. 5: Finanstilsynets kompetence til at fastsætte nærmere regler om sletning og suspension

Fondsrådet (nu Finanstilsynet) har udnyttet sin hjemmel efter den tidligere § 26, stk. 5 til udstedelse af bkg. 331 af 23. april 1996 som beskedent ændret ved bkg. 124 af 28. februar 2005.

Hjemmelen til suspension følger af NOD direktivets art. 18, stk. 1, hvorefter der skal kunne ske midlertidig suspension af et værdipapir, når hensyn til markedets funktion og beskyttelsen af investorerne tilsiger det. Alternativet til suspension er observation.

§ 26 a **[Kompetencen når en fondsbørs, AMP mv. selv vil børsnoteres]** De beføjelser, der er tillagt en fondsbørs efter bestemmelserne i §§ 21, 22 og 25, udøves af Finanstilsynet, når en dansk eller udenlandsk fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked eller en alternativ markedsplads ansøger om optagelse til notering af sine værdipapirer på en fondsbørs.

Til § 26 a: Kompetencen, når en fondsbørs, AMP mv. selv vil børsnoteres

I ét ganske bestemt tilfælde overtager Finanstilsynet reelt alle den pågældende fondsbørs' kompetencer i forbindelse med optagelse til notering, nemlig **når det er fondsbørsen selv, der vil børsnoteres**. Dette spørgsmål reguleres nærmere i VHL § 26 a, hvorefter de beføjelser, der er tillagt en fondsbørs efter bestemmelserne i §§ 21, 22 og 25, udøves af Finanstilsynet, når en dansk eller udenlandsk fondsbørs ansøger om optagelse til notering af sine værdipapirer på en fondsbørs. Tilsvarende gælder, når en dansk eller udenlandsk autoriseret markedsplads ansøger om optagelse til notering af sine værdipapirer på en fondsbørs.

Af motiverne hertil fremgår det, det er et led i den internationale udvikling, at flere fondsbørser lader deres aktier optage til notering. I tilfælde af, at fx Københavns Fondsbørs A/S ønsker sine aktier optaget til notering på Københavns Fondsbørs A/S, skal det sikres, at det er en anden instans end Fondsbørsen selv, der træffer beslutning om optagelsen under iagttagelse af bestemmelserne i VHL kapitel 6. Finanstilsynet er derfor tillagt denne kompetence, da bestemmelserne i kapitel 6 i forvejen hører under Finanstilsynets kompetenceområde. Som en konsekvens heraf er Finanstilsynet også tillagt beføjelsen i VHL §

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

25 til at suspendere eller slette et værdipapir fra notering, når udstederen er en fondsbørs. Tilsvarende gælder, såfremt en dansk eller udenlandsk autoriseret markedsplads ansøger om optagelse til notering af sine værdipapirer på en dansk fondsbørs.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 7

Oplysningsforpligtelser

§ 27 **[Selskabets løbende oplysningspligt].** En udsteder af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, eller for hvilke der er indgivet anmodning om optagelse til notering eller handel på sådanne markeder, skal hurtigst muligt offentliggøre intern viden, jf. § 34, stk. 2, såfremt denne viden direkte vedrører udstederens virksomhed. Udstederen er forpligtet til at offentliggøre sådan viden umiddelbart efter, at de pågældende forhold foreligger, eller den pågældende begivenhed er indtrådt, selv om forholdet eller begivenheden endnu ikke er formaliseret. Betydelige ændringer i allerede offentliggjort intern viden skal offentliggøres umiddelbart efter, at disse ændringer er indtrådt, og gennem den samme kanal, som blev anvendt ved offentliggørelsen af den oprindelige information.

Stk. 2. Intern viden, som en udsteder som nævnt i stk. 1 eller en person, der handler på dennes vegne eller for dennes regning, videregiver til tredjemand som et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktion, jf. § 36, skal af udstederen offentliggøres i sin helhed samtidig med videregivelsen til tredjemand. Hvis udstederen ikke på tidspunktet for videregivelsen er bevidst om, at der er sket videregivelse, skal offentliggørelse ske straks efter, at udstederen får viden eller burde have fået viden om, at videregivelse af intern viden er sket. 1. og 2. pkt. finder ikke anvendelse, hvis den tredjemand, der modtager den interne viden, er pålagt tavshedspligt i henhold til lov, administrativ bestemmelse, vedtægt eller kontrakt, eller såfremt det ved videregivelsen sikres, at den modtagende tredjemand er bekendt med, at oplysningerne er intern viden, og med, at vedkommende som følge heraf er underlagt forbuddet mod videregivelse af intern viden, jf. § 36.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 3. En udsteder er alene forpligtet til at offentliggøre intern viden i henhold til stk. 1 og 2 i forhold til en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, hvor udstederen har anmodet om eller fået godkendt en optagelse af værdipapirer til notering eller handel.

Stk. 4. En udsteder skal sikre, at offentliggørelsen af intern viden sker på en sådan måde, at offentligheden hurtigt kan få adgang til denne viden, og at de offentliggjorte oplysninger er tilstrækkelige til, at der kan foretages en fuldstændig, korrekt og rettidig vurdering af den interne viden. Udstederen må ikke på vildledende måde kombinere offentliggørelse af intern viden med markedsføringsvirksomhed. En udsteder skal så vidt muligt sikre, at offentliggørelse sker samtidig over for alle kategorier af investorer i alle lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, hvor udstederen har anmodet om eller har fået godkendt en optagelse af værdipapirer til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked.

Stk. 5. En udsteder af værdipapirer som nævnt i stk. 1 skal uden ugrundet ophold og i et passende tidsrum efter, at offentliggørelse af intern viden er sket i henhold til stk. 1 eller 2, lade al sådan viden figurere på sin hjemmeside.

Stk. 6. En udsteder kan på eget ansvar udsætte offentliggørelsen af intern viden i henhold til stk. 1 for ikke at skade sine berettigede interesser, forudsat at dette ikke vil kunne vildlede offentligheden og udstederen kan sikre, at denne viden behandles fortroligt. Berettigede interesser efter 1. pkt. kan især vedrøre:

1. Igangværende forhandlinger eller tilsvarende forhold, hvor offentliggørelse vil kunne påvirke disse forhandlingers udfald eller normale forløb. Hvis udstederens finansielle levedygtighed er i alvorlig og overhængende fare, uden at der dog er indgivet begæring om konkurs eller om åbning af tvangsakkord, kan offentliggørelsen af intern viden alene udsættes i en begrænset periode, og kun såfremt en sådan offentliggørelse vil medføre alvorlig skade for de eksisterende og potentielle aktionærers interesser ved at underminere afslutningen af bestemte forhandlinger, der har til formål at sikre udstederens rentabilitet på lang sigt.
2. Beslutninger eller kontrakter, der er truffet eller indgået af en udsteders ledelse, hvor det er nødvendigt med godken-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

delse fra et andet selskabsorgan hos udstederen, for at beslutningen eller kontrakten kan få virkning. 1. pkt. finder alene anvendelse, hvis offentliggørelse af den trufne beslutning eller indgåelsen af kontrakten, forinden godkendelsen foreligger, vil medføre risiko for, at investorerne ikke foretager en korrekt vurdering af den offentliggjorte information

Stk. 7. En udsteder af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller handles på en autoriseret markedsplads, skal periodevis offentliggøre regnskabsmæssige oplysninger, jf. § 30, stk. 1.

Stk. 8. En udsteder anses for at have opfyldt sine forpligtelser i henhold til stk. 1, 2 og 7, når meddelelsen er kommet frem til den fondsbørs, den autoriserede markedsplads eller det tilsvarende regulerede marked, hvorpå udstederens værdipapirer er optaget til notering eller handel.

Til § 27, stk. 1: Den løbende oplysningspligt

VHL § 27 regulerer noterede selskabers løbende oplysningspligt og implementerer Markedsmisbrugsdirektivet og dettes gennemførelsesdirektiv om offentliggørelse af intern viden m.v. (2003/124/EF).

VHL § 27, stk. 1, fastlægger dels de omfattede selskaber og dels pligten til at offentliggøre intern viden hurtigst muligt.

Oplysningspligten omfatter selskaber med værdipapirer, der (i) er anmodet om optaget, eller (ii) er optaget til notering eller handel på (a) en fondsbørs, (b) en autoriseret markedsplads, eller (c) et tilsvarende reguleret marked inden for EU.

Ifølge VHL § 27, stk. 1, 1. pkt., skal udstederen »hurtigst muligt offentliggøre intern viden, jf. § 34, stk. 2, såfremt denne viden direkte vedrører udstederens virksomhed«.

Det er væsentligt, at oplysningspligten udelukkende omfatter den interne viden, der »*direkte* vedrører udstederens virksomhed«, jf. VHL § 27, stk. 1, 1. pkt. Herved præciseres, at udstederen fortsat kun er forpligtet til at oplyse om forhold, der hidrører fra selskabet selv og som selskabet derved har mulighed for at kontrollere.

Følgende oplysninger vil normalt anses som intern viden om selskabet, der er omfattet af den løbende oplysningspligt:

- Større udvidelse, ændring eller indskrænkning af selskabets aktiviteter.
- Køb eller salg af større anlægsaktiver, herunder fast ejendom.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

- Konjunkturudsving af særlig betydning for selskabet.
- Betydelig gevinst/tab på enkelte dispositioner.
- Større investeringer.
- Væsentlige forskningsresultater.
- Væsentlige nye produkter.
- Større nye markeder eller bortfald af samme.
- Indgåelse eller opsigelse/ophævelse af større samarbejdsaftaler eller kontrakter.
- Retstvister anlagt af eller mod selskabet eller dets koncernforbundne selskaber, hvis udfaldet heraf skønnes at kunne få væsentlig betydning for selskabet.
- Likvidation, betalingsstandsning, konkursbegæring mv.
- Forslag om fusion.
- Væsentlige forslag til vedtægtsændringer.
- Overdragelse af en majoritetspost i selskabet som bestyrelsen eller ledelsen er inddraget i eller har kendskab til.
- Delresultater og –balancer, herunder kvartalsrapporter.
- Årsregnskabsmeddelelser.
- Budgetter.

Selskabet er forpligtet til at offentliggøre den pågældende viden, så snart selskabet burde vide, at der er tale om intern viden. I den sammenhæng indikerer »hurtigst muligt«, at der ikke må gå et længere tidsrum end nødvendigt mellem den begivenhed, der udløser oplysningspligten, og til selve offentliggørelsen heraf. I dette tidsrum skal udstederen foretage en rettidig og forsvarlig vurdering af, om det konkrete forhold udgør en oplysningspligtig intern viden. Længden af denne periode må bero på en konkret vurdering af det enkelte tilfælde, jf. *FT 2004-05*, *till. A*, s. 361.

VHL § 27, stk. 1, 2. pkt., indeholder den såkaldte *realitetsgrundsætning*. Ifølge bestemmelsen skal offentliggørelse ske »umiddelbart efter, at de pågældende forhold foreligger, eller den pågældende begivenhed er indtrådt, selvom forholdet eller begivenheden endnu ikke er formaliseret«. Herefter kan offentliggørelse ikke udsættes med henvisning til, at den endelige underskrivelse af en kontrakt eller godkendelse af en beslutning endnu ikke er sket, såfremt dette blot er en formalitetssag, jf. bl.a. også Københavns Fondsbørs' Afgørelser & Udtalelser 2004.1.1. Dette vil være tilfældet, såfremt der reelt ikke er tvivl om, at den endelige beslutning vil blive truffet, eller at kontrak-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

tunderskrivelsen vil finde sted, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 361. Bestemmelsen har nær sammenhæng med den særlige udsættelsesadgang, der hjemles i VHL § 27, stk. 6.

Foruden den almindelige formulering af oplysningspligten i VHL § 27, stk. 1, 1. pkt., indeholder bestemmelsens 3. pkt. en *korrektionspligt*, der omfatter betydelige ændringer i den interne viden, der allerede er offentliggjort af udstederen. I den sammenhæng skal det understreges, at korrektionspligten ikke gælder i forhold til historier eller rygter, der cirkulerer i markedet eller er omtalt i pressen, jf. *FT 2004-05*, *till. A*, s. 362.

Korrektionspligten medfører ikke nogen udvidelse af området for oplysningspligten efter VHL § 27, stk. 1, 1. pkt. Hvorvidt der er tale om en »betydelig ændring«, skal derfor vurderes i overensstemmelse med definitionen af intern viden i VHL § 34, stk. 2.

Derimod indeholder korrektionspligten en skærpet vurdering i tidsmæssig forstand. Ifølge bestemmelsen opstår korrektionspligten »umiddelbart efter«, at ændringerne er indtrådt. Det betyder, at oplysningspligten indtræder, så snart det burde stå udsteder klart, at der er tale om en betydelig ændring, og dette uanset om der endnu består en vis usikkerhed om det præcise indhold af ændringen, jf. *FT 2004-05*, *till. A*, s. 362. Dette indebærer en vis skærpelse i forhold til den almindelige oplysningspligt, hvorefter udstederen skal oplyse værdipapirmarkedet »hurtigst muligt«. Såfremt udstederen har berettigede hensyn til at udsætte den korrigerende meddelelse, kan dette dog ske med hjemmel i udsættelsesadgangen i VHL § 27, stk. 6.

Korrektionspligten betyder tillige, at udstederen forpligtes til at offentliggøre ændringerne »gennem den samme kanal, som blev anvendt ved offentliggørelsen af den oprindelige information«. Herved ønsker lovgiver at sikre, at investorer, der disponerer i tillid til allerede offentliggjorte oplysninger, kan få oplysning om eventuelle ændringer gennem de samme kanaler, som er blevet benyttet ved offentliggørelsen af den oprindelige interne viden, jf. *FT 2004-05*, *till. A*, s. 362.

Der er hidtil kun afsagt én dom for overtrædelse af oplysningspligten i VHL § 27:

Crisplant-dommen (utrykt dom fra Retten i Århus af 21. december 1999). Crisplant Industries straffedes med bøde på kr. 100.000 og direktør med bøde på kr. 25.000 og hæfte i 10 dage for overtrædelse af VHL § 27 ved (i) i tiden mellem 22. august 1996 og 20. september

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

1996 at have undladt at give oplysninger til Københavns Fondsbørs om væsentlige forhold vedrørende Crisplant Industries´ (herefter Selskabet's) økonomiske situation, der var af betydning for kursdannelsen på selskabets aktier, uanset at selskabets bestyrelse den 22. august 1996 traf beslutning om at give Fondsbørsen meddelelse herom, og ved (ii) den 20. september 1996 at have givet oplysninger til Fondsbørsen om Selskabets økonomiske situation, der var misvisende, idet oplysningerne i væsentlig grad afveg fra de oplysninger, der var tilgængelige for selskabets ledelse.

Til § 27, stk. 2: Forbud mod selektiv videregivelse

VHL § 27, stk. 2, 1. pkt., indeholder forbuddet mod udstederens selektive videregivelse af intern viden. Dette er i overensstemmelse med det generelle videregivelsesforbud i VHL § 36, stk. 1. Hovedreglen er, at såfremt udstederen ønsker at videregive en intern viden til en bestemt person eller personkreds, så skal der samtidig ske en generel offentliggørelse til hele værdipapirmarkedet via Københavns Fondsbørs/Dansk AMP. Det samme gælder, hvis den interne viden videregives af en person, der handler på udstederens vegne eller for udstederens regning. Bestemmelsen forbyder blandt andet selektiv videregivelse til finansanalytikere, erhvervsjournalister eller i forbindelse med investormøder, »road shows« osv.

Samtidighedskravet modificeres dog, såfremt udstederen ikke ved eller burde vide, at der er sket en selektiv videregivelse, jf. VHL § 27, stk. 2, 2. pkt. I så fald indtræder oplysningspligten »straks efter«, at udstederen opnår faktisk viden eller burde have viden om den skete videregivelse.

Hovedreglen udtrykker i realiteten ikke andet end, hvad der allerede følger af videregivelsesforbuddet i VHL § 36, stk. 1. Det primære formål er da også, at etablere den nødvendige referenceramme for udstederens særlige undtagelse herfra i VHL § 27, stk. 2, 3. pkt., jf. herom umiddelbart nedenfor. Det betyder, at såfremt udstederen foretager en ulovlig selektiv videregivelse, vil den rette strafhjemmel være VHL § 36, stk. 1, og ikke § 27, stk. 1.

VHL § 27, stk. 2, 3. pkt., indeholder en undtagelse fra forbuddet mod selektiv videregivelse. Bestemmelsens indhold er, at udstederen eller en person, der handler på dennes vegne eller for dennes regning, lovligt kan foretage en selektiv videregivelse såfremt:

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

- Videregivelsen er et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktion, jf. VHL § 36, stk. 1, og
- modtageren er underlagt tavshedspligt eller er gjort bekendt med, at der er tale om intern viden, der er omfattet af videregivelsesforbuddet i lov om værdipapirhandel.

Efter den *første pind* vil udstederen normalt kunne foretage en selektiv videregivelse til sine revisorer, advokater og andre rådgivere. Efter omstændighederne vil videregivelse tillige kunne ske til udstederens bankforbindelse, til potentielle købere af virksomheden og deres rådgivere, til trykkerier osv. Afgørende er i den sammenhæng om selskabet har et konkret og legitimt behov for videregivelsen, jf. nærmere herom under kommentarerne til § 36, stk. 1.

Den *anden pind* indeholder kravet om modtagerens tavshedspligt eller informering om den pågældende videns karakter. Selskabet skal sikre sig, at modtageren er underlagt tavshedspligt eller er gjort bekendt med den pågældende videns interne karakter og forbuddet mod videregivelse. Baggrunden for dette krav er, at der selv ved berettiget videregivelse af intern viden efter VHL § 36, stk. 1 vil være en øget risiko for, at oplysningerne spredes videre af den modtagende part, hvilket igen kan danne grundlag for insiderhandel. Kravet har derfor til formål at sikre, at den interne viden spredes mindst muligt, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 363.

Til § 27, stk. 3: Ikke oplysningspligt ved »unsponsered listings«

VHL § 27, stk. 3, er en implementering af Markedsmisbrugsdirektivets art. 9, 3. afsnit. Bestemmelsen præciserer, at en udsteder ikke er underlagt nogen oplysningspligt, såfremt optagelsen af værdipapiret til notering eller handel på et reguleret marked er foranlediget af en udenforstående tredjemand, uden at udstederen har medvirket hertil, en såkaldt »unsponsored listing«, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 363.

Til § 27, stk. 4: Kvalitative krav til offentliggørelsen

VHL § 27, stk. 4, er en implementering af art. 2, nr. 1 og 4, i gennemførelsesdirektivet om offentliggørelse af intern viden m.v. (2003/124/EF). Bestemmelsen fastlægger visse kvalitative krav til indholdet af den offentliggjorte information.

Formålet er at sikre, at den offentliggjorte information er af en sådan kvalitet, at den umiddelbart kan danne basis for investorernes

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

vurdering af de omhandlede forhold. Bestemmelsen indeholder følgende fire krav til selskabet:

- Offentliggørelsen skal ske på en sådan måde, at offentligheden hurtigt kan få adgang til den pågældende viden,
- de offentliggjorte oplysninger skal være tilstrækkelige til, at der kan foretages en fuldstændig, korrekt og rettidig vurdering af den pågældende viden,
- offentliggørelsen må ikke på vildledende måde kombineres med markedsføringsvirksomhed, og
- der skal så vidt muligt ske samtidig offentliggørelse overfor alle kategorier af investorer og i alle lande, hvor det pågældende værdipapir er optaget til notering eller handel.

Til § 27, stk. 5: Offentliggørelse på selskabets hjemmeside

VHL § 27, stk. 5, er en implementering af Markedsmisbrugsdirektivets art. 6, nr. 1, afsnit 2.

Bestemmelsen fastlægger, at selskabet, foruden offentliggørelsen til Københavns Fondsbørs/Dansk AMP, tillige skal offentliggøre den interne viden på sin hjemmeside. Pligten gælder dog udelukkende for de udstedere, der har en hjemmeside i forvejen, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 364.

Såfremt udstederen har en hjemmeside, skal al information, der har været genstand for offentliggørelse i henhold til VHL §§ 27, stk. 1 eller 2, figurere herpå.

Den offentliggjorte information skal gøres tilgængelig på hjemmesiden »uden ugrundet ophold« efter, at oplysningen er kommet frem til Københavns Fondsbørs/Dansk AMP.

Oplysningerne skal være tilgængelige på udstederens hjemmeside i et »passende tidsrum« efter offentliggørelsen. Hvad der nærmere ligger heri må afgøres konkret indeholdende en vurdering af, hvorvidt oplysningerne er af betydning for investorerne, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 364. Som pejlemærke kan dog formentligt opstilles den hovedregel, at en periode på 1-2 år normalt vil være tilstrækkelig.

Til § 27, stk. 6: Udsættelsesadgang

VHL § 27, stk. 6, indeholder en adgang for selskabet til – under visse omstændigheder – at udsætte offentliggørelsen af intern viden. Udsættelsesadgangen gælder alene i forhold til oplysningspligten i § 27, stk. 1 (dvs. ikke for oplysningspligten efter § 27, stk. 2).

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Udsættelsesadgangen betyder, at selskabet, *på eget ansvar*, kan udsætte offentliggørelsen af intern viden for ikke at skade sine berettigede interesser. Denne ret har selskabet dog kun, såfremt udsættelsen ikke vil kunne vildlede offentligheden, og selskabet sikrer fortrolighed om den pågældende viden.

Såfremt det efterfølgende viser sig, at der ikke forelå et tilstrækkeligt grundlag for at udsætte offentliggørelsen, vil selskabet kunne ifalde et bødeansvar, jf. VHL § 93, stk. 1, og efter omstændighederne tillige et erstatningsansvar over for andre investorer, såfremt de almindelige erstatningsretlige betingelser herfor er opfyldte, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 364.

I henhold til VHL § 27, stk. 6, skal udstederens vurdering altid indeholde en kvalificeret afklaring og afvejning af følgende spørgsmål:

1. Er der tale om berettigede interesser?
2. Kan udsættelsen vildlede offentligheden?
3. Hvordan sikres der fortrolighed om den interne viden?

Ad (i) Er der tale om berettigede interesser?

For at kunne benytte sig af udsættelsesadgangen skal selskabet for det første kunne sandsynliggøre, at offentliggørelsen vil kunne medføre skade på udstederens *berettigede interesser*. Med formuleringen »berettigede« interesser signaleres, at det ikke er enhver udstederinteresse, der kan anses for berettiget. I den sammenhæng må udstederens udsættelsesinteresse afvejes over for hensynet til, at investorerne på værdipapirmarkedet sikres et tilstrækkeligt oplysningsgrundlag for deres investeringsbeslutninger, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 365. Enhver udsættelse har jo som konsekvens, at prisdannelsen på det pågældende værdipapir sker på et ufuldstændigt grundlag. Der kan ikke angives nogen udtømmende liste over de typer af berettigede interesser, der vil kunne begrunde en konkret udsættelse. Efter VHL § 27, stk. 6, vil berettigede interesser dog især være:

- Igangværende forhandlinger eller tilsvarende forhold, hvor en offentliggørelse vil kunne påvirke udfaldet eller det normale forløb,
- rekonstruktionsforhandlinger, hvor udstederens finansielle levedygtighed er i alvorlig og overhængende fare, uden at der dog er indgivet begæring om konkurs eller tvangsakkord,
- hvis beslutninger/kontrakter er truffet/indgået af selskabets ledelse, men kræver godkendelse fra et andet selskabsorgan for at få virkning.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Såfremt selskabet når frem til, at der er tale om berettigede interesser, er det vigtigt at være opmærksom på, at udsættelsen kun er berettiget, så længe den tillige er *nødvendig*. Det betyder, at en udsteder ikke kan opretholde udsættelsen i længere tid, end hvad der er nødvendigt for at beskytte de påberåbte interesser. Udstederen må derfor løbende foretage en vurdering af, hvorvidt udsættelsen *fortsat* er berettiget, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 365.

Ad (ii) Kan udsættelsen vildlede offentligheden?

Den anden vurdering som selskabet må gøre sig er, om udsættelsen vil kunne *vildlede offentligheden*. I så fald kan udstederen ikke udsætte offentliggørelsen af den interne viden. Vurderingen sigter primært til den situation, hvor den interne viden har betydning for eller knytter sig til oplysninger, som udstederen tidligere har offentliggjort til værdpapirmarkedet. Såfremt de faktiske forhold herom efterfølgende ændrer sig, og de afgivne oplysninger derved giver et forkert billede af den reelle situation, vil udstederen efter omstændighederne have pligt til at offentliggøre den interne viden for at korrigere markedets fejlopfattelse, jf. også korrektionspligten i VHL § 27, stk. 1, 3. pkt.

Ad (iii) Hvordan sikres der fortrolighed om den interne viden?

Den tredje vurdering, som selskabet skal gøre sig i forbindelse med udsættelsen, vedrører opretholdelsen af *fortrolighed* om den interne viden. I praksis vil dette bl.a. ske via udstederens håndhævelse af det lovpligtige interne regelsæt om håndteringen af intern viden, hvorefter udstederen skal sikre, at intern viden ikke er tilgængelig for andre end dem, der har behov herfor, jf. VHL § 37, stk. 2 og 3, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 365.

Til § 27, stk. 7: Pligt til at offentliggøre halvårsrapporter

VHL § 27, stk. 7 fastlægger en pligt til at offentliggøre halvårsrapport for selskaber med værdipapirer på Københavns Fondsbørs/Dansk AMP.

Bestemmelsen er en konsekvens af lov 491 af 9. juni 2004, hvorefter der pr. 1. januar 2005 blev etableret en regnskabskontrol for selskaber med værdipapirer på Københavns Fondsbørs/Dansk AMP, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 366. Som et led i denne regnskabskontrol indeholder årsregnskabsloven hjemmel for Erhvervs- og Selskabssty-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

relsen til at fastsætte regler om indsendelse og offentliggørelse af halvårsrapporter.

Til § 27, stk. 8: Tidspunktet for opfyldelse af selskabets oplysningsforpligtelse

Selskabet anses for at have opfyldt sine forpligtelser til offentliggørelse efter VHL § 27, *når meddelelsen er kommet frem* til den fondsbørs, den autoriserede markedsplads eller det tilsvarende regulerede marked, hvorpå udstederens værdipapirer er optaget til notering eller handel, jf. VHL § 27, stk. 8.

Selskabet skal være opmærksom på, at uanset *meddelelsen er kommet frem*, vil selskabet fortsat være insider og dermed omfattet af værdipapirhandelslovens forbud mod insiderhandel og videregivelse af intern viden (§§ 35 og 36) *indtil meddelelsen er videresendt* fra Københavns Fondsbørs/Dansk AMP, jf. definitionen af intern viden i VHL § 34, stk. 2. Se tillige *FT 2004-05, till. A*, s. 366.

Oplysningerne sendtes tidligere til Fondsbørsen via telefax, medmindre andet aftaltes (i undtagelsestilfælde dog pr. bud), men nu anvender man systemet *StockWise*, dvs. et særligt e-mailsystem, der muliggør indsendelse i pdf-format via internettet. Fondsbørsen videredistribuerer herefter meddelelserne i dette format til sine informationsbrugere.

De noterede selskaber har hos Fondsbørsen kunnet få en startpakke med brugervejledning og kan foretage indberetning via Internet straks efter, at startpakken er installeret, jf. *Månedsrapport* september 2000, pkt. 1.5.

Oplysninger fra et børsselskab *skal* nu som hovedregel meddeles Fondsbørsen via StockWise. I særlige undtagelsestilfælde kan det dog aftales, at oplysninger meddeles på anden vis, fx via telefax. Hvis oplysninger ikke sendes via StockWise, kræves der normalt en forudgående aftale herom med Fondsbørsen. I særlige tilfælde vil en meddelelse kunne overbringes Fondsbørsen pr. bud, ligeledes efter forudgående aftale.

§ 27 a **[Årligt oplysningsdokument].** Udstedere, hvis værdipapirer er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, skal mindst én gang årligt udarbejde og offentliggøre et dokument, der indeholder eller henviser til alle de oplysninger,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

som udstederen gennem de seneste 12 måneder har offentliggjort eller stillet til rådighed for offentligheden i overensstemmelse med sine forpligtelser i henhold til denne lov, aktieselskabsloven, årsregnskabsloven og Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1606/2002 af 19. juli 2002 om anvendelse af internationale regnskabsstandarder.

Stk. 2. Dokumentet indsendes til Finanstilsynet efter offentliggørelse af årsregnskabet. Henviser dokumentet til oplysninger, skal det anføres, hvor disse oplysninger kan indhentes.

Stk. 3. Forpligtelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på udstedere af værdipapirer, der ikke er kapitalandele, jf. § 2 a, stk. 2, hvis pålydende pr. enhed er mindst 50.000 euro.

Til § 27 a stk. 1: Forpligtelse til at offentliggøre et årligt oplysningsdokument

VHL § 27 indeholder en særlig årlig oplysningspligt og implementerer Prospektdirektivets (2003/71/EF) art. 10.

Ifølge § 27 a, stk. 1 skal selskaberne mindst én gang årligt udarbejde og offentliggøre et dokument, der indeholder eller henviser til alle oplysninger, som udstederen gennem de seneste 12 måneder har offentliggjort eller stillet til rådighed for offentligheden efter:

- Værdipapirhandelsloven.
- Aktieselskabsloven.
- Årsregnskabsloven.
- Forordningen om anvendelse af de internationale regnskabsstandarder (Forordning nr. 1606 af 19. juli 2002).

Formålet med § 27 a-dokumentet er, at investorerne regelmæssigt får adgang til en samlet oversigt over de af udstederen offentliggjorte oplysninger.

Det er kun oplysninger om selskabet, der skal medtages. Det betyder f.eks., at flagningerne af de ledende medarbejderes handler (insiderregistret) efter VHL § 28 a ikke er omfattet, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 367.

Til § 27 a, stk. 2: Indsendelse til Finanstilsynet

§ 27 a-dokumentet skal indsendes til Københavns Fondsbørs/Dansk AMP efter offentliggørelsen af årsregnskabet. Såfremt dokumentet henviser til oplysninger, skal det anføres, hvor disse kan indhentes, jf.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

VHL § 27 a, stk. 2. I stedet for at offentliggøre § 27 a-dokumentet separat kan udstederen i stedet vælge, at indarbejde oplysningerne i eksempelvis årsrapporten.

Til § 27 a, stk. 3: Undtagelse for ikke-kapitalandele med pålydende over 50.000 euro

Den årlige oplysningspligt i VHL § 27 a er en investorbeskyttelsesregel. Som følge heraf indeholder § 27 a, stk. 3 en undtagelse for selskaber, der udsteder (i) ikke-kapitalandele efter VHL § 2 a, stk. 2, og (ii) hvor værdipapirernes pålydende pr. enhed beløber sig til mindst 50.000 euro. Lovgiver finder således ikke behov for at beskytte sådanne »kvalificerede« investorer med en ikke-ubetydelig investeringskapacitet.

§ 28 **[Flagningspligt om egne aktier].** Et selskab, der har aktier optaget til notering på en fondsbørs, skal straks give fondsbørsen meddelelse om selskabets og dets datterselskabers samlede besiddelse af aktier i selskabet, når den pålydende værdi heraf udgør 2 pct. eller mere af aktiekapitalen i selskabet. Fondsbørsen indberetter straks oplysningerne til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Stk. 2. Bestemmelsen i stk. 1 finder tilsvarende anvendelse, når aktiebesiddelsen efterfølgende ændres i forhold til den senest meddelte besiddelse, og ændringen udgør 2 pct. eller mere af aktiekapitalen.

Stk. 3. De i stk. 1 og 2 nævnte meddelelser til en fondsbørs skal indeholde oplysning om den aktuelle besiddelse fordelt på aktieklasser og om den til fondsbørsen senest indberettede aktiebesiddelse.

Til § 28, stk. 1: Flagningspligt om egne aktier

VHL § 28 indeholder en flagningspligt for det børsnoterede selskabs handel med egne aktier.

Bestemmelsen er en videreførelse af den tidligere FBL § 19 a, der blev indført ved lov 343 af 6. juni 1991. Der er her tale om én af de – efterhånden relativt fåtallige – værdipapirhandelsretlige forskrifter, der *endnu* ikke er direktivstyret. Art. 14 i Transparensdirektivet (2004/109/EF) indeholder således en flagningspligt for selskabets besiddelse af egne aktier. Transparensdirektivet skal være implementeret i dansk

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ret d. 20. januar 2007, og vil medføre ændringer i den nuværende bestemmelse.

Ifølge § 28, stk. 1 skal et børsnoteret selskab give meddelelse om dets samlede besiddelse af aktier i selskabet, når den pålydende værdi heraf udgør 2 % eller mere af aktiekapitalen.

Det børsnoterede selskabs interne regelsæt bør tillige indeholde bestemmelser, der sikrer overholdelsen af VHL § 28.

Det børsnoterede selskab er tillige omfattet af storaktionærflagningspligten. Det vil sige, at det børsnoterede selskab såvel er omfattet af flagningspligten efter VHL § 28 (egne aktier) og § 29 (storaktionærflagningspligten) og altså skal flage efter begge disse bestemmelser.

Oplysningerne sendtes tidligere til Fondsbørsen via telefax, medmindre andet aftaltes (i undtagelsestilfælde dog pr. bud), men nu anvender man systemet *StockWise*, dvs. et særligt e-mailsystem, der muliggør indsendelse i pdf-format via internettet. Fondsbørsen videredistribuerer herefter meddelelserne i dette format til sine informationsbrugere.

De noterede selskaber har hos Fondsbørsen kunnet få en startpakke med brugervejledning og kan foretage indberetning via Internet straks efter, at startpakken er installeret, jf. *Månedsrapport* september 2000, pkt. 1.5.

Oplysninger fra et børsselskab *skal* nu som hovedregel meddeles Fondsbørsen via StockWise. I særlige undtagelsestilfælde kan det dog aftales, at oplysninger meddeles på anden vis, fx via telefax. Hvis oplysninger ikke sendes via StockWise, kræves der normalt en forudgående aftale herom med Fondsbørsen. I særlige tilfælde vil en meddelelse kunne overbringes Fondsbørsen pr. bud, ligeledes efter forudgående aftale.

Fondsbørsen indberetter straks oplysningerne til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Til § 28, stk. 2: Flagningspligt ved ændringer i aktiebesiddelsen

Ifølge VHL § 28, stk. 2, finder flagningspligten tillige anvendelse på efterfølgende ændringer i selskabets besiddelse af egne aktier.

Der er tale om en flydende grænse, idet den bestemmes af 2 % points-ændringer i beholdningen af egne aktier.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 28, stk. 3: Flagningens indhold

Ifølge VHL § 28, stk. 3, skal flagningsmeddelelsen til Københavns Fondsbørs indeholde oplysning om: den aktuelle besiddelse fordelt på aktieklasser, og den til fondsbørsen senest indberettede aktiebesiddelse.

§ 28 a **[Insideres flagningspligt].** Ledende medarbejdere i selskaber, der udsteder aktier, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, eller for hvilke der er indgivet anmodning om optagelse til notering eller handel på sådanne markeder, skal give det udstedende selskab meddelelse om transaktioner, som de udfører for egen regning, og som vedrører selskabets aktier eller andre værdipapirer, som er knyttet til sådanne aktier. Meddelelse skal gives til det udstedende selskab senest den førstkommende børsdag efter transaktionen. Såfremt den ledende medarbejder ikke den førstkommende børsdag efter transaktionen har modtaget de i stk. 7 nævnte oplysninger, skal meddelelsen gives hurtigst muligt, dog senest 2 børsdage efter transaktionen.

Stk. 2. Ved ledende medarbejdere forstås

1. medlemmer af det udstedende selskabs direktion eller bestyrelse eller et tilsynsorgan tilknyttet selskabet eller
2. andre ledende medarbejdere i det udstedende selskab, som regelmæssigt har adgang til intern viden, som direkte eller indirekte vedrører udstederen, såfremt den pågældende ledende medarbejder har kompetence til at træffe ledelsesbeslutninger af overordnet betydning for udstederens fremtidige forretningsmæssige udvikling.

Stk. 3. Nærtstående personer til en ledende medarbejder i et udstedende selskab skal give den pågældende ledende medarbejder meddelelse om transaktioner, som de udfører for egen regning, og som vedrører aktier udstedt af det pågældende selskab eller andre værdipapirer, som er knyttet til sådanne aktier. Meddelelse skal gives til den ledende medarbejder senest den førstkommende børsdag efter transaktionen. Såfremt den nærtstående person ikke den førstkommende børsdag efter transaktionen har modtaget de i stk. 7 nævnte oplysninger, skal meddelelsen gives hurtigst muligt, dog senest 2 børsdage efter transaktionen. Den ledende medarbejder videregiver modtagne med-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

delelser til det udstedende selskab senest den førstkommende børsdag efter modtagelsen.

Stk. 4. Ved nærtstående personer til en ledende medarbejder forstås følgende fysiske og juridiske personer med relation til den i stk. 2 nævnte personkreds:

1. Ægtefælle eller samlever.
2. Mindreårige børn, hvor den i stk. 2 nævnte person er indehaver af forældremyndigheden.
3. Andre slægtninge, der i en periode på mindst 1 år regnet fra tidspunktet for transaktionens gennemførelse har tilhørt den i stk. 2 nævnte persons husstand.
4. Juridiske personer, såfremt
5. en fysisk person omfattet af stk. 2 eller af nr. 1-3 har det ledelsesmæssige ansvar i den juridiske person,
6. fysiske personer omfattet af stk. 2 eller af nr. 1-3 alene eller tilsammen udøver en indflydelse som nævnt i § 31, stk. 1, nr. 1-5, over den juridiske person,
7. den juridiske person er etableret med henblik på at tilgodese økonomiske interesser hos en fysisk person omfattet af stk. 2 eller af nr. 1-3 eller
8. den juridiske person i øvrigt har økonomiske interesser, der er væsentligt sammenfaldende med de økonomiske interesser hos en fysisk person omfattet af stk. 2 eller af nr. 1-3.

Stk. 5. En udsteder skal senest den førstkommende børsdag efter modtagelsen af en meddelelse fra en ledende medarbejder i henhold til stk. 1, 1. pkt., eller stk. 3, 4. pkt., indberette de modtagne oplysninger til Finanstilsynet. Finanstilsynet offentliggør straks herefter disse oplysninger.

Stk. 6. En ledende medarbejders pligt til at give meddelelse efter stk. 1, 1. pkt., og til at videregive modtagne oplysninger efter stk. 3, 4. pkt., indtræder først, såfremt kursværdierne af de transaktioner, der i løbet af et kalenderår er gennemført af den ledende medarbejder og af nærtstående personer til den pågældende ledende medarbejder, tilsammen udgør et beløb på 5.000 euro eller derover. Såfremt beløbsgrænsen på 5.000 euro overskrides, gælder pligten for den ledende medarbejder til at give meddelelse og til at videregive modtagne oplysninger alene, for så vidt angår transaktioner, der er foretaget efter, at beløbsgrænsen er overskredet.

Stk. 7. Meddelelse efter stk. 1 og 3 samt indberetning efter stk. 5 skal indeholde oplysning om

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

1. navnet på den fysiske eller juridiske person, der i henhold til stk. 1 eller 3 har pligt til at give meddelelse,
2. årsagen til, at den pågældende er forpligtet til at give meddelelse,
3. navnet på udstederen af de pågældende værdipapirer,
4. fondskode og betegnelse for de pågældende værdipapirer,
5. transaktionens karakter (køb, salg eller anden transaktion),
6. handelsdato, og hvilket marked transaktionen er gennemført på, samt
7. antallet af handlede værdipapirer og kursværdien heraf.

Stk. 8. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om meddelelse, indberetning og offentliggørelse af oplysninger omfattet af stk. 1-7.

Til § 28 a, stk. 1: Insideres flagningspligt

VHL § 28 a indeholder en flagningspligt for ledende medarbejderes og disses nærtstående transaktioner i det noterede selskabs aktier eller heraf afledte værdipapirer (insiderregistret). Flagningspligten i § 28 a trådte i sin nuværende udformning i kraft den 1. april 2005 og implementerede herved Markedsmisbrugsdirektivet og dettes gennemførelsesdirektiv om bl.a. insiderregistre og insiderlister (2004/72/EF).

Med hjemmel i VHL § 28 a, stk. 8 har Finanstilsynet udstedt Markedsmisbrugsbekendtgørelsen, der i kapitel 2 indeholder visse udfyldende regler om flagningspligten.

Flagningspligten for insiderne har som sit *primære formål* at opnå et mere gennemsigtigt værdipapirmarked, jf. *FT 2001-02, till. A*, s. 7 og 9, Økonomi- og Erhvervsministeriets høringsnotat hertil samt *FT 2004-05, till. A*, s. 367. Flagningen bygger med andre ord på en »disclosure« tankegang. Ved at oplyse om de ledende medarbejderes transaktioner, ønsker lovgiver at skabe et bedre fundament for en korrekt prissætning af værdipapirerne.

Som et *sekundært formål* nævner betragtning 26 i markedsmisbrugsdirektivets præambel samt bemærkningerne til værdipapirhandelsloven, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 367, at offentliggørelse kan udgøre en forebyggende foranstaltning mod markedsmisbrug – dvs. insiderhandel og kursmanipulation.

Flagningspligtens tertiære formål fremgår af betragtning 7 i gennemførelsesdirektivet til markedsmisbrugsdirektivet (2004/72/EF), hvorefter flagningen kan være en måde, hvorpå de kompetente myndigheder kan føre tilsyn med markederne.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Det påhviler det aktieudstedende selskab at føre insiderregistret og indberette de ledende medarbejderes transaktioner til Københavns Fondsbørs/Dansk AMP. Ifølge VHL § 28 a, stk. 1, 1. pkt. skal registret føres af selskaber med aktier, der (i) er anmodet optaget eller (ii) er optaget til notering eller handel på:

1. En fondsbørs,
2. En autoriseret markedsplads, eller
3. Et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer inden for EU.

Ifølge Markedsmisbrugsbkg. § 2, nr. 1 og 2 gælder VHL § 28 a og bkg. §§ 3-7 alene for:

- Selskaber, der har deres registreringsmæssige hjemsted i Danmark (nr. 1), og
- selskaber, der (i) har deres registreringsmæssige hjemsted i (a) et land udenfor Den Europæiske Union eller (b) i et land, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, og som (ii) i henhold til art. 10 i direktiv 2003/71/EF er forpligtet til at indberette årsoplysninger i Danmark (nr. 2).

For de ledende medarbejdere er hovedreglen, at flagning skal ske »senest den førstkommende børsdag efter transaktionen«, jf. VHL §§ 28 a, stk. 1, 2. pkt. Der kan dog tænkes tilfælde, hvor denne frist ikke kan overholdes, fordi den pågældende ikke har modtaget de flagningspligtige oplysninger endnu. Dette vil kunne være tilfældet, hvor handlen af én eller begge parter foretages gennem værdipapirhandlere, og disse er forsinkede med fremsendelsen af afregningsnotaen. Er dette tilfældet, fastlægger loven, at flagning skal »gives hurtigst muligt, dog senest to børsdage efter transaktionen«, jf. VHL § 28 a, stk. 1, 3. pkt. Herved opererer loven med en absolut grænse på maksimalt 2 børsdage for flagningen. Dette skal dog ikke forstås således, at den ledende medarbejder vil have overtrådt reglerne, hvis forsinkelsen, udover den absolutte 2-dagsgrænse, ikke beror på den pågældendes forhold. Såfremt der ikke er noget at bebrejde den ledende medarbejder, vil denne således ikke kunne ifalde bødestraf efter VHL § 93, stk. 1, 1. pkt., der forudsætter en uagtsom adfærd, jf. STRFL § 19.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 28 a, stk. 2: Definition af ledende medarbejdere

Flagningspligten omfatter ledende medarbejdere i det udstedende selskab. VHL § 28 a, stk. 2, nr. 1 og 2 indeholder følgende to kategorier af ledende medarbejdere i det udstedende selskab:

1. Medlemmer af selskabets ledelsesorganer, og
2. medarbejdere med overordnet ledelseskompetence og med regelmæssig adgang til intern viden.

Nr. 1 omfatter medlemmer af de selskabsretlige ledelsesorganer, der pr. definition vil have et overordnet ansvar og derfor altid er omfattet af indberetningspligten. Udtrykket »medlemmer af et tilsynsorgan« omfatter medlemmer af et selskabsorgan, såfremt organets primære opgave er at føre tilsyn med selskabets anliggender. Herefter omfattes medlemmer af selskabets (i) bestyrelse, (ii) direktion og (iii) tilsynsorgan. Som tilsynsorgan anses et eventuelt repræsentantskab oprettet i henhold til AL § 59 eller et tilsynsorgan i et SE-selskab, der er organiseret efter den tostrengede (dualistiske) ledelsesmodel.

Nr. 2 omfatter medarbejdere med overordnet ledelseskompetence og med regelmæssig adgang til intern viden. Bestemmelsen sigter til en snæver kreds af ledende medarbejdere. Det er således alene medarbejdere, der (i) i kraft af deres stilling har et grundlæggende kendskab til selskabet og dets fremtidige udvikling, og (ii) som har kompetence til at træffe ledelsesbeslutninger af overordnet betydning for selskabets fremtidige forretningsmæssige udvikling, der omfattes. Selskaberne må foretage en konkret vurdering af, hvilke ledende medarbejdere der opfylder disse krav. I den sammenhæng er den pågældende medarbejders titel eller lignende uden betydning. Afgørende er, hvorvidt den pågældende *reelt* har et grundlæggende kendskab til selskabet og besidder overordnede ledelseskompetencer heri.

Til § 28 a, stk. 3: Flagningspligt for insideres nærtstående

For de nærtstående er hovedreglen, at flagning skal ske »senest den førstkommende børsdag efter transaktionen«, jf. VHL §§ 28 a, stk. 3, 2. pkt. Der kan dog tænkes tilfælde, hvor denne frist ikke kan overholdes, fordi den pågældende ikke har modtaget de flagningspligtige oplysninger endnu. Dette vil kunne være tilfældet, hvor handlen af én eller begge parter foretages gennem værdipapirhandlere, og disse er forsinkede med fremsendelsen af afregningsnotaen. Er dette tilfældet, fastlægger loven, at flagning skal »gives hurtigst muligt, dog senest to

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

børsdage efter transaktionen«, jf. VHL § 28 a, stk. 1, 3. pkt., og stk. 3, 3. pkt.

De meddelelser, som den ledende medarbejder modtager fra sine nærtstående, skal senest flages til selskabet »den førstkommende børsdag efter modtagelsen«, jf. VHL § 28 a, stk. 3, 3. pkt. Det er i den sammenhæng et interessant spørgsmål, hvad der kan kræves for, at den ledende medarbejders flagningspligt opstår? Ifølge ordlyden af bestemmelsen skal den ledende medarbejder *faktisk* have modtaget den pågældende oplysning. Konsekvensen heraf er, at *burde viden* ikke er tilstrækkeligt til at udløse flagningspligten. Det er med andre ord ikke tilstrækkeligt, at den ledende medarbejder f.eks. burde vide, at ægtefællen har købt aktier i selskabet. Denne afgrænsning er som udgangspunkt hensigtsmæssig. Der kan dog tænkes situationer, hvor kravet om *faktisk modtagelse* af oplysningerne ikke kan opretholdes ubetinget. Det vil til eksempel kunne være tilfældet, hvis den ledende medarbejder har givet instruktioner om, at han/hun ikke ønsker at høre om de nærtståendes erhvervelser. I så fald er der reelt tale om, at den ledende medarbejder forsøger at holde sig i »forsætlig god tro«. Det er en almindeligt anerkendt retsgrundsætning, at en sådan adfærd ikke nyder retsordenens beskyttelse. Således bør den ledende medarbejder heller ikke kunne fritages fra sin flagningspligt ved »bevidst at lukke ørerne«.

Til § 28 a, stk. 4: Definition af nærtstående

Foruden de ledende medarbejdere omfatter flagningspligten også disses nærtståendes transaktioner. Definitionen i VHL § 28 a, stk. 4 indeholder fire kategorier af nærtstående. I den sammenhæng sondrer loven mellem (i) nærtstående *fysiske* personer (kategori 1-3) og (ii) nærtstående *juridiske* personer (kategori 4).

Kategori 1

Ægtefællebegrebet i kategori 1 kunne efter sin ordlyd tillige anses at omfatte fraseparerede ægtefæller. Fraseparerede ægtefæller vil dog formentligt ikke være omfattet, når henses til, at det normalt vil være en yderst sparsom indflydelse, fraseparerede ægtefæller kan udøve på hinanden.

En samlever er i overensstemmelse med den almindelige sproglige forståelse heraf en person, som den ledende medarbejder har et kærlighedsforhold til og deler husstand med. Som følge heraf, vil en per-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

son, som den ledende medarbejder blot deler husstand med ikke være omfattet af flagningspligten, til eksempel en au-pair eller en person som den ledende medarbejder udlejer et værelse til.

Kategori 2

Kategori 2 omfatter mindreårige børn, hvorover den ledende medarbejder har forældremyndigheden. Det betyder, at »sammenbragte børn«, dvs. en samlevers/ægtefælles barn med tredjemand, ikke kan antages at være omfattet, med mindre den ledende medarbejder har fælles forældremyndighed med den biologiske forælder. Sammenbragte børn er tillige ikke omfattet af slægtninge-begrebet i § 28 a, stk. 4, nr. 3.

Kategori 3

Ifølge kategori 3 er slægtninge, der i en periode på mindst ét år har tilhørt den ledende medarbejders husstand, omfattet af flagningspligten. Ved slægtninge forstås fysiske personer, der er knyttet til den ledende medarbejder ved slægtskab i ret op- eller nedstigende linje eller som søskende, jf. § 3 i Markedsmisbrugsbekendtgørelsen. Pligten gælder alene slægtninge, der på varig basis bor under samme tag som den ledende medarbejder, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 369. Det betyder, at det ikke er tilstrækkeligt, såfremt slægtningen blot er tilmeldt samme postadresse uden de facto at bebo denne. Kravet om varig beboelse betyder ligeledes, at den ledende medarbejder og dennes slægtning(e) skal have haft fælles bopæl i 12 på hinanden sammenhængende måneder.

Kategori 4

Kategori 4 omhandler nærtstående juridiske personer. Med kategorien implementeres art. 1, nr. 2 (d) i gennemførelsesdirektivet 2004/72/EF om bl.a. insiderregistre og insiderlister.

Litra a omhandler juridiske personer, hvori den ledende medarbejder eller en nærtstående fysisk person udøver det ledelsesmæssige ansvar. Heri ligger et krav om, at den ledende medarbejder forestår den daglige ledelse, hvilket skal forstås relativt snævert, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 369. Som konsekvens heraf vil en direktørstilling normalt være omfattet, hvorimod bestyrelsesposter som den klare hovedregel ikke vil være omfattet. Det er således ikke i sig selv tilstrækkeligt blot

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

at besidde en bestyrelsespost, hvis den pågældende ikke herudover deltager i den daglige ledelse.

Litra b omhandler juridiske personer, hvori den ledende medarbejder eller en nærtstående fysisk person alene eller tilsammen udøver en direkte eller indirekte kontrollerende indflydelse som nævnt i tilbudspligtsbestemmelsen i VHL § 31, stk. 1. Den juridiske person vil herefter være nærtstående, såfremt den ledende medarbejder eller dennes nærtstående fysiske person alene eller tilsammen:

1. Besidder flertallet af stemmerettighederne i den juridiske person,
2. har ret til at udnævne/afsætte et flertal i den juridiske persons bestyrelse,
3. har ret til at udøve en bestemmende indflydelse over den juridiske person ifølge vedtægterne eller anden aftale,
4. som følge af aftale råder over flertallet af stemmerettighederne i den juridiske person, eller
5. kan udøve en bestemmende indflydelse over den juridiske person og besidder mere end 1/3 af stemmerettighederne.

Litra c omfatter juridiske personer, der er etableret med henblik på at tilgodese den ledende medarbejder eller dennes nærtstående fysiske personers økonomiske interesser. Herved sigter bestemmelsen blandt andet til fonde og foreninger, hvis formål er at udlodde økonomiske eller lignende midler til den/de pågældende.

Litra d fungerer som en opsamlingsbestemmelse i forhold til litra a-c. Bestemmelsen omfatter de situationer, der ikke er omfattet af litra a-c, men hvor der alligevel består et væsentligt sammenfald mellem de økonomiske interesser hos den ledende medarbejder eller dennes nærtstående fysiske personer på den ene side og den juridiske person på den anden side. I så fald vil den pågældende juridiske person være at betragte som nærtstående i lovens forstand.

Til § 28 a, stk. 5: Udstederens indberetningspligt

For selskaberne gælder, at disse skal flage transaktionen til Københavns Fondsbørs/Dansk AMP senest den førstkommende børsdag efter modtagelsen af meddelelsen, jf. VHL § 28 a, stk. 5. Denne flagningspligt forudsætter naturligvis, at den af selskabet modtagne meddelelse indeholder samtlige de krævede oplysninger i VHL § 28 a, stk. 7, nr. 1-7. Er dette ikke tilfældet, må selskabet anmode om at modtage fyldestgørende oplysninger, men det er insideren, der har pligt til at

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

sørge for, at de pågældende oplysninger rent faktisk bliver fremskaffet og meddelt selskabet.

Når et selskab har flaget en transaktion til Københavns Fondsbørs/Dansk AMP, vil disse markedspladser sørge for, at meddelelsen straks herefter offentliggøres til værdipapirmarkedet.

Til § 28 a, stk. 6: Bagatelgrænse for transaktioner under 5.000 euro

VHL § 28 a, stk. 6, 1. pkt. fastsætter en bagatelgrænse for, hvornår den ledende medarbejders meddelelsespligt vedrørende sine egne og de nærtståendes transaktioner opstår. Herefter indtræder meddelelsespligten først, når kursværdien af de transaktioner, der i løbet af et kalenderår er gennemført af den ledende medarbejder og dennes nærtstående, tilsammen udgør et beløb på 5.000 euro eller derover. Når beløbsgrænsen på 5.000 euro overskrides, gælder meddelelsespligten alene for de transaktioner, der foretages efter, at beløbsgrænsen er overskredet, jf. VHL § 28 a, stk. 6, 2. pkt. Såfremt man ved én transaktion krydser 5.000 euro-grænsen, skal denne transaktion flages i sin helhed, jf. Markedsmisbrugsbkg. § 4, stk. 2.

Der er tale om en samlet, kumuleret grænse for den ledende medarbejder og dennes nærtstående. Den ledende medarbejder må derfor føre et regnskab over sine egne og de nærtståendes transaktioner indtil grænsen på de 5.000 euro nås.

Bagatelgrænsen er en bruttogrænse. Det betyder, at erhvervelser/afhændelser ikke skal modregnes i hinanden.

Det følger af Markedsmisbrugsbkg. § 4, stk. 1, at den indberetningspligtige, ved beregning af om bagatelgrænsen er overskredet, skal anvende den af Danmarks Nationalbank på transaktionstidspunktet senest offentliggjorte valutakurs.

Til § 28 a, stk. 7: De flagningspligtige oplysninger

De flagningspligtige oplysninger er opregnet i VHL § 28 a, stk. 7, nr. 1-7. Herefter skal den ledende medarbejder (for sig selv og sine nærtstående) meddele de 7 typer af oplysninger til selskabet, som herefter videresender dem til Københavns Fondsbørs eller Dansk AMP.

Ifølge *nr. 1* skal den ledende medarbejder ved sine og sine nærtståendes transaktioner for egen regning oplyse om deres navn(e). Det er således ikke muligt for hverken den ledende medarbejder eller dennes nærtstående at foretage anonyme og/eller gruppevise indberetninger. Ved den nærtståendes transaktioner er det således væsent-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ligt, at såvel den ledende medarbejder som dennes nærtstående navne skal fremgå af indberetningen.

Ifølge *nr. 2* skal der oplyses om årsagen til, at den pågældende er forpligtet til at give meddelelse. For den ledende medarbejder skal der oplyses om stillingsbetegnelsen (bestyrelsesmedlem, direktør eller anden stilling). For så vidt angår de nærtstående transaktioner, er det tilstrækkeligt at henvise til, hvilken bestemmelse (kategori) den nærtstående tilhører, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 370.

Nr. 3 giver ikke anledning til vanskeligheder. Herefter skal der oplyses om udstederens navn, dvs. navnet på det selskab, der har udstedt de pågældende aktier.

Ifølge *nr. 4* skal der oplyses om værdipapirets fondskode og betegnelse. Ved fondskode forstås den såkaldte ISIN-kode (International Securities Identification Number), som det pågældende værdipapir handles under. Med værdipapirets betegnelse sigtes der til en angivelse af, om der er tale om aktier eller andre værdipapirer, der er tilknyttet børsnoterede aktier, eksempelvis warrants, konvertible obligationer, optioner og finansielle futures.

Ifølge *nr. 5* skal den ledende medarbejder oplyse om karakteren af sin egen eller den nærtstående transaktion. Meddelelsespligten omfatter først og fremmest følgende typer af transaktioner:

- Køb/salg,
- tildeling af aktier/optioner,
- udnyttelse af optioner (køb/differenceafregning),
- aktielån,
- gaveoverdragelser,
- ydelse af arveforskud, samt
- pantsætning.

Det er vigtigt, at der skal ske meddelelse af *hver enkelt transaktion*. At der skal ske meddelelse om hver enkelt transaktion betyder, at den ledende medarbejder skal indberette de enkelte handler separat. Køber den ledende medarbejder eksempelvis 100 aktier i selskabet, som han fortryder og sælger umiddelbart efter, skal den pågældende indgive to separate meddelelser til selskabet om købet/salget. Handlerne kan dog godt indberettes samtidigt og i samme meddelelse, blot skal de to handler være adskilte i indberetningen.

Ifølge *nr. 6* skal der oplyses om handelsdatoen og på hvilket marked de pågældende værdipapirer er noteret. Med handelsdatoen forstås den

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

dato, hvor transaktionen er indgået, dvs. når der er indgået en bindende aftale herom. Hvorvidt der foreligger en bindende aftale, må afgøres efter aftalelovens regler og de almindelige retsgrundsætninger herom. Foregår handlerne direkte over et elektronisk handelssystem, anses transaktionen dog at foreligge, når købs- eller salgsordren er »matchet« (sammenkoblet) i handelssystemet, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 368.

Ifølge *nr. 7* skal der oplyses om antallet af handlede værdipapirer og kursværdien heraf. Med kursværdien sigtes der til den kurs, der er handlet til. Er der ikke nogen handelskurs, eksempelvis fordi der er tale om en gave, pantsætning, arveforskud eller lignende, må kursen skulle fastsættes som den officielle kurs på transaktionsdagen. Er der derimod tale om en unoteret option eller et andet afledt instrument, er det noget mere tvivlsomt, hvordan den »korrekte« værdi skal opgøres.

I Finanstilsynets notat af 19. september 2005 »Behandlingen af medarbejderoptioner efter lov om værdipapirhandel m.v. § 28 a – dagsordenens pkt. C.I.4«, har Finanstilsynet taget stilling til, hvorledes kursværdien skal beregnes, når en ledende medarbejder tildeles en option eller en medarbejderaktie som led i et incitamentsprogram, samt ved udnyttelse af optioner, når der ikke eksisterer en markedskurs:

- Ved *tildeling af medarbejderaktier* skal kursværdien beregnes som markedskursen (lukkekursen på dagen for erhvervelsen) * antal aktier.
- Ved *tildeling af medarbejderoptioner* skal kursværdien beregnes via en anerkendt værdiansættelsesmodel (fx Black-Scholes) valgt af selskabet.
- Ved *udnyttelse af medarbejderoptioner* skal kursværdien beregnes som markedskursen (lukkekursen på dagen for erhvervelsen) på det underliggende aktiv * antal aktier optionen giver ret til at købe.

Til § 28 a, stk. 8: Finanstilsynets hjemmel til at udstede nærmere regler

Med hjemmel i VHL § 28 a, stk. 8 har Finanstilsynet udstedt Markedsmisbrugsbekendtgørelsen, der i kapitel 2 indeholder visse udfyldende regler om flagningspligten.

§ 28 b **[Oplysningskrav ved investeringsanalyser].** Enhver fysisk eller juridisk person, der som led i udøvelsen af sit erhverv eller som led i sine forretninger til offentligheden eller distributions-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

kanaler udarbejder eller udbreder anbefalinger vedrørende værdipapirer som nævnt i § 27, stk. 1, eller vedrørende en udsteder af sådanne værdipapirer, skal sikre, at fremlæggelse og udbredelse af anbefalinger sker på en redelig måde, og at der oplyses om eventuelle interesser eller interessekonflikter i forhold til de værdipapirer eller den udsteder, som anbefalingen vedrører.

Stk. 2. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om redelig fremlæggelse og oplysning om interesser og interessekonflikter ved udarbejdelse og udbredelse af anbefalinger vedrørende værdipapirer og udstedere heraf.

Til § 28 b, stk. 1: Oplysningskrav ved investeringsanalyser til offentligheden

VHL § 28 b indeholder en særlig oplysningspligt ved fremlæggelse og udbredelse af investeringsanalyser til offentligheden. Bestemmelsen indførtes i værdipapirhandelsloven den 1. april 2005 i forbindelse med Danmarks implementering af Markedsmisbrugsdirektivets art. 6, nr. 5 og dettes gennemførelsesdirektiv om redelig fremlæggelse af investeringsanbefalinger og oplysning om interessekonflikter (2003/125/EF).

Med hjemmel i VHL § 28 b, stk. 2, har Finanstilsynet udstedt bekendtgørelse om investeringsanalyser til offentligheden (Bkg. 125 af 28. februar 2005), der indeholder den nærmere regulering af oplysningspligten.

Kardinalpunktet for reguleringen er, at fremlæggelse og udbredelse af investeringsanalyser skal ske på en redelig måde, herunder at der oplyses om eventuelle interesser/interessekonflikter i forhold til de værdipapirer eller den udsteder, som analysen vedrører.

Ifølge lovens bemærkninger anses investeringsanalyser at være af væsentlig betydning for kursdannelsen på de værdipapirer, der handles på værdipapirmarkedet. Reguleringens formål er derfor at opnå et mere redeligt og gennemskueligt værdipapirmarked, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 370. Til opnåelse heraf opstilles der visse nærmere krav til fremlæggelsen og udbredelsen af analyser til offentligheden.

Overordnet kan man karakterisere reguleringens struktur således, at bekendtgørelsen indeholder *oplysningskrav* i forbindelse med:

1. udarbejdelse og fremlæggelse af egne analyser, og
2. udbredelse af analyser udarbejdet af tredjemand.

Herudover er bekendtgørelsens oplysningskrav tredelt derved, at *den*

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

omfattede personkreds er inddelt i grupperinger. Ved vurderingen af de i bekendtgørelsen indeholdte pligter må man derfor sondre mellem følgende tre kategorier:

1. enhver forretningsdrivende indenfor investeringsanalyser,
2. forretningsdrivende med investeringsanalyser som hovederhverv, og
3. investeringsselskaber og kreditinstitutter

Ifølge bkg. § 1 omfatter oplysningspligten analyser til offentligheden eller distributionskanaler, som vedrører værdipapirer eller udstedere. For at forstå hvilke investeringsanalyser der er omfattet, må man derfor stille følgende tre spørgsmål:

1. Hvad forstås ved analyse?
2. Hvad forstås ved offentligheden eller distributionskanaler?
3. Hvad forstås ved værdipapirer og udstedere?

Ad (i) Hvad forstås ved analyse?

I bkg. § 2, nr. 3 defineres de omfattede analyser som en rapport, artikel eller lignende information (skriftlig eller mundtlig), som er beregnet til udbredelse til offentligheden eller gennem distributionskanaler, og som er omfattet af denne bestemmelses litra a eller b:

a) Analyser udarbejdet af en person, hvis hovederhverv består i at udarbejde investeringsanalyser, såfremt analysen direkte eller indirekte er udtryk for en bestemt investeringsanbefaling vedrørende et værdipapir, herunder ved at der fremsættes udtalelser om sådanne værdipapirers nuværende eller fremtidige værdi eller kurs.
b) Analyser udarbejdet af andre personer end dem, der er nævnt i litra a, såfremt analysen direkte er udtryk for en bestemt investeringsanbefaling vedrørende et værdipapir.

Som fremgået af § 2, nr. 3, finder bekendtgørelsen anvendelse på såvel *direkte* som *indirekte* investeringsanbefalinger.

Det er kun anbefalinger vedrørende *et eller flere bestemte værdipapirer*, der omfattes af reguleringen. Det betyder, at bekendtgørelsen ikke finder anvendelse på generelle udtalelser, der vedrører fordelagtigheden af en investering i en sektor eller en bestemt type af værdipapirer, og som ikke direkte eller indirekte indeholder en anbefaling

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

om køb, salg eller hold af et eller flere bestemte værdipapirer, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 371.

Ad (ii) Hvad forstås ved offentligheden eller distributionskanaler?

Ifølge bkg. § 2, nr. 3 finder reglerne udelukkende anvendelse på investeringsanalyser som er beregnet til *udbredelse til offentligheden* eller *gennem distributionskanaler*». Dette skal forstås som modsætning til personlige investeringsanbefalinger.

Ved en distributionskanal forstås »en kanal hvorigennem oplysninger bliver offentligt tilgængelige eller sandsynligvis vil blive offentligt tilgængelige, idet oplysningerne gøres tilgængelige for et stort antal personer«, jf. bkg. § 2, nr. 2.

Som hjælp til at afgrænse begrebet negativt nævner bkg. § 1, stk. 2 og lovbemærkningerne, at »investeringsrådgivning, der gives i form af personlige anbefalinger til en kunde med hensyn til en eller flere transaktioner vedrørende værdipapirer, og som sandsynligvis ikke vil blive offentliggjort«, ikke er omfattet af reguleringen. En sådan rådgivning vil derimod være omfattet af god skik-reguleringen i § 43 i lov om finansiel virksomhed og af kapitel 3 i bekendtgørelsen om god skik for finansielle virksomheder (Bkg. 604 af 26. juni 2003).

Ad (iii) Hvad forstås ved værdipapirer og udstedere?

Som en naturlig konsekvens af flagningspligtens hjemmel i værdipapirhandelsloven omfatter bekendtgørelsen udelukkende investeringsanalyser vedrørende:

- noterede værdipapirer,
- værdipapirer, der er anmodet optaget til notering, og
- udstedere af værdipapirer som nævnt i nr. (i) og (ii).

Bkg. kapitel 2, §§ 3-5, indeholder de *almindelige oplysningskrav,* som enhver forretningsdrivende indenfor investeringsanalyser skal overholde ved fremlæggelse af skriftlige investeringsanalyser.

Bkg. kapitel 2, §§ 6-8, indeholder de *særlige oplysningskrav,* som forretningsdrivende med investeringsanalyser som *hovederhverv* skal overholde (foruden de ovenfor beskrevne almindelige oplysningskrav) ved fremlæggelse af skriftlige investeringsanalyser.

Bkg. kapitel 2, §§ 9 og 10, indeholder de yderligere særlige oplysningskrav, som investeringsselskaber og kreditinstitutter skal over-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

holde (foruden de ovenfor beskrevne *almindelige oplysningskrav* og *særlige oplysningskrav*) ved fremlæggelse af skriftlige investeringsanalyser.

Bkg. kapitel 3, §§ 13-15, indeholder de *almindelige oplysningskrav,* som enhver forretningsdrivende indenfor investeringsanalyser skal overholde, såfremt den pågældende udbreder analyser, der er udarbejdet af en tredjemand.

Bkg. kapitel 3, §§ 16 og 17, indeholder de *særlige oplysningskrav,* som investeringsselskaber og kreditinstitutter skal overholde (foruden de ovenfor beskrevne *almindelige oplysningskrav*) ved disses udbredelse af analyser, der er udarbejdet af en tredjemand.

Overtrædelse af størstedelen af pligterne ifølge bekendtgørelsen er sanktioneret med bødestraf. For juridiske personers vedkommende finder reglerne i straffelovens kapitel 5 anvendelse. Det betyder, at et strafansvar for den juridiske person forudsætter, at der inden for dens virksomhed er begået en overtrædelse, der kan tilregnes en eller flere til den juridiske person knyttede personer eller den juridiske person som sådan, jf. STRFL § 27, stk. 1. For såvel medarbejder som selskab vil bødestraf kunne ifaldes, såfremt der er handlet uagtsomt, jf. STRFL § 19.

Til § 28 b, stk. 2: Finanstilsynets hjemmel til at fastlægge nærmere regler

Med hjemmel i VHL § 28 b, stk. 2 har Finanstilsynet udstedt bekendtgørelse om investeringsanalyser til offentligheden (Bkg. 125 af 28. februar 2005), der indeholder den nærmere regulering af oplysningspligten.

§ 28 c **[Flagning af beslutning om overtagelsestilbud].** Beslutning om fremsættelse af tilbud i henhold til kapitel 8 skal hurtigst muligt offentliggøres. Tilbudsgiver anses for at have opfyldt sin forpligtelse i henhold til 1. pkt., når meddelelsen er kommet frem til den fondsbørs, den autoriserede markedsplads, det tilsvarende regulerede marked eller den alternative markedsplads, hvorpå aktierne er optaget til notering eller handel.

Til § 28 c: Flagning af beslutning om overtagelsestilbud

VHL § 28 c implementerer Takeoverdirektivets (2004/25/EF) art. 6, stk. 1. Bestemmelsen indeholder en flagningspligt vedrørende tilbudsgivers beslutning om at fremsætte et overtagelsestilbud.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bestemmelsen i § 28 c skal sikre, at tilbudsgivers *beslutning* om at fremsætte overtagelsestilbud offentliggøres straks, hvilket ikke var et krav efter de hidtil gældende regler i Værdipapirhandelsloven, idet der alene var krav om offentliggørelse af en tilbudsannonce samt et tilbudsdokument.

Fra lovgivers side har man i stedet for anvendelse af betegnelsen »straks«, som benyttet i overtagelsesdirektivet, valgt at benytte VHL's terminologi i øvrigt, hvilket er »hurtigst muligt«. Dette er motiveret i et ønske om ensartet terminologi – intet andet. Der må således ikke gå et længere tidsrum mellem den begivenhed, der udløser offentliggørelsespligten og offentliggørelsen af informationen, end hvad der er nødvendigt for, at selskabet kan foretage en forsvarlig vurdering af, om oplysningerne om den relevante begivenhed udgør intern viden, der skal offentliggøres.

Dog skal selskabet ikke i overtagelsessituationen tage stilling til, om der foreligger intern viden, men blot træffe beslutning om at afgive overtagelsestilbud for at udløse offentliggørelsespligten. Dette giver begrebet en kortere tidsmæssig udstrækning, end hvad der kendes fra VHL § 27, stk. 1, hvorfor man kan undre sig over det nødvendige i at bevare terminologien fra § 27, stk. 1.

Med hjemmel i VHL § 30, stk. 1, § 32, stk. 3, § 32a, stk. 2 og § 93, stk. 3, har Finanstilsynet udstedt bkg. 416 af 8. maj 2006 med ikrafttræden den 20. maj 2006. Takeoverbkg. § 4 indeholder den nærmere regulering af denne flagningspligt.

Som følge af takeoverbkg. § 4, stk. 1, forpligtes tilbudsgiver til at offentliggøre en meddelelse »straks« efter erhvervelsen af en kontrollerende aktiepost, der udløser tilbudspligt efter § 2 (pligtmæssigt tilbud).

I tråd hermed skal en tilsvarende meddelelse gives »straks« når en beslutning om fremsættelse af et *frivilligt tilbud* er truffet, jf. takeoverbkg. § 4, stk. 2.

Ved såvel det pligtmæssige som frivillige tilbud skal målselskabets og erhververens eller tilbudsgivers bestyrelser »straks« efter offentliggørelsen af meddelelsen underrette deres respektive lønmodtagerrepræsentanter eller, hvis sådanne ikke findes, lønmodtagerne direkte, jf. takeoverbkg.§ 4, stk. 4.

Den tidligere takeoverbkg. § 8, stk. 1 (bkg. 618/2005), forpligtede alene tilbudsgiver til at give meddelelse »hurtigst muligt«, hvilket er i overensstemmelse med ordlyden af VHL § 28 c.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Ifølge lovbemærkningerne til VHL § 28 c, valgte lovgiver ikke at anvende takeoverdirektivets art. 6, stk. 1's krav om at beslutningen offentliggøres »straks«, fordi terminologien »hurtigst muligt« er kendt fra VHL § 27. Samtidig antager man dog, at begrebet »hurtigst muligt« i VHL § 27 og VHL § 28 c *ikke* vil blive anvendt ens, fordi vurderingen af, om der foreligger intern viden, som bør offentliggøres efter VHL § 27, antages at ville tage længere tid at foretage, end vurderingen af, om der er truffet beslutning om fremsættelse af et overtagelsestilbud, jf. VHL § 28 c, jf. *FT 2004-05, till. A,* s. 7102 f.

Hermed fremstår logikken i at ensrette ordlyden af de to bestemmelser ikke ganske overbevisende. Som resultat heraf står der nu i værdipapirhandelsloven, at beslutningen skal offentliggøres »hurtigst muligt« mens takeoverbekendtgørelsen fordrer, at beslutningen offentliggøres »straks«. Almindelig retskildeteori fører til, at VHL § 28 c har forrang i denne situation, men omvendt følger en pligt til direktivkonform fortolkning, der har forrang herfor.

Kravet om, at beslutningen om at fremsætte pligtmæssigt eller frivilligt overtagelsestilbud skal offentliggøres straks, følger som nævnt ovenfor af takeoverdirektivets art. 6, stk. 1. Det fremgår af takeoverdirektivets præambel, betragtning nr. 12, at formålet med at kræve beslutningen om at fremsætte et tilbud offentliggjort hurtigt er at forebygge insiderhandel.

Praktisk får de nye regler om offentliggørelse af en meddelelse »straks« den konsekvens, at overtagelsestilbud *kan* tænkes offentliggjort i to led, dvs. (i) når beslutningen træffes, og (ii) når tilbudsdokumentet er udarbejdet og offentliggøres.

Takeoverbkg. § 4 må fortolkes sådan, at meddelelsespligten for *pligtmæssige tilbud* indtræder, når tilbudsgiver er eller burde være klar over, at tilbudspligten er indtrådt.

For *frivillige tilbud* kan der tænkes at opstå situationer, hvor tilbudsdokumentet ikke er udarbejdet, eller ikke er færdigt, på det tidspunkt hvor beslutningen om at fremsætte overtagelsestilbuddet træffes. Her vil det være nødvendigt at offentliggøre beslutningen om at fremsætte tilbud, selvom tilbuddet ikke er fremsat endnu.

Det kan ikke generelt fastlægges, hvornår en »beslutning« anses for truffet. Det er i den sammenhæng nærliggende at antage, at Finanstilsynet vil se på den tilsvarende regulering og fortolkning i VHL § 27, herunder vedrørende realitetsgrundsætningen i VHL § 27, stk. 1, 2. pkt. Ifølge denne skal offentliggørelse ske »umiddelbart efter, at de

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

pågældende forhold foreligger, eller den pågældende begivenhed er indtrådt, selvom forholdet eller begivenheden endnu ikke er formaliseret«. Herefter kan offentliggørelse ikke udsættes med henvisning til, at den endelige godkendelse af en beslutning endnu ikke er sket, såfremt dette blot er en formalitetssag, jf. bl.a. også Københavns Fondsbørs' Afgørelser & Udtalelser 2004.1.1. Dette vil være tilfældet, såfremt der reelt ikke er tvivl om, at den endelige beslutning vil blive truffet, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 361.

Pligten til at offentliggøre en meddelelse anses for opfyldt, når meddelelsen er kommet frem til Københavns Fondsbørs, Dansk Autoriseret Markedsplads eller First North, jf. takeoverbkg. § 4, stk. 3. Det pågældende marked bekendtgør herefter modtagelsen af meddelelsen. Tilbudsgiver skal være opmærksom på, at uanset *meddelelsen er kommet frem*, vil tilbudsgiver fortsat være insider og dermed omfattet af værdipapirhandelslovens forbud mod insiderhandel og videregivelse af intern viden (§§ 35 og 36) *indtil meddelelsen er videresendt* fra Københavns Fondsbørs/Dansk AMP, jf. definitionen af intern viden i VHL § 34, stk. 2.

Forinden der gives meddelelse om et pligtmæssigt tilbud, skal erhververen eller tilbudsgiveren have sikret sig, at vedkommende fuldt ud kan opfylde ethvert krav med hensyn til modydelse »og efter at have truffet alle rimelige foranstaltninger til sikring af, at enhver anden form for modydelse kan erlægges«, jf. takeoverbkg. § 4, stk. 5.

§ 29 **[Storaktionærers flagningspligt].** Enhver, der besidder aktier i selskaber, der har aktier optaget til notering på en fondsbørs eller optaget til handel på en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads, skal i de i stk. 2 nævnte tilfælde straks give meddelelse til fondsbørsen, den autoriserede markedsplads eller den alternative markedsplads og til selskabet om besiddelser af aktier i selskabet. Fondsbørsen, den autoriserede markedsplads eller den alternative markedsplads indberetter straks oplysningerne til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Stk. 2. Meddelelse om aktiebesiddelse efter stk. 1 skal gives, når

1. aktiernes stemmeret udgør mindst 5 pct. af aktiekapitalens stemmerettigheder eller deres pålydende værdi udgør mindst 5 pct. af aktiekapitalen eller
2. ændring i et allerede meddelt besiddelsesforhold bevirker, at grænser med 5 pct.'s mellemrum fra 10 pct. til 100 pct. samt

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

grænser på 1/3 eller 2/3 af aktiekapitalens stemmerettigheder eller pålydende værdi nås eller ikke længere er nået, eller ændringen bevirker, at grænserne i nr. 1 ikke længere er nået.

Stk. 3. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fastsætter regler om besiddelse og om meddelelse om besiddelse af aktier efter stk. 1 og 2. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen kan fastsætte regler om besiddelse og om meddelelse om besiddelse af aktier i danske selskaber, der har aktier optaget til notering på en fondsbørs i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i lande, som Fællesskabet har indgået samarbejdsaftale med.

Til § 29, stk. 1: Storaktionærers flagningspligt

VHL § 29 implementerer Storaktionærdirektivet (1988/627/EØF).

En aktionær, som besidder aktier i et dansk eller udenlandsk aktieselskab, hvis aktier er optaget til handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads i Danmark, er underlagt flagningspligten i VHL § 29 og den med hjemmel heri udstedte storaktionærbekendtgørelse (bkg. 728 af 11. juni 2005).

Storaktionærflagningspligtens formål er, at oplyse værdipapirmarkedet om, hvilke aktionærer der besidder muligheden for at påvirke selskabet ved udnyttelse af de ledelsesbeføjelser, som aktiebesiddelsen måtte give – med andre ord at flage, hvem der »står bag« selskabet.

Foruden at omfatte såvel navne- som ihændehaveraktier gælder flagningspligten tillige for alle aktieklasser, dvs. også unoterede aktieklasser, når blot udstederen har én aktieklasse optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads i Danmark.

Ifølge lovbemærkningerne gælder flagningspligten for enhver storaktionær uanset nationalitet, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1994.

Flagningspligten gælder tillige for et børsnoteret selskab, der handler egne aktier. Det vil sige, at det børsnoterede selskab såvel er omfattet af flagningspligten efter VHL § 28 (egne aktier) og § 29 (storaktionærflagningspligten) og altså skal flage efter begge bestemmelser.

Det er muligt at nette (udligne) alle køb og salg og andre transaktioner, der er omfattet af storaktionærbkg. § 1, nr. 1-10, såfremt transaktionerne gennemføres på den samme handelsdato i henhold til central europæisk tid (CET). Nettoaktiebesiddelsen kan således meddeles

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

samlet ved handelsdagens slutning. Såfremt modtageren (den nye ejer) af aktierne videresælger aktierne inden for samme handelsdag, er det tillige kun den endelige modtager (ejer) den pågældende handelsdag, som har pligt til at flage aktiebesiddelsen efter VHL § 29.

Såfremt der foretages netting af aktiebesiddelser, skal aktionæren iagttage storaktionærbkg. § 2, stk. 2, der kræver »oplysning om, på hvilket grundlag besiddelsen er opgjort efter denne bkg. § 1.« Det betyder, at der i meddelelsen om betydelige andele skal gives særskilt oplysning om hver enkelt relevant transaktion i henhold til storaktionærbkg. § 1, nr. 1-10.

Vedrørende den flagningspligtige besiddelse må man sondre mellem (i) aktionærens direkte aktiebesiddelse og (ii) medtælling af aktier.

Aktionærens direkte aktiebesiddelse

Hvorvidt en aktionærs stemme- eller kapitalandel udgør en direkte besiddelse efter VHL § 29, stk. 1 afgøres af, om aktionæren har ejendomsretten til aktierne, jf. også storaktionærbkg. § 1, nr. 1, der anvender formuleringen »aktier, den pågældende selv ejer«.

I overdragelsestilfælde må det kræves, at der er indgået en bindende aftale om overdragelse af aktier. En sådan bindende aftale foreligger, dels hvor aktionæren (i) har accepteret at købe/sælge de givne aktier, eller (ii) har afgivet et tilbud om køb/salg, der er blevet accepteret.

Ændringer i en aktionærs aktiebesiddelse kan tillige ske »passivt« som følge af forhold, som aktionæren ikke har medvirket til, fx i forbindelse med en kapitalforhøjelse uden fortegningsret eller en fondsaktieemission.

Eftersom *betingede aftaler* normalt først anses for aftaleretligt bindende, når betingelserne er opfyldt, vil flagningspligten normalt først indtræde på tidspunktet for betingelsernes opfyldelse, jf. også A&U 1999.2.2, der vedrørte et frivilligt betinget overtagelsestilbud.

Medtælling af aktier

Med hjemmel i VHL § 29, stk. 3, indeholder storaktionærbkg. § 1, nr. 2-10 en regulering af medtælling af aktier, der besiddes på anden vis end ved aktionærens direkte aktiebesiddelse.

I henhold til storaktionærbkg. § 1, nr. 2-10 omfatter aktionærens besiddelse tillige:

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Nr. 2. Aktier, hvis stemmeret andre råder over i eget navn for den pågældendes regning.

Nr. 3. Aktier, hvis stemmeret tilkommer en virksomhed, som den pågældende kontrollerer ved at have forbindelse med som nævnt i aktieselskabslovens § 2, stk. 2, jf. stk. 4 og 5.

Nr. 4. Aktier, hvis stemmeret tilkommer andre, med hvem den pågældende har indgået en skriftlig aftale, som forpligter parterne til ved samordnet brug af deres stemmeret at føre en langsigtet, fælles politik om forvaltningen af selskabet.

Nr. 5. Aktier, hvis stemmeret den pågældende eller en af denne kontrolleret virksomhed, jf. nr. 3, midlertidigt og mod betaling ved skriftlig aftale har overdraget til andre.

Nr. 6. Aktier, som den pågældende har stillet til sikkerhed, medmindre panthaver råder over stemmeretten og erklærer at have til hensigt at udøve denne.

Nr. 7. Aktier, den pågældende har i pant, og hvor den pågældende råder over stemmeretten og erklærer at have til hensigt at udøve den.

Nr. 8. Aktier, hvis stemmeret den pågældende har brugsret til.

Nr. 9. Aktier, hvis stemmeret den pågældende eller andre nævnt i de ovenstående numre har ret til at erhverve på eget initiativ efter en skriftlig aftale.

Nr. 10. Aktier, som er deponeret hos den pågældende, når denne frit kan udøve stemmeretten.

Storaktionærmeddelelsen skal ifølge storaktionærbkg. § 2, stk. 2 indeholde oplysninger om følgende forhold:

- Aktionærens fulde navn,
- aktionærens adresse, eller for firmaers vedkommende, hjemsted,
- antallet af aktier med deres pålydende,
- hvilken aktieklasse aktierne tilhører, og
- oplysning om, på hvilket grundlag besiddelsen er opgjort efter § 1, nr. 1-10 i storaktionærbekendtgørelsen.

Flagningen af storaktionærmeddelelsen kan uddelegeres til en tredjemand på vegne af den pågældende aktionær, f.eks. til en investment manager i en investeringsfond.

Såfremt en eller flere storaktionær(er) – der er omfattet af storaktionærdefinitionen i VHL § 29 – i et børsnoteret selskab indgår en aktionæraftale om forhold, der (i) kan påvirke aktiernes frie omsæt-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

telighed, eller som (ii) vil kunne få væsentlig indflydelse på kursdannelsen, skal oplysninger om disse forhold straks flages til fondsbørsen, jf. Takeoverbkg. § 15.

Til § 29, stk. 2: Flagningspligtens opståen, ændringer m.v.

VHL § 29, stk. 2 indeholder betingelserne for (i) flagningspligtens opståen, (ii) flagningspligt ved ændringer i aktiebesiddelsen og (iii) flagningspligt ved ophør af aktiebesiddelse.

Ved beregningen af flagningspligten anvendes såvel et stemme- som kapitalkriterium. Kapitalkriteriet har særlig betydning i de danske selskaber, der har aktieklasser med forskellig stemmevægt (A- og B-struktur).

Når aktionærens stemmer og kapital i det udstedende selskab skal beregnes, baseres denne beregning på det udstedende selskabs samlede aktiekapital. Det betyder, at (i) det udstedende selskabs egne aktier og/eller datterselskabers besiddelse af aktier i selskabet samt (ii) en evt. ikke-børsnoteret aktieklasse medregnes.

Såfremt selskabet har vedtaget en kapitalforhøjelse eller -nedsættelse, skal det ændrede kapitalgrundlag anvendes til beregning af flagningspligten fra vedtagelsestidspunktet, uanset, at den fortsatte gyldighed er betinget af registrering hos Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Flagningspligten finder også anvendelse på fondsaktieemissioner, jf. A&U 1997.1.9.

Stemmeretsbegrænsninger (stemmelofter) der findes i vedtægter kan ikke antages at skulle tillægges betydning. Der må derfor bortses fra sådanne ved beregningen af stemme- og kapitalgrænsen.

Flagningspligtens opståen

I henhold til VHL § 29, stk. 2, nr. 1, skal enhver, som besidder aktier i et omfattet aktieselskab give meddelelse herom, når:

1. aktiernes stemmeret udgør mindst 5 % af aktiekapitalens stemmerettigheder (stemmekriterium), eller
2. aktiernes pålydende værdi udgør mindst 5 % af aktiekapitalen (kapitalkriterium).

Flagningspligt ved ændringer i aktiebesiddelse

I henhold til VHL § 29, stk. 2, nr. 2, skal aktionæren give meddelelse, såfremt ændringer i et allerede meddelt besiddelsesforhold bevirker, at grænser med 5 % mellemrum fra 10 % til 100 % samt

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

grænser på 1/3 eller 2/3 af aktiekapitalens stemmerettigheder eller pålydende værdi nås eller ikke længere er nået.

Flagningspligt ved ophør af aktiebesiddelse

Bortset fra 5 %-flagningspligten er der ikke noget krav om, at der skal gives meddelelse om ophør af en aktiebesiddelse. Aktionæren skal ved afhændelse af sine aktier således udelukkende give meddelelse, såfremt transaktionen medfører, at (i) aktiernes stemmeret kommer til at udgøre mindre end 5 % af stemmerettighederne eller (ii) aktiernes pålydende værdi kommer til at udgøre mindre end 5 % af aktiekapitalen eller en pålydende værdi under DKK 100.000.

Til § 29, stk. 3: Finanstilsynets hjemmel til at fastlægge nærmere regler

Med hjemmel i VHL § 29, stk. 3, har Finanstilsynet udstedt storaktionærbekendtgørelsen (bkg. 728 af 11. juni 2005), der indeholder den nærmere regulering af storaktionærflagningspligten.

§ 29 a **(Ophævet).**

§ 30 **[Finanstilsynets hjemmel til at fastlægge nærmere regler].** Finanstilsynet fastsætter regler om udstederes og aktionærers oplysningsforpligtelse over for en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads, herunder om muligheden for dispensation.

Stk. 2. Finanstilsynet fastsætter regler om oplysningsforpligtelse, såfremt en udsteder har værdipapirer optaget til notering på flere fondsbørser.

Til § 30, stk. 1 og 2: Finanstilsynets hjemmel til at fastlægge nærmere regler

VHL § 30, stk. 1 og 2, fastlægger, at det er Finanstilsynet, der har kompetencen til at udstede udfyldende regler.

Denne kompetence tilkom tidligere Fondsrådet, jf. lov 1072 af 20. december 1995. Den 1. januar 2005 blev denne kompetence imidlertid flyttet til Finanstilsynet, jf. lov 491 af 9. juni 2004.

Finanstilsynet har udstedt Takeoverbkg. (bkg. 416 af 8. maj af 2006) med hjemmel i § 30.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 8

Overtagelsestilbud

§ 31 Overdrages en aktiepost direkte eller indirekte i et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, et tilsvarende reguleret marked eller en alternativ markedsplads, skal erhververen give alle selskabets aktionærer mulighed for at afhænde deres aktier på identiske betingelser, hvis overdragelsen medfører, at erhververen

1. kommer til at besidde flertallet af stemmerettighederne i selskabet,
2. får ret til at udnævne eller afsætte et flertal af selskabets bestyrelsesmedlemmer,
3. får ret til at udøve en bestemmende indflydelse over selskabet på grundlag af vedtægterne eller aftale med dette i øvrigt,
4. på grundlag af aftale med andre aktionærer kommer til at råde over flertallet af stemmerettighederne i selskabet eller
5. kommer til at kunne udøve bestemmende indflydelse over selskabet og kommer til at besidde mere end en tredjedel af stemmerettighederne.

Stk. 2. Forpligtelsen efter stk. 1 finder ikke anvendelse, såfremt den i stk. 1 omhandlede overdragelse er resultatet af et frivilligt tilbud til samtlige aktionærer om at overdrage samtlige deres aktier og dette frivillige tilbud opfylder betingelserne i § 32, stk. 1.

Stk. 3. Bestemmelserne i aktieselskabslovens § 20 b, stk. 4, og § 20 e finder tilsvarende anvendelse på overdragelser af aktier i et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til handel på en alternativ markedsplads.

Stk. 4. Finanstilsynet kan fritage fra forpligtelsen i stk. 1, såfremt særlige forhold gør sig gældende.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 31, stk. 1: Hvornår (og hvorfor) udløses der pligt til overtagelsestilbud?

Principielt synes det at kunne være selskabet ligegyldigt, hvem der ejer dets aktier og dermed kan møde på generalforsamlingen og afgive stemme. At det alligevel ikke er således, fremgår af, at der i hvert fald for bestemmende aktionærer er et nært samarbejde mellem selskab og aktionær, og at selskabet både organisatorisk og funktionelt i høj grad præges af sin(e) bestemmende aktionær(er). Ud fra en erkendelse af, at »der ofte skabes markant ændrede vilkår og udsigter for det pågældende selskab, når kontrollen med det skifter«, og tillige ud fra børsretlige lighedsgrundsætninger har vi på grundlag af de før maj 1996 gældende børsetiske reglers punkt 7 (»Regel 7«) gennem en årrække haft børsetiske forskrifter om, at den, der overtager den bestemmende indflydelse i et børsnoteret selskab, skal give *identisk tilbud til minoritetsaktionærerne*.

De nævnte *»markant ændrede vilkår og forudsætninger«* ville der kunne gives talrige eksempler på. Den typiske majoritetsovertagelse er jo ikke udtryk for, at en fysisk hovedaktionær H-1 nu udskiftes med en ny fysisk hovedaktionær H-2, men derimod at målselskabet kommer til at indgå i en ny koncern, K-2, måske efter i årevis at have hørt hjemme i koncernen K-1. Det kan meget vel være, at kultur og forretningsindstilling i K-2 afviger markant fra K-1's.

Betragter man blot eksempelvis Phønix Contractors A/S, som efter et næsten kaotisk forløb med bud og overbud, jf. den nærmere omtale heraf nedenfor, blev overtaget af en norsk koncern, Rieber & Søn, i begyndelsen af 1997, blev Phønix' forhold ændret markant inden for 8 måneder efter majoritetsovertagelsen. Det, der hidtil havde været et selvstændigt virkende børsnoteret dansk aktieselskab, blev efter strukturændringen omdannet til fire selvstændige divisioner (tag, asfalt, international, finsk marked), hver med direkte reference til det norske hovedselskab.

Det understreges, at den egentlige selskabsretlige ligebehandlingsgrundsætning ikke kan strækkes så vidt, at den i sig selv fører til en pligt for selskabet til at sørge for, at alle aktionærer behandles lige i en majoritetsovertagelsessituation. Ønsker man at pålægge den, der overtager den bestemmende indflydelse i et selskab, en pligt til at tilbyde selskabets øvrige aktionærer eller anpartshavere at købe også deres aktier eller anparter, må man skabe udtrykkelig hjemmel til at pålægge den pågældende en sådan byrde. Denne hjemmel kan skabes gennem

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

selskabets vedtægter, hvilket dog sjældent forekommer, eller den kan skabes gennem lovgivningen. Den er ikke skabt blot som følge af den selskabsretlige lighedsgrundsætning.

I det selskabsretlige forhold er alle aktionærer eller anpartshavere lige (om end forskellen i aktie- eller anpartsbesiddelse allerede gør en forskel), og alle aktionærer, som befinder sig i samme situation, har krav på ligebehandling, jf. art. 42 i kapitaldirektivet – men de, der kun har minoritetsposter til salg, befinder sig netop ikke selskabsretligt i samme situation som den, der har en bestemmende aktiepost til salg. Tilsvarende gælder i relation til de særlige børsretlige lighedsgrundsætninger, hvorefter aktionærer, der befinder sig i samme situation, skal sikres lige behandling.

At man fra lovgivningsmæssig side, på trods af dette forhold har valgt at værne om minoritetsaktionærernes forventninger til driften og ejerstrukturen i selskabet, er ganske rammende udtrykt af Københavns Fondsbørs i *Afgørelser & udtalelser 2004* nr. 2.3: »Reglen om tilbudspligt er først og fremmest *en aktiv minoritetsbeskyttelsesregel, der sætter grænser for, hvilke forandringer i et selskabs liv en aktionær skal tåle*. Den giver aktionærer, som bedømmer udsigterne med den nye hovedaktionær negativt, en mulighed for at slippe ud af selskabet ved at afhænde deres aktier.«

Eftersom minoritetsaktionærerne aldrig kan vide, hvor grundlæggende ændringer målselskabet vil undergå, er det rimeligt at give dem en chance for at komme ud. Det er en del af prisen, man må betale for at overtage magten i et børsnoteret dansk selskab, og fra og med VHL har denne pris været lovfæstet. VHL overførte de overordnede regler til loven, jf. dennes §§ 31 og 32. Lovens regler er suppleret med en bekendtgørelse udstedt af Fondsrådet, tilbudsbekendtgørelsen (= overtagelsesbkg., takeoverbkg.) og såvel lov som bekendtgørelser og vejledninger udstedt i henhold hertil har over tid gennemgået massive ændringer.

Bestemmelserne i VHL kapitel 8 blev bl.a. med virkning fra 1. marts 1999 udvidet, så de også omfatter selskaber, hvis aktier er optaget til handel på en autoriseret markedsplads. Igen i 2005 blev bestemmelserne yderligere udvidet til at omfatte aktier optaget til handel på tilsvarende regulerede markeder og alternative markedspladser. Fra 2005 ligger kompetencen til at påse reglernes overholdelse hos Finanstilsynet. Der kan ske delegation til den pågældende fondsbørs hhv. autoriserede markedsplads og alternative markedsplads i medfør

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

af VHL § 83 a, stk. 1. Denne delegation var en realitet, indtil den tilbagekaldtes med virkning fra d. 1. september 2006, jf. bkg. 887 af 21. august 2006.

Det er således Finanstilsynet, der påser overholdelsen af reglerne om overtagelsestilbud, herunder *fritagelse* fra forpligtelsen, såfremt særlige forhold gør sig gældende, jf. § 31, stk. 4.

For at der udløses tilbudspligt efter VHL §§ 31-32, skal der være tale om opnåelse af retten til

1. a) et absolut (altså ikke blot et relativt eller »praktisk«) stemmeflertal eller – lidt mindre praktisk her i landet –
2. b) ret til at udnævne eller afsætte bestyrelsesflertallet eller
3. c) en bestemmende indflydelse samt besiddelse af mere end 1/3 af stemmerettighederne.

Denne sidste bestemmelse angivet som pkt. c) ovenfor indførtes med virkning fra 1. maj 1999 og er et resultat af, at man har lyttet til kritikken i relation til *Ameritech's* overtagelse i 1997 af *Tele Danmark*, som kunne finde sted uden at udløse tilbudspligt, jf. *Fondsrådets årsberetning 1999*, pkt. 2.3., *Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff* i UfR 1998 B s. 1 ff. samt *Jørgen Ravn Elkjær, Dan Buxbom & Kim Sparre* i R&R 1998, nr. 2, s. 33 ff., så tilbudspligt nu også udløses, hvor erhververen »kommer til at kunne udøve en bestemmende indflydelse over selskabet og kommer til at besidde mere end en tredjedel af stemmerettighederne«, jf. nu VHL § 31, stk. 1, nr. 5.

Ved fastlæggelsen af, om erhververen kommer til at kunne udøve bestemmende indflydelse over målselskabet, indgår der en række elementer, herunder erhververens mulighed for indflydelse på sammensætningen af bestyrelsen eller dens flertal, ligesom også hele aktionærsammensætningen i selskabet må tages i betragtning. Jo mere spredt de øvrige dele af aktiekapitalen er, jo mindre del af kapitalen fordres der til en bestemmende indflydelse. Derimod gælder det, at den, der allerede har en bestemmende indflydelse som nævnt i ét af leddene i § 31, ikke på ny skal afgive tilbud, blot fordi den pågældende forøger sin besiddelse, jf. Afgørelser & udtalelser, november 2001, afgørelse 1, hvor storaktionæren, der allerede besad 32 % af kapitalen og 64 % af stemmerne, nu erhvervede yderligere 2 % af kapitalen. Ikke overraskende udtalte Fondsbørsen, at da aktionæren allerede før købet havde kontrol over det børsnoterede selskab, ville en yderligere erhvervelse ikke udløse tilbudspligt efter § 31. Det kan tilføjes, at der ikke herved

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

skal sondres, om aktionærens erhvervelse i sin tid udløste tilbudspligt eller ej.

I *Afgørelser & udtalelser 2004* nr. 2.2, belyses både spørgsmålet om kontrol i kraft af stemmerettigheder, der beherskes i kraft af en aktionæroverenskomst, og om beregning af tilbudskursen til målselskabets øvrige aktionærer i tilfælde, hvor den første aktieerhvervelse er sket til en kurs under den aktuelle børskurs. En investor købte aktier fra to aktionærer i selskabet. Efter erhvervelsen ville han – mærkeligt nok – ikke komme til at besidde mere end 1/3 af stemmerne som nævnt i § 31, stk. 1, nr. 5 (»den 5. pind«). Han ville alene eje 33,1 % af aktiekapitalen, men han ville få overdraget stemmeretten for de to andre storaktionærers aktier. Deres aktiebesiddelser var hhv. 31 % og 11 % efter overdragelsen til den nye investor. Herved burde der ikke kunne være megen tvivl – forholdet opfangedes allerede af den 4. pind., dvs. at § 31, stk. 1, nr. 4: at erhververen (og en »erhvervelse«) var der jo tale om »på grundlag af aftale med andre aktionærer kommer til at råde over flertallet af stemmerettighederne i selskabet«. Svaret fra fondsbørsen var derfor, at der udløstes tilbudspligt.

Herefter spurgtes der om tilbudskursen, eftersom der var købt fra de to storaktionærer til en kurs, der både lå under den aktuelle børskurs og ligeledes under (ca. 50 % lavere end) den kurs, hvortil der efterfølgende agtedes gennemført en emission i målselskabet. Svaret – som helt kan tiltrædes – var, at tilbudskursen efter § 31 var den kurs, hvortil aktierne faktisk var købt, også selv om denne kurs var lavere end både den aktuelle børskurs og den påtænkte emissionskurs (som ikke i sig selv havde nogen relevans for svaret). Der blev dog, hvilket ligeledes kan tiltrædes, taget forbehold for følgende to situationer, der hver for sig kunne føre til, at tilbudskursen skulle forhøjes: at den investor 1) udtrykkeligt eller stiltiende havde lovet de to storaktionærer at købe aktier af dem til en højere kurs eller 2) havde købt eller havde til hensigt at købe aktier i markedet til en højere kurs.

Også option (køberet) mv. til andre aktier kan spille ind, når det skal afgøres, om der opnås kontrol. Se hertil *UfR 1999.727 H, Progress*, hvor kombinationen af (a) en aktionærs (Seaway's) køb af 35 % af aktiekapitalen fra en anden aktionær, (b) option til aktiesælgerens resterende 40 % af aktiekapitalen og (c) aktiesælgerens afståelse fra at stemme ved bestyrelsesvalget, efter en samlet betragtning medførte, at tre af fem højesteretsdommere fandt det »ubetænkeligt at lægge til grund, at aktiehandelen indebar, at Seaway kunne vælge flertallet af

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

bestyrelsesmedlemmerne i Progress, og dermed gav Seaway faktisk kontrol over selskabet«, hvorfor identisk tilbud udløstes efter dagældende Regel 7. Sø- og Handelsretten (hvis første dom i sagen ophævedes, fordi én af de handelskyndige dommere havde deltaget som bestyrelsesmedlem i Københavns Fondsbørs under dennes behandling af sagen) ville ligesom de dissentierende to højesteretsdommere have givet Fondsbørsen medhold i, at der ikke var ført bevis for nogen aftale, hvorved Seaway på tidspunktet for Fondsbørsens afgørelse havde fået den faktiske kontrol over Progress. De dissentierende højesteretsdommere tilføjede, at den fortolkning af betingelserne for tilbudspligten, som Fondsbørsen anvendte i sagen, var i overensstemmelse med den dengang udviklede praksis. Sagen var alene anlagt mod Fondsbørsen, ikke mod erhververen, og dommen var derfor ikke udtryk for et krav om naturalopfyldelse for så vidt angår tilbudspligten, men alene for en dom, der kendte Fondsbørsens afgørelse urigtig.

Udtrykket »1/3 af stemmerettighederne« er ikke nærmere defineret i lovbestemmelsen. Såfremt selskabet har en helt proportional stemmeret uden vedtægtsmæssige stemmeretsbegrænsninger (stemmeloft), volder forståelsen ingen vanskelighed. Men hvis vedtægterne indeholder en stemmeretsbegrænsning, kan formuleringen give anledning til fortolkningstvivl. Nærmere bestemt kan der være tvivl, hvorvidt der ved beregningen (1) skal tages højde for et vedtægtsmæssigt stemmeloft (både ved beregningen af brøkens tæller og ved beregningen af dens nævner), eller om der (2) helt matematisk skal regnes med samtlige stemmerettigheder, der er knyttet til alle aktier i selskabet, uanset hvordan disse konkret er fordelt, og uanset om stemmeretsbegrænsningen rammer andres aktier og/eller erhververens aktier i selskabet.

Når henses til, at brøken på 1/3 i VHL § 31 ifølge lovmotiverne udtrykkeligt er valgt med henvisning til majoritetsberegningen i AL § 78, og til, at der ved beregningen af afgivne stemmer efter AL § 78 i sagens natur kun kalkuleres med stemmer, der faktisk kan udøves, dvs. uden at være ramt af et stemmeloft, taler ganske meget for førstnævnte fortolkningsmulighed: Der skal tages hensyn til den *faktiske* aktiefordeling i selskabet på erhvervelsestidspunktet og dermed også til de faktiske virkninger af et vedtægtsmæssigt stemmeloft.

Samme resultat synes at måtte nås, hvis man sammenholder med VHL § 31, stk. 1, nr. 1, der udgør »den første pind« i det børsretlige koncernkriterium: »Flertallet af stemmerettighederne i selskabet«. Der kan næppe være tvivl om, at denne »første pind« må tages bogstaveligt,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

således at der skal kalkuleres med de stemmer, der faktisk kan afgives, dvs. med fuld respekt af vedtægtsmæssige stemmeretsbegrænsninger. Også heraf må det derfor følge, da nu den »femte pind« genanvender udtrykket »stemmerettighederne i selskabet«, at en tilsvarende fortolkning må anvendes på den »femte pind«.

Det må følge heraf, at der ved afgørelsen af, om den femte pind er opfyldt eller ej, skal tages hensyn til, hvordan aktierne på det givne tidspunkt faktisk er fordelt. Begrebet »mere end 1/3 af stemmerettighederne« skal derfor retteligt forstås som »mere end 1/3 af samtlige de stemmer, der ville kunne afgives, såfremt samtlige aktionærer mødte frem og afgav de stemmer, som deres aktiebesiddelse sammenholdt med selskabets vedtægter, herunder med eventuelle stemmeretsbegrænsninger, tillader dem at afgive«.

Såfremt denne fortolkning kan lægges til grund, indebærer den for det første, at der i den enkelte erhvervelsessituation skal foretages noget mere indgående beregninger, end brøkreglen umiddelbart kunne synes at lade formode. Den indebærer endvidere, at der vil kunne forekomme tilfælde, hvor en vedtægtsmæssig stemmeretsbegrænsning er sat så lavt, at erhververen vel erholder bestemmende indflydelse over selskabet som følge af stemmefuldmagter, spredning i øvrige aktier mv., men hvor erhververen ikke på nogen måde kan komme op på 1/3 af alle de stemmer, der i givet fald ville kunne afgives på generalforsamlingen, henset til den faktiske aktiefordeling. I alle disse tilfælde er den femte pind derfor reelt betydningsløs. En erhverver vil kunne overtage den faktiske kontrol over et selskab, uden at der herved udløses tilbudspligt, uanset at erhververen både har bestemmende indflydelse og besidder mere end 1/3 af den nominelle aktiekapital.

Er der derimod tale om, at selskabets kapital er opdelt i aktieklasser med forskellig stemmevægt, volder beregningen ikke vanskeligheder. Vanskelighederne forekommer således kun, hvor muligheden for at udøve stemmer er differentieret efter, hvor mange aktier der er forenet på én ejer, det vil sige i tilfælde af en vedtægtsmæssig stemmeretsbegrænsning. Vanskelighederne består således ikke, hvor stemmeretten varierer pr. aktie, men kun hvor den varierer pr. aktionær.

Den kontrol, der efter VHL § 31 udløser tilbudspligt, kan være erhvervet gennem *opkøb i markedet, gennem køb fra én eller flere stor- eller hovedaktionærer eller gennem et frivilligt tilbud*. Er det sidste tilfældet, opstår det spørgsmål, om der i den obligatoriske tilbudsrunde

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

kan tilbydes mere, end der blev tilbudt og handlet for under den foregående, frivillige tilbudsrunde. Indledningsvis i dette afsnit nævntes *Afgørelser & udtalelser 2004* nr. 2.3, hvor fondsbørsen beskrev baggrunden for VHL § 31. Når al lyrikken i denne udtalelse skrælles bort, bliver der imidlertid et vigtigt svar tilbage på et spørgsmål, der var blevet stillet fondsbørsen: Hvis der først er et frivilligt tilbud og dernæst et obligatorisk tilbud, fordi der blev opnået kontrol gennem det frivillige tilbud, kan der da tilbydes en højere kurs ved det obligatoriske tilbud, end der blev tilbudt og betalt ved det frivillige? Svaret er, at en sådan differentieret pris er lovlig, og at den således ikke strider mod den børsretlige lighedsgrundsætning. Med den lidt pudsige tilføjelse, at reglerne ikke indeholder et krav om, at tilbudskursen skal være rimelig, fastslog fondsbørsen – utvivlsomt med rette – at ligebehandlingskravet er opfyldt, når der mindst tilbydes en pris svarende til den højeste pris, som tilbudsgiveren har betalt for de allerede erhvervede aktier i de 6 måneder, der gik forud for afgivelsen af det obligatoriske tilbud. Der begås dermed ikke noget retsstridigt i forhold til aktionærer, der i den første, frivillige tilbudsrunde accepterede at sælge for den da tilbudte kurs. At dette har fundet sted, kan hverken 1) afskære erhververen fra at byde en højere kurs i den næste, obligatoriske tilbudsrunde eller 2) medføre, at de aktionærer, der solgte i første runde, nu skal have et tillæg til salgssummen.

Erhververen kan i henhold til VHL § 31 være (a) en fysisk person, (b) en juridisk person eller (c) flere af disse, der *samarbejder om at opnå bestemmende indflydelse* over et børsnoteret selskab (målselskabet), jf. § 1, nr. 3 og 4 i overtagelsesbkg., bkg. 416 af 8. august 2006, der med virkning fra 20. maj 2006 har afløst tilbudsbkg. 618 af 23. juni 2005.

Et samarbejde som nævnt under (c) – eller med terminologisk forbillede i kommentarerne til den britiske City Code on takeovers and mergers: *a concert party* – er blandt andet anset at foreligge i en situation, hvor to selskaber samarbejdede om at opnå stemmeflertallet i målselskabet, og hvor det ene selskab var ejet ligeligt af det andet selskabs bestyrelsesformand og administrerende direktør. De to selskaber var derfor at betragte som »en erhverver« i relation til tilbudspligten, jf. *Månedsrapport* nr. 302, juni 1997, s. 18.

Hvis flere tilsyneladende uafhængigt af hinanden erhverver aktieposter i selskabet, kan de således i relation til tilbudsreglerne *blive anset for én aktionær*, enten fordi der foreligger en reel identitet mellem dem i tilbudsreglernes forstand, eller fordi de handler koordineret

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

efter aftale, jf. *Erik Werlauff* i UfR 2000 B, s. 601 ff (»Samarbejde om kontrollen over et børsnoteret selskab – et udvidet, ufærdigt børsretligt koncernbegreb«). Se hertil *Månedsrapport* maj 2000, afgørelse 1.1., hvor der samme dag kom meddelelse fra to forskellige erhververe om køb af hhv. 20 og 16,5 % af aktierne i et selskab. Fondsbørsen bad dem begge om at redegøre for den reelle identitet bag hver af de to aktionærer, både for så vidt angik ejerskab og indflydelse, ligesom de blev anmodet om at oplyse, om der var nogen relation mellem de to aktionærer. Da Fondsbørsen fik en tilfredsstillende besvarelse af disse spørgsmål, fandtes de to ikke at skulle anses som én aktionær i § 31's forstand.

Fondsrodet har historisk benyttet den tidligere bekendtgørelse til at definere »erhverver«–begrebet i den her angivne henseende. Hensigten har været at forhindre omgåelse af tilbudsreglerne, hvilket ellers kunne blive følgen, såfremt flere personer eller selskaber, der handlede koordineret, kunne slippe for tilbudspligten, når blot de hver for sig ikke opnåede stemmerflertal eller bestemmende indflydelse samt 1/3 af stemmerne i målselskabet. Som reglerne er fastlagt gennem kombinationen af loven og bekendtgørelsen, skal deres aktieerhvervelse sammentælles, når de »samarbejder om at opnå en bestemmende indflydelse«.

Når rimeligheden i den tidligere af Fondsrådet anlagte praksis er fastslået, skal det imidlertid tilføjes, at *udvidelsen af »erhverver«-begrebet* giver anledning til meget betydelige praktiske vanskeligheder. Disse består særligt i at fastslå, hvor længe og i hvilke henseender flere personers aktiebesiddelse skal betragtes under ét. At de skal betragtes under ét i selve erhvervelsessituationen, når de samarbejder om at opnå en bestemmende indflydelse, fremgår direkte af overtagelsesbkg. § 1, nr. 4.

Men skal de også betragtes under ét, hvis de efterfølgende handler aktier indbyrdes, så den bestemmende indflydelse derved koncentreres på færre af dem? Og skal denne »identifikation« mellem dem i så fald gælde, uanset om de ved deres fælles erhvervelse udløste tilbudspligt og har iagttaget denne, eller om de har erhvervet deres aktier på en sådan måde, at tilbudspligt aldrig er udløst (fx fordi de erhvervede deres aktier uafhængigt af hinanden og først derefter indgik en aftale, eller fordi de erhvervede deres aktier i fællesskab på et tidspunkt, hvor selskabet endnu ikke var børsnoteret)?

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Disse spørgsmål tager bekendtgørelsen ikke stilling til. Københavns Fondsbørs (i dag er kompetencen hos Finanstilsynet) har derfor i sin praksis måttet »lappe« på denne tavshed for at nå frem til rimelige resultater. Fondsbørsen måtte således i sin praksis – utvivlsomt for at undgå, at der flere gange udløses tilbudspligt, når aftalebundne parter efterfølgende handler aktier indbyrdes – lægge til grund, at hvis aftalens parter både indadtil over for selskabet og udadtil over for omverdenen agerer som én aktionær med fælles stemmeafgivning mv., vil indbyrdes aktiehandel *ikke* udløse (ny) tilbudspligt – selv om der herved strengt taget opstår en situation, der efter loven og bekendtgørelsen udløser tilbudspligt, *enten* fordi en aktionær gennem aftale med andre aktionærer herved opnår stemmeflertal, jf. lovens § 31, stk. 1, nr. 4, *eller* fordi en delmængde af de aftalebundne aktionærer nu samarbejder om, at netop disse aktionærer opnår en bestemmende indflydelse.

Hverken loven eller overtagelsesbkg. gør nogen undtagelse fra tilbudspligten i disse tilfælde. Eller for at illustrere forholdet gennem et samarbejde i form af en aktionæroverenskomst mellem to familiegrupper, der hver har halvdelen af fx den unoterede A-kapital i et selskab, og hvor hver gruppe fx består af tre aktionærer, idet det med fed skrift markeres, hvem der (alene eller sammen) besidder en bestemmende indflydelse: Det foreskrives *ikke*, at hvis fx *ABC-DEF* bliver til **A**BC-DE, så skal **A** være fri for at iagttage tilbudspligten under henvisning til, at han gennem en aftale med andre aktionærer allerede har bundet udøvelsen af sin bestemmende indflydelse i nærmere bestemt omfang. Eftersom han har erhvervet den bestemmende indflydelse (alene eller i et samarbejde med andre), udløses tilbudspligten.

Fondsbørsen har gennem sin praksis »lappet« på de åbenlyst urimelige følger, denne retstilstand kunne få i flere tilfælde gennem udløsning af successiv tilbudspligt ved ændring af de indbyrdes aktiekonstellationer. Denne praksis har – strengt taget uden hjemmel i loven eller bekendtgørelsen – således tidligere »fritaget« for tilbudspligten ved indbyrdes handler, *forudsat* at samarbejdet mellem aktionærerne havde en sådan fasthed, at de agerede som én aktionær, både internt og eksternt. »Fritaget« anføres her i citationstegn, fordi der ikke var tillagt Fondsbørsen nogen dispensationsbeføjelse i loven. Kun Fonds*rådet* kunne dispensere fra tilbudspligten, og kun i særlige tilfælde, jf. *Fondsrådets årsberetning 1998* pkt. 2.3, hvoraf fremgår, at dispensationsbeføjelsen kun yderst sjældent anvendes, og kun hvor

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

overdragelsen har medført ubetydelige ændringer for minoritetsaktionærerne med hensyn til forudsætningerne for selskabets videre drift. Fonds*børsen* »administrerede« blot reglerne. Teoretisk kunne en minoritetsaktionær anfægte en afgørelse fra Fondsbørsen om, at tilbudspligt ikke udløses, og hvis da en præcis fortolkning af loven og bekendtgørelsen fører til, at tilbudspligt alligevel udløstes, kunne Fondsbørsen – og i dag Finanstilsynet – og erhververne dømmes til at iagttage tilbudspligt. Denne mulighed vil dog ofte være temmelig teoretisk, men i praksis er det faktisk set, at Fondsbørsens afgørelse er blevet anfægtet ved domstolene og underkendes af disse, jf. den allerede nævnte *UfR 1999.727 H*, Progress.

Man kan anskue Fondsbørsens tidligere praksis på dette område fra den kritiske vinkel og sige, at denne praksis savner klar hjemmel i loven og bekendtgørelsen. Denne anskuelse er dog kun interessant retshistorisk, eftersom Finanstilsynet har tilbagekaldt kompetencen med virkning fra 1. september 2006. Derfor er det mere nærliggende at vælge den mere positive indfaldsvinkel og fastslå, at den nævnte praksis er velbegrundet for at afparere urimelige virkninger af »samarbejdsreglen« i bkg § 1, nr. 4.

Skal man udtrykke noget *sammenfattende om den foreliggende praksis*, må det blive, at det aftalekompleks, der efter Fondsbørsens praksis kunne begrunde, at aftalens parter betragtedes som én aktionær og dermed efter Fondsbørsens opfattelse kunne *fritages* fra tilbudspligten, skulle have en ganske særlig fasthed og udstrækning. De pågældende skulle optræde som én aktionær både i deres stemmeafgivning, øvrige handlinger og optræden udadtil. Forholdet skal være tilkendegivet gennem prospekt og/eller børsmeddelelser. Deres stemmeret i selskabet skal udøves i fællesskab, som om de var én aktionær, og dette må derfor nødvendigvis ske efter forudgående indbyrdes rådslagning.

Overtrædelse af tilbudspligten sanktioneres med bøde, jf. VHL § 91, stk. 1.

Til § 31, stk. 2: Frivillige tilbud

I VHL § 31, stk. 2, foreskrives det nu, at § 31, stk. 1, der fastlægger pligten til at fremsætte et overtagelsestilbud til minoritetsaktionærer, ikke finder anvendelse, såfremt den i stk. 1 omhandlede overtagelse er et resultat af et frivilligt tilbud til samtlige aktionærer om at overdrage samtlige deres aktier, og dette tilbud opfylder betingelserne i § 32, stk.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

1 (der omhandler kravene til tilbudsdokument m.v. i forbindelse med tilbudsafgivelse til minoritetsaktionærerne). De hidtil gældende bestemmelser indeholdt ikke en sådan bestemmelse, og det var således kun Finanstilsynet, der havde mulighed for konkret at undtage fra pligten til at afgive overtagelsestilbud, såfremt særlige forhold gjorde sig gældende.

Baggrunden for bortfaldet af pligten til at afgive overtagelsestilbud efter reglen i § 32, stk. 1 er, at tilbudsgiver allerede på frivillig basis har givet et overtagelsestilbud til samtlige aktionærer om overtagelse af samtlige deres aktier i selskabet, og at dette tilbud allerede opfylder betingelserne efter direktivet (§ 32, stk. 1).

Bestemmelsen om, at det allerede afgivne frivillige tilbud ikke udløser pligtmæssigt tilbud giver imidlertid det problem, at det i overtagelsesbkg. § 8, stk. 7, er fastsat, at princippet om højeste kurs ikke finder anvendelse på frivillige overtagelsestilbud. Højeste kurs er den højeste pris, som tilbudsgiver eller personer, der handler i forståelse med tilbudsgiver, har betalt for de allerede erhvervede aktier i de 6 måneder, der ligger forud for tilbuddets afgivelse. I praksis vil det betyde, at kontrol over et selskab, der er opnået ved hjælp af et frivilligt tilbud, ikke skal følges op af et pligtmæssigt tilbud, selvom det frivillige måtte være afgivet til en lavere kurs, end hvad der følger af overtagelsesbekendtgørelsen. Hvis tilbuddet imidlertid opfylder betingelserne i AL § 20 d, kan minoritetsaktionærerne vælge at kræve deres aktier vurderet af en uvildig skønsmand i tilfælde af, at dette måtte give dem en bedre pris for aktierne.

Det må i øvrigt antages at blive temmelig udbredt, at en erhverver, der ikke efter VHL § 31 har pligt til at give identisk tilbud, alligevel gør det. Det fremgår i så fald af VHL § 32, stk. 2, at forskrifterne i § 32 om tilbudsdokument skal iagttages på samme måde, som hvis der forelå en formel § 31-situation. Erkendes må det dog, at *Ameritech i Tele Danmark noteringen* aldeles ikke følte sig foranlediget til at ofre penge på et sådant fakultativt tilbud.

Uanset at det grundlæggende er de samme regler, der regulerer et obligatorisk tilbud og et sådant frivilligt tilbud, jf. dog nedenfor om tilbudspligtens omfang mv., er det dog principielt to væsensforskellige situationer:

1. *Det obligatoriske tilbud* er et resultat af noget bagudrettet, nemlig overtagelsen af stemmemajoritet eller bestyrelsesflertal i et børs-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

noteret selskab; nu skal de øvrige aktionærer ligestilles med majoritetsindehaveren. Her er der tale om en tilbudspligt.

2. *Et frivilligt tilbud* er udtryk for noget fremadrettet, nemlig ønsket om at blive majoritetshaver i et børsnoteret selskab. Budgiveren er endnu ikke majoritetsindehaver, men nærer ønske om at blive det. Han rækker efter magten. Her er der tale om en tilbudsret. Han kunne jo skaffe sig magten på anden måde, fx ved et køb direkte fra en majoritetsindehaver (men i så fald kunne der efterfølgende indtræde en tilbudspligt).

Det er ikke helt så vigtigt at fastslå, at der skal gives identisk tilbud til alle, som det er at fastslå, at hvis man vil overtage magten i et børsnoteret selskab, og hvis man herved vil give alle et identisk tilbud, så skal en bestemt procedure med tilbudsdokument mv. iagttages. Heri ligger efter vores opfattelse reglernes hovedfunktion. Det centrale område for frivillige tilbud er tilfælde, hvor der rækkes ud efter magten i et børsnoteret selskab. Dette kan ske efter aftale med målselskabets bestyrelse (et »venligtsindet« overtagelsestilbud) eller uden en sådan forståelse (et »fjendtligt« overtagelsestilbud). Eksempel på et venligtsindet tilbud er aftalen i marts 2000 mellem *MeritaNordbanken AB (publ.)*, Sverige, og *Unidanmark A/S* om førstnævntes bud på majoriteten i sidstnævnte med henblik på at skabe en nordisk finanskoncern.

Majoritetsovertagelse gennem *fusion, emission mv.* faldt efter den praksis, som Københavns Fondsbørs fulgte i 1997, ind under tilbudsreglerne, jf. Månedsrapport nr. 300, maj 1997. Dette stemte efter den dagældende opfattelse angiveligt bedst med målsætningen bag reglerne. Da der ved fusion ikke foreligger en egentlig tilbudskurs, måtte en sådan i stedet fastlægges ud fra de kurser, der har dannet grundlag for bytteforholdet mellem aktierne i det indskydende og det fortsættende selskab. Som fremhævet foran i afsnittet om samspillet mellem selskabs- og børsreglerne, kan der imidlertid rejses alvorlig tvivl om den retsopfattelse, hvorefter også fusion udløser tilbudspligt. Uanset at fusion både i dagligdags erhvervsmæssig betragtningsmåde og i børsretlig terminologi er udtryk for én blandt flere overtagelsesmåder, kan børsretten ikke herved løsrive fusionsbegrebet fra dets selskabsretlige forankring. Hertil kommer, at hverken fusions- eller emissionssituationen er karakteriseret ved den aktieoverdragelse, som sprogligt og begrebsmæssigt er det helt centrale element i VHL § 31 og dermed i udløsningen af tilbudspligt.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Det kan formentligt på baggrund af den gældende praksis på området (jf. bl.a. afgørelser optrykt i hhv. Månedsrapport nr. 321, februar 1999, s. 18, Månedsrapport september 2000, afgørelse 1.1, og Afgørelser & udtalelser 2004, nr. 2.1) fastslås, at overtagelsestilbud ikke skal fremsættes ved majoritetspositioner, der etableres ved emission eller fusion, medmindre der er tale om omgåelse af tilbudsreglerne. Følgelig udløser kapitalforhøjelsen – omgåelsestilfælde undtaget – ikke tilbudspligt.

Til § 31, stk. 3: Forholdet mellem aktieselskabslovens indløsningsregler og VHL's tilbudsregler

De særlige selskabsretlige indløsningsregler for børsnoterede selskaber gælder således også AMP-noterede selskaber, men ikke for selskaber, der har deres aktier optaget til handel på en alternativ markedsplads, hvilket er værd at bemærke sig.

Det er i AL §§ 20 b, stk. 4, og 20 d blevet præciseret, at hvis både aktieselskabslovens og værdipapirhandelslovens regler finder anvendelse på en konkret situation, så har værdipapirhandelslovens regler om bl.a. prisfastsættelse forrang. Dog kan en minoritetsaktionær vælge, at prisfastsættelsen i stedet skal ske efter aktieselskabslovens regler herom i henhold til de almindelige regler om skønsmandsvurdering efter AL § 19, stk. 2. Denne bestemmelse er indsat for at undgå tvivl om, hvilket regelsæt der finder anvendelse på prisfastsættelse af aktieerhvervelsen. Desuden tjener præciseringen tillige det formål at sikre, at prisfastsættelsesprincipperne fra aktieselskabsloven også finder anvendelse på de aktier, der er optaget til handel på en alternativ markedsplads, uagtet at aktieselskabslovens indløsningsregler i øvrigt ikke finder anvendelse herpå.

Efter den tidligere § 20 c, stk. 1, i aktieselskabsloven var proceduren ganske langmodig for en majoritetsaktionær, der ønskede tvangsindløsning af aktier, der var omsætningspapirer, herunder børsnoterede aktier. Der gjaldt således først en 4-ugers frist fra majoritetsaktionærens og bestyrelsens beslutning om tvangsindløsning, jf. § 20 b, stk. 1. Indkaldelsen skulle ske skriftligt til alle i aktiebogen noterede aktionærer, som havde fremsat begæring herom. Kunne selskabets aktier lyde på ihændehaver, skulle indkaldelsen ske offentligt. Dernæst gjaldt en 6-måneders frist fra det første nummer af Statstidende i det følgende kvartal for aktier, der var omsætningspapirer, mens der kun gjaldt en 3 måneders frist for ikke-omsætningspapirer.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Der kunne således gå ca. 7-10 måneder fra aktionærens og bestyrelsens beslutning om tvangsindløsning, til tvangsindløsningen var gennemført. Hertil kom en eventuel skønsmandsvurdering eller dom vedrørende indløsningskursen.

Den tidligere gældende forskel på 3 måneder for aktier, der ikke er omsætningspapirer, og 6 måneder for aktier, der er omsætningspapirer, er ved ændring af værdipapirhandelsloven pr. 24. juni 2006 blevet reguleret. I lyset af udviklingen i værdipapirmarkedet er det således blevet vurderet, at der nu er tilstrækkelig åbenhed om aktionærforholdene til at fastsætte én fælles frist på 3 måneder for det varsel, der skal gælde for indkaldelse af aktionærer i Statstidende, og § 20 c, stk. 1, 2. pkt. er herefter ophævet. Dog skal de frister, der gælder for andet end indkaldelsen af aktionærer efter § 20 c, stk. 1, stadig skal iagttages.

Selvom AL § 20 b i et vist omfang indeholder de krav til indløsning af minoritetsaktionærer, som overtagelsesdirektivet stiller, er der blevet indsat § 20 e i aktieselskabsloven med henblik på yderligere tilnærmelse til overtagelsesdirektivet. Efter § 20 e er det tilbudsgiver, der ensidigt (det vil sige uden bestyrelsens samtykke, som var tilfældet efter de tidligere regler) kan forlange, at minoritetsaktionærerne lader sig indløse, såfremt betingelserne herfor i øvrigt er opfyldt. Minoritetsaktionærerne kan på tilsvarende vis lade sig indløse.

I henhold til overtagelsesdirektivet skal minoritetsaktionærerne vederlægges med en »rimelig pris«, hvilket som udgangspunkt som nævnt skal ske efter værdipapirhandelslovens regler, medmindre minoritetsaktionæren ønsker, at aktieselskabslovens regler herom skal finde anvendelse.

Indløsning skal efter AL § 20 e, stk. 5, ske senest 3 måneder efter, at perioden for det pågældende overtagelsestilbud er udløbet.

I aktieselskabsloven er endvidere indsat et helt nyt kapitel 10 a. Formålet med kapitlet er at give selskaberne mulighed for på generalforsamlingen at vedtage beslutninger, der gør det nemmere for tilbudsgivere at gennemføre en overtagelse af selskabet. Det nye kapitel 10 a er en konsekvens af overtagelsesdirektivets art. 12, hvorefter bestemmelsernes udnyttelse overlades til generalforsamlingerne i de enkelte selskaber.

AL kapitel 10 a vedrører proceduren for overtagelsestilbud i selskaber, der har kapitalandele, hvortil der er tilknyttet stemmerettigheder, optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller et andet

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

reguleret marked i EU. Stemmeløse aktier er efter overtagelsesdirektivets præambel sammenholdt med art. 2, stk. 1, litra e og g, ikke omfattet af direktivets krav.

Det er overladt til selskabernes generalforsamling at tage stilling til, hvordan procedurer og aktionærrettigheder skal indrettes i tilfælde af, at der fremsættes et overtagelsestilbud i henhold til VHL § 31, stk. 1, vedrørende pligtmæssige overtagelsestilbud. Det står herefter selskaberne frit for at opretholde eventuelle aktieklasser med forskellig stemmeværdi eller vedtægtsbestemmelser om ejerbegrænsninger, typisk ejerlofter, eller stemmelofter, også i forbindelse med overtagelsestilbud.

Efter de nye bestemmelser i AL kapitel 10 a, har selskaberne to forskellige muligheder placeret i henholdsvis §§ 81 c og 81 d. Bestemmelserne koncentrerer sig om dels 1) mulighed for at generalforsamlingen kan beslutte, at der skal indhentes generalforsamlingsgodkendelse, inden foranstaltninger, der kan lægge hindringer i vejen for et overtagelsestilbud, iværksættes, og dels 2) mulighed for at generalforsamlingen kan beslutte at indføre en ordning, hvorefter særlige rettigheder og begrænsninger, der knytter sig til aktiebesiddelsen eller til den enkelte aktie suspenderes, hvis selskabets aktier bliver genstand for et overtagelsestilbud. Desuden er der fastsat særlige regler om 3) økonomisk kompensation til aktionærerne. Se for en nærmere gennemgang af disse forhold *C.F. Malmqvist og Dan Moalem*, NTS, 2006, nr. 3, s. 52ff.

Ad 1)

Bestemmelsen i § 81 c giver som nævnt mulighed for, at generalforsamlingen kan træffe foranstaltninger, der skal sikre, at der i overtagelsestilbudssituationen ikke iværksættes hindringer for overtagelsestilbuddet uden generalforsamlingens godkendelse. Bestemmelsens ordlyd er uklar vis-a-vis majoritetskravene i de to forskellige generalforsamlingsbeslutninger i henhold til stk. 1. Af lovbemærkningerne (og § 81 c, stk. 2, der således må antages at gælde for denne »første« generalforsamling) fremgår, at beslutningen om indførelse af en godkendelsesordning som nævnt i § 81 c træffes med samme majoritetskrav som suspension af særlige aktionærrettigheder. Dette vil i praksis kræve, at det dobbelte 2/3 krav i (i) § 78 og (ii) § 79, stk. 3, iagttages, samt at vedtægternes øvrige bestemmelser også overholdes.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Generalforsamlingens godkendelse til bestyrelsen om at træffe forsvarsforanstaltninger skal foreligge senest på det tidspunkt, hvor selskabets bestyrelse eller direktion har modtaget oplysninger om offentliggørelse af tilbuddet, og indtil resultatet af tilbuddet foreligger og er offentliggjort efter reglerne i VHL kapitel 8, eller tilbuddet er bortfaldet. Generalforsamlingens godkendelse skal herefter indhentes, uanset om der er tale om foranstaltninger, der er besluttet, før bestyrelsen har modtaget oplysninger om overtagelsestilbuddet, jf. § 81 c, stk. 3.

Uanset at vedtægterne måtte foreskrive en længere frist, kan bestyrelsen indkalde generalforsamlingen med 2 ugers varsel med henblik på at indhente generalforsamlingens godkendelse til foranstaltningerne, jf. § 81 c, stk. 4.

Det fremgår hverken af lovens ordlyd eller af lovbemærkningerne, med hvilken majoritet generalforsamlingen skal godkende de i § 81 c, stk. 1 nævnte forsvarsforanstaltninger. Det må imidlertid antages, at det er aktieselskabslovens majoritetskrav i § 77, der finder anvendelse, efter hvilken bestemmelse det kræver almindelig flertalsmajoritet at træffe beslutninger om forsvarsforanstaltninger. Hvis selskabet også har valgt at benytte sig af gennembrudsreglen i § 81 d, vil stemmeretsbegrænsninger m.v. dog være tilsidesat på denne generalforsamling, jf. under 2).

Hvor selskabet har valgt at indføre godkendelsesordningen, og generalforsamlingen har givet sin godkendelse til bestyrelsens iværksættelse af forsvarsforanstaltninger, opstår en interessant situation, hvor tilbudsgiver efterfølgende ændrer sit tilbud efter reglerne i overtagelsesbkg. § 13, stk. 1, til aktionærernes fordel. Vil denne ændring kunne betyde, at det grundlag, hvorpå generalforsamlingen har truffet sin beslutning, er ændret eller bortfaldet, således at der skal afholdes en ny generalforsamling? Dette spørgsmål er der ikke i loven eller bemærkningerne til lovforslaget taget stilling til. Da der skal ske offentliggørelse af ændringer til tilbudsdokumentet på samme måde som selve tilbuddet, må det antages, at dette medfører, at der skal afholdes en ny generalforsamling, medmindre bestyrelsen har modtaget et mandat med bemyndigelse til at acceptere ændringen indenfor en i forvejen specificeret ramme. Når bestyrelsen har modtaget bemyndigelse fra generalforsamlingen, må man holde sig for øje, at dette er udtryk for en aftale mellem aktionærerne og ledelsen, som bestyrelsen ikke må bringe i misligholdelse. Aktieselskabslovens og vedtægternes reg-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ler stiller selvsagt visse ydre rammer, men det er også tilrådeligt konkret at fastlægge de aftalemæssige rammer, inden for hvilke ledelsen kan agere. Mere firkantet kan det udtrykkes således, at loven og vedtægternes rammer (også) regulerer forholdet til tredjemand, mens indholdet af bemyndigelsen er et udtryk for det obligationsretlige forhold mellem selskabets aktionærer og bestyrelsen.

Ad 2)
Efter § 81 d kan generalforsamlingen som nævnt vælge (ligeledes) at indføre en ordning, hvorefter særlige rettigheder eller forpligtelser, der knytter sig til besiddelsen af en aktie, suspenderes, hvis selskabets aktier bliver genstand for et overtagelsestilbud. Overtagelsesdirektivet udstikker i den forbindelse retningslinjerne for de rammer, der skal gælde for aktionærernes beslutningsstruktur i forbindelse med et overtagelsestilbud. Dette betyder, at særlige rettigheder, forpligtelser og begrænsninger, der er knyttet til aktierne i form af forskellig stemmeværdi, ejerlofter og stemmelofter, suspenderes i forbindelse med et overtagelsestilbud, hvilket betegnes »gennembrud« i overtagelsesdirektivets art. 11. Det er imidlertid som ved reglen i § 81 c, overladt til aktionærerne selv at tage stilling til, hvorvidt de ønsker at indføre en ordning om at suspendere ovennævnte rettigheder, forpligtelser og begrænsninger i tilfælde at overtagelsestilbud. Der tænkes her på særlige stemmerettigheder og begrænsninger vedrørende aktieerhvervelser, som er fastsat i henhold til lov eller aftale.

Det fremgår af lovbemærkningerne, at aktionærernes eventuelle beslutning om at indføre en sådan suspensionsordning i forbindelse med et overtagelsestilbud ikke i sig selv medfører nogen ændringer i de rettigheder og begrænsninger, der i øvrigt gælder for den enkelte aktionær på grundlag af den konkrete aktiebesiddelse, vedtægtsbestemmelser eller aftaler, og at disse bestemmelser således videreføres uændret i andre situationer end overtagelsessituationen.

Beslutningen om at indføre en gennembrudsregel, som § 81 d hjemler, stiller samme krav til vedtægtsmajoritet, som regel efter § 81 d. Det vil sige, at såvel aktieselskabslovens majoritetskrav i § 78 samt § 79 skal iagttages, samt hvad vedtægterne i øvrigt måtte foreskrive, jf. ovenfor under 1) vedrørende indholdet heraf.

I henhold til § 81 e har gennembrudsreglen den betydning, at såfremt der fremsættes et overtagelsestilbud, vil offentliggørelse af tilbuddet medføre, at stemmeretsdifferentiering, omsættelighedsbe-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

grænsninger m.v. tilsidesættes. Det bemærkes, at såfremt selskabet både har valgt at benytte sig af ordningen i §§ 81 c og 81 d, vil § 81 d reglen medføre, at neutraliseringen af stemmerettigheder m.v. træder i kraft, således at stemmeretsbegrænsninger, omsætningsbegrænsninger m.v. heller ikke finder anvendelse på en eventuel generalforsamling vedrørende iværksættelse af forsvarstiltag.

Tilbudsgiver kan i medfør af § 81 g ligeledes indkalde til generalforsamling med henblik på at ændre vedtægterne samt udnævne eller udskifte bestyrelsen, såfremt han har erhvervet 75 % eller mere af den stemmeberettigede aktiekapital. Denne første generalforsamling kan uanset vedtægternes indkaldelsesvarsel indkaldes med 2 ugers varsel, og på denne finder gennembrudsreglen tillige anvendelse, jf. § 81 e, stk. 3.

Man skal imidlertid holde sig for øje, at på denne generalforsamling, kan tilbudsgiver ikke gennembryde bestemmelser i lov eller vedtægter, der fastsætter højere vedtagelseskrav, end de 75 %, som tilbudsgiver har at gøre godt med. Tilbudsgiver kan således ikke på permanent basis fx afskaffe A- og B-aktiernes stemmeværdi med de 75 %.

En interessant situation opstår imidlertid, hvis tilbudsgiver med sine 75 % måtte ønske at ophæve fx omsættelighedsbegrænsninger, jf. AL § 79, stk. 2. Her er spørgsmålet med hvilken majoritet, en ophævelse heraf kan besluttes.

Såfremt ophævelsen rammer samtlige aktionærer, må det antages, at beslutning herom kan træffes med almindelig vedtægtsmajoritet, altså med 2/3 flertal efter AL § 78. Rammer ophævelsen derimod kun enkelte aktionærer er spørgsmålet, om det kræver (i) 9/10 flertal, (ii) blot almindelig vedtægtsmajoritet, men med iagttagelse af § 17 og § 80, (iii), om det kræver almindelig vedtægtsmajoritet og samtykke fra de aktionærer, der bliver negativt berørt af beslutningen, eller (iv) om det kræver enstemmighed efter § 79, stk. 1.

Da bestemmelsen i AL § 79, stk. 2, er udtømmende, kan det ikke formodes, at (i) vil være den rette model. Der er særskilt i bestemmelsen taget højde for de situationer, der kræver 9/10 flertal, og af disse fremgår udtrykkeligt, at det er i *forpligtelsessituationen*, at bestemmelsen finder anvendelse. Fritages aktionærerne (uagtet at det kun er nogle af dem) for en omsættelighedsbegrænsning, finder bestemmelsen efter sin ordlyd ikke anvendelse.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Det må derimod antages, at der som minimum kan stilles krav om, at der skal foreligge almindelig vedtægtsmajoritet som nævnt i (ii) for ophævelsen alene begrundet i det forhold, at der er tale om en vedtægtsændring. I denne situation vil AL §§ 17 og 80 dog spille en betydelig rolle som henholdsvis formel og materiel generalklausul, og disse bestemmelser vil naturligt sætte sine begrænsninger for beslutningens gennemførelse. Da § 80 imidlertid som nævnt er en generalklausul og dermed en opsamlingsbestemmelse, vil det være nærliggende at finde (iii) for den mest sandsynlige model for beslutningen. Herefter stilles der krav om almindelig vedtægtsmajoritet *og* samtykke fra de aktionærer, hvis retsstilling forringes. Ved samtykkekravet tages således behørigt hensyn til den forringede retsstilling, aktionærerne måtte føle dem forholdsmæssigt pålagt ved, at andre aktionærer måtte blive fritaget for omsættelighedsbegrænsninger eller lignende.

Krav om enstemmighed efter § 79, stk. 1, jf. (iv), kan næppe antages for sandsynligt, allerede fordi § 79, stk. 1, alene omfatter de situationer, hvor aktionærkredsen som helhed rammes af en bebyrdende beslutning. Forholdet mellem aktionærerne tager bestemmelsen derimod ikke stilling til.

Den tilbudsgiver, der med sine 75 % måtte ønske at foretage vedtægtsændringer, uagtet at de måtte være til aktionærernes (og hans egen) fordel, skal således iagttage aktieselskabslovens regler om vedtægtsmajoritet og samtykkekrav, som nødvendigvis må komme i spil, hvis ikke alle aktionærer opnår de samme fordele.

For så vidt angår de aktionæroverenskomstbaserede omsættelighеds- og stemmeretsbegrænsninger samt tilsvarende aftaler mellem aktionærerne og selskabet gælder der særlige regler. I henhold til overtagelsesdirektivets art. 11, stk. 2 og 3, berøres sådanne aftaler nemlig ikke af gennembrudsreglen i § 81 d, såfremt aftalen er indgået før 31. marts 2004 (overtagelsesdirektivets vedtagelse), jf. også § 81 f. Direktivets anvendelsesområde synes imidlertid at række videre, end hvad der fremgår af bemærkningerne til lovforslaget, der udelukkende synes at sigte på aftaler aktionærerne imellem ved konsekvent at henvise til aktionæroverenskomster. Ordlyden af bestemmelsen i § 81 f henviser derimod til »aftaler« helt generelt. Efter en direktivkonform fortolkning, må det nødvendigvis medføre, at såvel aktionæroverenskomster som aftaler mellem selskabet og aktionærerne er omfattet af undtagelsen, såfremt aftalen er indgået før overtagelsesdirektivets vedtagelse. Samme forståelse må nødvendigvis også anlægges ved fortolk-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ningen af § 81 e om omfanget af gennembrudsreglen, da det så meget desto mindre kan formodes, at lovgiver har tiltænkt aktieselskabslovens regler at være mere indgribende end overtagelsesdirektivet. Begrebet »aftale« i aktieselskabsloven skal formentligt forstås i overensstemmelse med direktivet, det vil sige omfattende såvel aktionæroverenskomster som aftaler mellem selskabet og aktionærerne. Aftaler med tredjemand må antages ikke at være omfattet af gennembrudsreglen overhovedet og falder således helt udenfor reguleringen. På baggrund heraf vil en aktionæroverenskomst tiltrådt af tredjemand ligeledes formodes at medføre, at gennembrudsreglen ikke finder anvendelse.

Ad 3) Kompensation

Efter overtagelsesdirektivet (og AL § 81 h) skal der ydes aktionærerne en rimelig kompensation for det tab, de måtte lide ved ikke at kunne gøre de af gennembrudsreglen omfattede rettigheder og begrænsninger gældende i forbindelse med et overtagelsestilbud, hvis selskabet har indført en ordning om suspension, jf. § 81 d og § 81 e. Der skal i den forbindelse skelnes mellem a) kompensation i de tilfælde, hvor rettigheder og forpligtelser er fastsat i henhold til vedtægter (§ 81 h, stk. 1-3) og b) kompensation i de tilfælde, hvor rettigheder og forpligtelser er fastsat i henhold til aktionæroverenskomst indgået i perioden fra den 31. marts 2004 til lovens ikrafttræden (§ 81 h, stk. 4, jf. stk. 1-3). I de under a) nævnte tilfælde, skal der ydes kompensation i henhold til tilbudsdokumentet. Det skal af tilbudsdokumentet ligeledes fremgå, hvorledes denne kompensation beregnes. Det fremgår af lovbemærkningerne, at et eventuelt tab som følge af tilsidesættelse af aktionærernes ret til kompensation i forbindelse med et overtagelsestilbud ikke kan fastsættes generelt, idet tabet varierer for det enkelte selskab og den enkelte aktionær over tid. Kompensationen skal derfor fastlægges på baggrund af en individuel vurdering for det konkrete selskab med afsæt i markedsværdien for de pågældende aktier.

Af lovbemærkningerne følger, at der ikke er krav om kompensation til de aktionærer, hvis rettigheder fremgår af aktionæroverenskomst indgået efter 30. marts 2004 (modsat de rettigheder, der måtte være fastsat i vedtægterne), men at der er i overensstemmelse med dansk retstradition er indført en bestemmelse svarende til kompensationsreglen for de vedtægtsbestemte rettigheder, der gælder for de rettigheder, der udspringer af aktionæroverenskomst indgået mellem 21. marts 2004 til lovens ikrafttræden (24. juni 2005), jf. AL § 81 h,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

stk. 4. Sondringen mellem muligheden for kompensation i de to situationer, fremstår ikke klar, da der blot i lovbemærkningerne henvises til, at et selskabs vedtægter er underlagt offentlighed i overensstemmelse med Rådets 1. direktiv om offentlighed om selskabers forhold (direktiv 68/151/EØF), mens aktionæroverenskomster ikke er underlagt samme offentlighedskrav og sædvanligvis alene er kendt af de umiddelbare aftaleparter.

I overtagelsesdirektivets art. 11, stk. 5, henvises imidlertid til samme bestemmelses stk. 2, 3 og 4 for så vidt angår de situationer, hvor der skal ydes kompensation, og af stk. 3 fremgår: »Stemmeretsbegrænsninger ifølge kontraktlige aftaler mellem målselskabet og indehavere af kapitalandele i dette selskab eller mellem indehaverne af kapitalandele i målselskabet indgået efter vedtagelsen af dette direktiv har ikke virkning på en generalforsamling, hvor der træffes afgørelse om forsvarsforanstaltninger i overensstemmelse med kapitel 9«.

Stk. 2 indeholder bestemmelse om suspension af de begrænsninger, der måtte være i retten til overdragelse af aktierne i henhold til tilsvarende aftale. Der er ikke i overtagelsesdirektivet foretaget nogen tidsmæssig sondring i den anledning, og således har man fra dansk side valgt at indføre en kompensationsregel, der indeholder forskellige kompensationer afhængigt af, hvad rettighedernes grundlag er.

Selv om der kan argumenteres for det rimelige i, at aktionærerne ikke kompenseres i situationer, hvor de har haft mulighed for at indstille sig på gennembrudsreglen, idet aktionæroverenskomster ikke gennembrydes, hvis de er indgået før direktivets vedtagelse, synes det alligevel besynderligt, at der er gjort forskel på kompensationsmuligheden i forhold til de vedtægtsbestemte rettigheder. Samme hensyn turde vel gøre sig gældende. Det fremgår specifikt af lovbemærkningerne, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 7099, at »§ 81 h, stk. 1, indeholder **[som nævnt] bestemmelse om kompensation i de tilfælde, hvor de omhandlede rettigheder eller begrænsninger, som suspenderes, jf. § 81 e, stk. 1-3, er fastsat i selskabets vedtægter. Det er uden betydning, om disse er optaget i vedtægterne før eller efter direktivets vedtagelse.«**

Af den svenske Betänkande av Takeover-utredningen samt Regeringens proposition 2005/06:140 er kompensationsproblematikken ligeledes behandlet med den konklusion, at aktionærerne som udgangspunkt slet ikke har grundlag for at kræve kompensation for tab af rettigheder, hvis disse er etableret efter direktivets implementering.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Man har dog i det svenske lovforslag ladet det være op til selskaberne at træffe beslutning om kompensation i deres vedtægter.

Endelig og som endnu et kuriosum ved overtagelsesreglerne i aktieselskabslovens kapitel 10 a gælder, at såfremt tilbudsgiver ikke har valgt at benytte sig af samme regelsæt, finder regelsættet slet ikke anvendelse, jf. overtagelsesdirektivets art. 12, stk. 3, samt AL §§ 81 c, stk. 5, og 81 e, stk. 4.

Til § 31, stk. 4: Finanstilsynet kan fritage

Indledningsvis bemærkes, at fritagelseskompetencen efter VHL § 31, stk. 4, nu ligger hos Finanstilsynet. Nedenfor skal derfor citeres fondsrådsafgørelser, idet det forudsættes, at materiel dispensationspraksis fortsætter kontinuerligt.

En afgørelse fra *Fondsrådet af 6. juli 2005* vedrører dispensation fra VHL § 31, stk. 1, om tilbudspligt og den dagældende overtagelsesbkg. § 3, stk. 1, nr. 12 (svarende til den gældende § 5, stk. 1, nr. 15), om tilbudsperiodens længde samt den dagældende § 5 om tilbudskursen. Et selskab havde erhvervet en kontrollerende aktiepost i et børsselskab (målselskabet), og det ønskede dispensation fra tilbudspligten i § 31, stk. 1, jf. § 31, stk. 2, alternativt fra bkg. § 5 om tilbudskursen, og subsidiært fra § 3, stk. 1, nr. 12, om tilbudsperiodens længde. Selskabet begrundede sin ansøgning med, at hensigten med erhvervelsen af aktierne havde været at sikre en fornuftig prisfastsættelse af aktien i forhold til aktiens indre værdi, ikke at erhverve en aktiepost af en vis størrelse eller at udøve bestemmende indflydelse på selskabet, herunder at afnotere selskabet, og at tilbudsreglerne ikke tog højde for de specielle forhold, der gjaldt for selskaber, hvis aktiver bestod af likvide værdipapirer, og hvis egenkapital derfor med stor sikkerhed kunne opgøres dagligt, og hvis værdi følgelig ikke som for traditionelle virksomheder i høj grad beroede på subjektive skøn og vurderinger.

Fondsrådet imødekom alene ansøgningen om dispensation om tilbudsperiodens længde, således at tilbudsperioden kunne nedsættes fra 4 uger til 2 uger, idet rådet fandt, at det måtte have stået klart for selskabet, at man med sin prisstiller-rolle i forhold til aktien i børsselskabet påtog sig en risiko for, at markedet ville reagere på en måde, så selskabet ville komme til at udløse tilbudspligten. Der var derfor ikke godtgjort sådanne særlige forhold, som kunne begrunde, at der skulle meddeles dispensation. Fondsrådet lagde vægt på, at mindretalsaktionærerne fortsat havde interesse i at kunne sælge deres aktier

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

til en pris, der svarede til den pris, som selskabet selv havde betalt for aktieposten.

Afgørelsen viser, at Fondsrådet forholdt sig ganske restriktivt til fortolkningen af tilbudspligten, og at det afgørende hensyn er minoritetsaktionærernes interesser. Fortolkningen i den konkrete sag forekommer måske en smule anstrengt, og det må konstateres, at anvendelsesområdet for egentlige dispensationer fra tilbudspligten fortsat er situationer, hvor alternativet til, at en ny majoritetsaktionær går ind i selskabet, er dettes afvikling. Her har Københavns Fondsbørs tidligere givet dispensation ud fra, hvad der tjener mindretalsaktionærerne bedst.

Jf. om forlængelse af tilbudsperiodens længde m.v. nedenfor i kommentaren til § 32, stk. 1-3.

§ 32 Ved tilbud om overtagelse af aktier efter § 31 skal erhververen udarbejde og offentliggøre et tilbudsdokument, som indeholder oplysninger om tilbuddets økonomiske og andre vilkår, herunder frist for accept af tilbuddet, samt andre oplysninger, som må anses for fornødne, for at aktionærerne kan danne sig et velbegrundet skøn over tilbuddet.

Stk. 2. Når der, uden at der foreligger tilbudspligt efter § 31, i øvrigt offentligt med henblik på at erhverve en kontrollerende aktiepost fremsættes tilbud om at overtage aktier i et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, et tilsvarende reguleret marked eller en alternativ markedsplads, skal der ligeledes udarbejdes et tilbudsdokument i overensstemmelse med stk. 1.

Stk. 3. Finanstilsynet fastsætter bestemmelser om tilbudspligt efter § 31, stk. 1, frivillige overtagelsestilbud, tilbudsdokumenters indhold, godkendelse og offentliggørelse m.v., tilbudskursen, en forpligtelse for målselskabets bestyrelse til at redegøre for tilbuddets indhold samt om meddelelse af en beslutning til den kompetente myndighed, jf. § 28 c.

Til § 32, stk. 1-3: Nærmere regler fra Finanstilsynet om tilbudsdokument mv. ved pligtmæssigt eller frivilligt overtagelsestilbud

VHL § 32, stk. 1, angår de situationer, hvor der er pligt til fremsættelse af tilbud efter VHL § 31, og hvorefter tilbudsgiver på identiske

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

betingelser skal afgive tilbud til de øvrige aktionærer. Stk. 2 angår de frivillige tilbud, mens stk. 3 er en kompetenceregel.

Efter overtagelsesbkg. § 2, stk. 5, finder pligten til at fremsætte overtagelsestilbud ikke anvendelse, såfremt overdragelsen er resultatet af et frivilligt tilbud til samtlige aktionærer om at afhænde samtlige deres aktier i henhold til § 3. I den tidligere bkg. var der en henvisning til § 32, stk. 1, men det fremgik ikke, at dette var en henvisning til værdipapirhandelsloven, eller om henvisningen alene omfattede kravene efter denne lovs § 32, stk. 1, eller reguleringen af pligtmæssige tilbud i øvrigt. Dette var selvsagt ikke så hensigtsmæssigt.

I den gældende overtagelsesbkg. er der således henvist til § 3 for så vidt angår de frivillige tilbud. § 3 henviser til § 5, der indeholder krav til tilbudsdokumentet. Det er vigtigt at bemærke, at en del af bekendtgørelsens bestemmelser, herunder »højeste kurs« princippet i § 8, kravene til modydelse i § 9 samt forbuddet mod at knytte betingelser til et overtagelsestilbud efter § 10, ikke finder anvendelse på de frivillige overtagelsestilbud, jf. nærmere i det følgende.

Tilbudsgiver er i henhold til bkg. § 4 forpligtet til »straks« at offentliggøre sin beslutning om fremsættelse af frivilligt tilbud samt »straks« efter erhvervelsen af en kontrollerende aktiepost, der udløser tilbudspligt. Terminologien følger af overtagelsesdirektivets art. 6, stk. 1. »Straks« efter denne offentliggørelse skal målselskabet og erhververens eller tilbudsgivers bestyrelser orientere deres respektive lønmodtageres repræsentanter eller, hvis sådanne ikke findes, lønmodtagerne direkte, jf. § 4, stk. 4.

I den gamle bkg. anvendtes begrebet »hurtigst muligt« om offentliggørelsespligten i overensstemmelse med AL § 28 c.

Offentliggørelse anses for at være slet, når meddelelse er kommet frem til Københavns Fondsbørs, Dansk Autoriseret Markedsplads eller First North, jf. § 4, stk. 3. Markedet offentliggør herefter meddelelsen.

Tilbudsdokumentet skal i henhold til § 5 som minimum indeholde følgende elementer **[her gengivet i sammentrængt form]:**

(1) Identifikation af målselskabet. (2) Identifikation af tilbudsgiveren. (3) Identifikation af tilbudsgiverens repræsentant ved effektuering af tilbuddet. (4) Hvor stor en del af stemmerne tilbudsgiveren allerede råder over. (5) Modydelsen for så vidt angår de pligtmæssige tilbud. (6) Den tilbudte kurs for så vidt angår de pligtmæssige tilbud, jf. bemærkningerne nedenfor om, at der ikke behøver angives hverken

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

en »kurs«, forstået som et procenttal i forhold til nominel værdi, eller en absolut beløb i en bestemt valuta. De frivillige tilbud er desuden ikke omfattet af »højeste kurs princippet«, jf. § 8, stk. 7. (7) De aktier, eller den eller de aktieklasser, tilbuddet vedrører. (8) Den kompensation, som tilbudsgiver tilbyder aktionærerne og beregningsgrundlaget herfor. (9) Hvordan tilbuddet vil blive finansieret, dvs. oplysninger, der sætter markedet i stand til at vurdere, i hvilket omfang tilbudsgiveren selv råder over pengene eller helt eller delvis skal gældsætte sig. (10) Hvordan kontant betaling erlægges, eller ombytningsforholdet i tilfælde af hel eller delvis betaling med aktier, fx egne aktier fra tilbudsgiveren. (11) Hvornår afregning vil finde sted. (12) Oplysning om indtræden af stemme- og udbytteret for aktier, der tilbydes som vederlag. (13) Den maksimale og minimale mængde aktier udtrykt i procent eller antal, som tilbudsgiveren forpligter sig til at erhverve, hvis der er tale om et frivilligt tilbud. (14) Eventuelle betingelser knyttet til tilbuddet, herunder omstændigheder under hvilke, tilbuddet kan tilbagekaldes, jf. nedenfor. (15) Tilbudsperioden, jf. nedenfor. (16) Hvordan aktionæren skal forholde sig for at acceptere. (17) Hvor og hvornår resultatet af tilbuddet vil blive offentliggjort. (18) Tilbudsgiverens fremtidsplaner for selskabet, jf. nedenfor. (19) Eventuelle stemmeretsaftaler om målselskabet, som tilbudsgiveren er part i eller blot kender. (20) Hvilken national lovgivning, der regulerer de aftaler, som indgås mellem tilbudsgiver og aktionærerne som følge af tilbuddet, og de kompetente retsinstanser.

Der skal knyttes nogle nærmere kommentarer til nogle af disse krævede oplysninger:

Pkt. 4): Angivelsen af, *hvor stor en del af stemmerne tilbudsgiveren allerede råder over*, skal også angive besiddelsesgrundlaget, dvs. hvilke(n) form(er) for besiddelse der er tale om. En simpel meddelelse om, at NN »besidder« x % af stemmerne og y % af kapitalen er derfor utilstrækkelig, jf. fx *Afgørelser & udtalelser* januar 2003, nr. 1, hvor der sideløbende med offentliggørelsen af et købstilbud også skete offentliggørelse efter VHL § 29 af køberens »besiddelse« af 26,7 % af aktiekapitalen og 73,3 % af stemmerne. Først efter opfordring fra Københavns Fondsbørs A/S blev der offentliggjort en yderligere fondsbørsmeddelelse, hvoraf det fremgik, at køberen havde erhvervet de nævnte aktier fra en række af selskabets (A-)aktionærer på det vilkår, at handelen med disse aktionærer stod ved magt, også selv om der måtte fremkomme et højere konkurrerende tilbud (hvorimod ac-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

cept af tilbuddet til de øvrige aktionærer selvsagt kunne fragås i tilfælde af et højere konkurrerende bud). Fondsbørsen beklagede, at § 29-offentliggørelsen i første omgang ikke indeholdt nærmere om grundlaget for besiddelsen.

Pkt. 15): *Tilbudsperioden* skal mindst være 4 og højest 10 uger, jf. bemærkningerne nedenfor om mulighed for forlængelse. Offentliggørelse af et tilbud efter bkg. § 2 og § 3 anses for at være sket, når den pågældende til Finanstilsynet har bekendtgjort tilbudsannoncen efter at have påset, at indholdskravene mv. er opfyldt, jf. bkg. § 11, stk. 2. Det må antages, at aktionærer ikke kan bindes af deres accept ud over tilbudsperioden, jf. princippet i *Afgørelser & udtalelser* juni 2002, afgørelse nr. 2, hvis argumentation og resultat kan tiltrædes, idet tilbudsperiodens udløb ud fra almindelige aftaleretlige regler og aktionærbeskyttelseshensynene bag tilbudsreglerne også må danne rammen for, hvor længe en aktionær skal tåle uvisheden for, om der bliver en handel eller ej. Accept kan indgives med det samme, når tilbudsperioden er begyndt, idet der ikke i dansk ret er en periode, hvor aktionærerne beskyttes mod at afgive en overilet accept, en såkaldt *cooling-off period*, hvor tilbuddet endnu ikke er åbent for accept.

Pkt. 18): Om tilbudsgiverens *fremtidsplaner for målselskabet* bemærkes, at dette led i oplysningspligten er yderst centralt som beslutningsgrundlag for minoritetsaktionærerne, når de skal tage stilling til, om de vil blive i selskabet eller stå af. Det kan ikke udelukkes, at en angivelse af fremtidsplaner, som enten fra begyndelsen var urigtig, eller som snart efter radikalt fragås af den nye majoritetshaver uden påviselig saglig grund, vil kunne medføre, at minoritetsaktionærer, som undlod at acceptere det identiske tilbud, efterfølgende vil kunne afgive en for majoritetshaveren bindende accept, selv om den oprindelige acceptfrist for længst er udløbet, idet de vil kunne påberåbe sig bristende eller urigtige forudsætninger, eventuelt endog AFTL § 36. Herudover er urigtige angivelser bødesanktioneret.

Det anføres med rette i retslitteraturen, jf. *Nis Jul Clausen* i R&R 1996, nr. 11, at skønt tilbudsdokumentets primære funktion er at give minoritetsaktionærerne et fyldestgørende beslutningsgrundlag til at sige ja eller nej til det identiske tilbud, er kravene til tilbudsdokumentets indhold så detaljerede, at oplysningerne også vil give markedet i øvrigt et godt grundlag for prisfastsættelse af selskabets aktier.

Bestemmelsen i bkg. § 7 er en videreførelse af den tidligere § 5, der fastslår, at aktionærer inden for samme aktieklasse skal behandles lige.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bkg. § 8 viderefører en del af § 6 i den tidligere gældende overtagelsesbekendtgørelse, hvorefter den tilbudte kurs mindst skal svare til den højeste pris, som tilbudsgiver eller personer, der handler i forståelse med tilbudsgiver, har betalt for de allerede erhvervede aktier i de 6 måneder, der går forud for tilbuddets afgivelse. Dette betegnes »højeste kurs« -princippet.

Efter den tidligere gældende bkg. kunne Finanstilsynet i særlige tilfælde forhøje kursen, såfremt tilbudsgiver inden for en periode på 12 måneder før tilbuddets afgivelse havde erhvervet aktier til en højere kurs end den, der fulgte af »højeste kurs«–princippet. Bestemmelse indeholdt ikke en nærmere afgrænsning af disse »særlige tilfælde«.

Nu er der i bkg. foretaget en afgrænsning af de kriterier, som Finanstilsynet kan regulere kursen efter. Antageligt er denne afgrænsning motiveret af overtagelsesdirektivets art. 5, stk. 4, der giver medlemsstaterne adgang til at regulere tilbudskursen under »klart definerede omstændigheder og kriterier«. Finanstilsynet kan nu også regulere kursen nedad, hvilket ikke var tilfældet tidligere. Finanstilsynet kan i henhold til overtagelsesbkg. § 4, stk. 2, anvende enten 1) højeste kurs som tilbudsgiver har erhvervet aktierne til indenfor de sidste 12 måneder, 2) gennemsnitskursen i de sidste 12 måneder, 3) målselskabets likvidationsværdi eller 4) andre objektive kriterier ved kursreguleringen.

For så vidt angår den konkrete bedømmelse af, hvilket værdiansættelseskriterium der skal anvendes, vil dette bero på Finanstilsynets skøn i den enkelte sag. Det vil imidlertid ofte være oplagt, hvilket kriterium der skal anvendes, eller hvilke der kan udelukkes. F.eks. vil man vanskeligt kunne anvende kriterium 2), hvis der er sket kursmanipulation. Kriterium 4) må desuden formodes at udgøre residualen grundet den brede formulering. I alle tilfælde forventes Finanstilsynet at forelægge vurderingen for Fondsrådet, så længe der ikke har dannet sig en klar praksis på området.

Disse kursfastsættelsesregler gælder som nævnt i det foregående ikke for de frivillige tilbud, jf. § 8.

Modydelsen er reguleret i § 9. Bestemmelsen indebærer, at tilbudsgiver kan opfylde sin vederlagsforpligtelse overfor aktionærerne ved at erlægge stemmeberettigede aktier, kontanter eller en kombination heraf, jf. stk. 1. Efter § 9, stk. 2, skal modydelsen dog altid omfatte kontanter som valgmulighed, såfremt den tilbudte modydelse

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ikke består af likvide aktier optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller tilsvarende reguleret marked eller aktier optaget til handel på en alternativ markedsplads. Efter samme bestemmelses stk. 3 gælder, at tilbudsgiver under alle omstændigheder skal tilbyde kontanter som modydelse, såfremt tilbudsgiver eller personer der handler i forståelse med denne i en periode på 6 måneder forud for tilbuddets afgivelse og indtil tilbuddet lukkes for accept mod kontanter har erhvervet aktier, der repræsenterer mindst 5 % af stemmerettighederne i målselskabet.

Igen er de frivillige tilbud ikke omfattet af denne bestemmelse.

Det må bemærkes, at såfremt tilbudsgiver har erhvervet 90 % af aktierne og en tilsvarende del af stemmerne i et selskab, der har aktier optaget til notering eller handle på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked eller en alternativ markedsplads efter bestemmelsen i AL § 20 e, og kan tilbudsgiver derfor kræve indløsning af minoritetsaktionærerne (eller disse af erhververen), kan minoritetsaktionæren uanset ovenstående altid kræve at blive indløst i kontanter, jf. AL § 20 e, stk. 4, 2. pkt.

Der er i **§ 11** foretaget et par tilføjelser i forhold til den tidligere bkg. Ændringerne er at finde dels i § 11, stk. 6, der indeholder krav om, at tilbudsgiver ikke blot indrykker tilbudsannoncen i et landsdækkende dagblad, men tillige lægger den på et netsted. Dels er stk. 8 tilføjet, hvorefter den tidligere stk. 8 nu er blevet til stk. 9. Den nye stk. 8 indeholder bestemmelse om, at senest 3 dage efter udløbet af tilbudsperioden, skal tilbudsgiver offentliggøre tilbudsresultatet i overensstemmelse med § 4, stk. 3.

§ 12 indeholder de nærmere betingelser for indholdet af den redegørelse, som målselskabet skal komme med i forbindelse med et overtagelsestilbud samt regler om offentliggørelse heraf.

Efter den tidligere overtagelsesbekendtgørelse skulle målselskabet udarbejde en redegørelse indeholdende fordele og ulemper forbundet med tilbuddet, herunder set i forhold til selskabets forventede udvikling. Nu er kravene til redegørelsen, at den skal indeholde bestyrelsens motiverede holdning til tilbuddet, herunder bestyrelsens holdning til konsekvenserne for alle selskabets interesser, særligt beskæftigelsen, og tilbudsgivers strategiske planer for målselskabet og disses sandsynlige konsekvenser for beskæftigelsen og driftsstederne som omhandlet

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

i tilbudsdokumentet. Således er ordlyden overensstemmende med overtagelsesdirektivets art. 9, stk. 5.

For så vidt angår offentliggørelsen skal målselskabet 1) indsende redegørelsen til Finanstilsynet, 2) indrykke en annonce i et landsdækkende dagblad indeholdende redegørelsen eller uddrag heraf samt give oplysning om, hvor aktionærerne kan henvende sig for at få den fulde redegørelse, 3) anvise et internetsted, hvor denne annonce kan hentes, 4) sende redegørelsen til alle navnenoterede aktionærer samt 5) sende annoncen til Finanstilsynet med henblik på offentliggørelse af modtagelsen.

Desuden skal selskabet samtidig med indsendelse af redegørelsen ligeledes meddele medarbejderrepræsentanterne i selskabet, eller hvis sådanne ikke findes, lønmodtagerne direkte, om selskabets holdning efter stk. 1. Hvis målselskabet modtager en særskilt udtalelse fra lønmodtagernes repræsentanter om konsekvenserne for beskæftigelsen, skal udtalelsen straks sendes til Finanstilsynet og offentliggøres.

Efter **§ 13** kan tilbudsgiver som nævnt forlænge tilbudsperioden med mindst 14 dage ad gangen i henhold til § 13, stk. 2. Den samlede tilbudsperiode kan dog ikke overstige 10 uger regnet fra datoen for tilbudsdokumentets offentliggørelse. Såfremt der imidlertid er tale om, at tilbudsgiver afventer godkendelse fra konkurrencemyndighederne, kan tilbudsperioden dog forlænges i op til 4 måneder regnet fra tilbudsdokumentets offentliggørelse, jf. stk. 3.

I særlige tilfælde kan Finanstilsynet dispensere fra bestemmelserne om tilbudsperiodens længde, jf. § 20.

Endvidere kan tilbudsgiver efter stk. 4 frafalde eller reducere fastsatte betingelser, under overholdelse af stk. 1 (det vil sige, at der er et krav om at dette frafald eller denne reducering er til aktionærernes fordel), hvis muligheden herfor er angivet i det oprindelige tilbudsdokument. I den forbindelse skal tilbudsgiver udarbejde et tillæg til tilbudsdokumentet.

Efter den tidligere overtagelsesbkg. skulle bestyrelsens i målselskabet inden 7 dage efter offentliggørelsen af ændringsdokumentet udarbejde og offentliggøre en supplerende redegørelse til selskabets aktionærer om de ændringer, der var tilføjet i tilbudsdokumentet. Denne frist er nu forlænget til, at der skal ske offentliggørelse af redegørelsen inden udløbet af halvdelen af den resterede tilbudsperi-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ode, eller, hvis den resterende tilbudsperiode udgør 14 dage eller derunder, inden 7 dage efter offentliggørelsen af ændringsdokumentet.

Der er i overtagelsesbkg. indsat nærmere bestemmelser om Finanstilsynet kompetence i forbindelse med afgivelse af overtagelsestilbud. Denne kompetence var tidligere uddelegeret til Københavns Fondsbørs, Dansk Autoriseret Markedsplads samt First North, jf. § 18, men pr. 1. september har Finanstilsynet tilbagetaget sin kompetence på området.

§ 32 a Finanstilsynet kan henvise behandlingen af et overtagelsestilbud vedrørende aktier i et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, til den kompetente myndighed i et andet land inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

Stk. 2. Finanstilsynet fastsætter bestemmelser om den lovgivning, der finder anvendelse, og om, hvilken myndighed der er kompetent.

Til § 32 a: Henvisning til udenlandsk tilsynsmyndighed.

Der blev i 2006 indsat en ny § 32 a, der efter overtagelsesdirektivet skal sikre, at Finanstilsynet kan fastsætte bestemmelser om den lovgivning, der finder anvendelse, og om hvilken myndighed, der er kompetent til at føre tilsyn med de aspekter af et tilbud, der er omfattet af direktivet.

Efter delegation er Københavns Fondsbørs A/S herefter tilsynsmyndighed. Dette forhold ændrede sig den 1. september 2006, idet Finanstilsynet i enighed med Københavns Fondsbørs A/S traf beslutning om, at Finanstilsynet fra denne dato tilbagekaldte delegationen vedrørende behandling af sager om overtagelsestilbud, hvilket svarede til den måde, arbejdet varetoges på i andre europæiske lande, herunder Sverige og Finland.

Finanstilsynet er således kompetent tilsynsmyndighed, hvis målselskabet har sit vedtægtsmæssige hjemsted i Danmark og har aktier optaget til handel på et dansk reguleret marked.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 9

Indberetning af handler

§ 33 **[Indberetning af handler].** En værdipapirhandler skal straks indberette aftaler om overdragelse til eje af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller handles på en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer i et land inden for Den Europæiske Union eller i lande, som Fællesskabet har indgået samarbejdsaftale med, såfremt værdipapirhandleren har medvirket i handelen.

Stk. 2. Finanstilsynet kan bestemme, at indberetningspligt tillige påhviler andre, og kan desuden i særlige tilfælde udstrække indberetningspligten til at omfatte andre unoterede værdipapirer end dem, der handles på en autoriseret markedsplads.

Stk. 3. Den indberetningspligtige skal opbevare dokumentation for den indberettede handel og for indberetningen heraf i mindst 5 år, efter at indberetningen er foretaget.

Stk. 4. Finanstilsynet fastsætter nærmere bestemmelser om indberetningspligten, herunder omfang og indhold, og hvortil der skal indberettes. En fondsbørs og en autoriseret markedsplads fastsætter regler om betaling af gebyrer for indberetninger og offentliggørelse.

Til § 33, stk. 1: Værdipapirhandleres indberetningspligt

VHL § 33 er en implementering af investeringsservicedirektivets art. 20, jf. art. 1, nr. 13. Med hjemmel i bestemmelsen har Fondsrådet udstedt Indberetningsbekendtgørelsen (bkg. 414 af 21. maj 2001), der indeholder nærmere regler om indberetningspligten. Denne regeludstedende kompetence er i dag tillagt Finanstilsynet, jf. lov 491 af 9. juni 2004.

Indberetningspligtens overordnede formål er gennemsigtighed, dvs. at sikre alle investorer tidstro information om handler på værdipapirmarkedet, jf. *FT 1985-86, till. A*, s. 3946. Herudover tjener indberetningspligten tillige hensynet til markedsovervågning samt

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

muligheden for efterforskning, fx af markedsmisbrug omfattet af VHL kapitel 10, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1997.

Indberetningspligten sikrer, at handler, der foretages udenfor Københavns Fondsbørs eller Dansk AMP (off-exchange transaktioner), alligevel kommer til værdipapirmarkedets kendskab og dermed indgår i prissætningen af det pågældende værdipapir.

Indberetningspligten vedrører alene *efterhandelsinformation*. Dette vil dog ændres ved Danmarks kommende implementering af MiFID (2004/39/EF), der indeholder pligt til også at give en vis *førhandelsinformation*, fx markering af bud og udbud.

Såvel Københavns Fondsbørs som Dansk AMP har udstedt egne yderligere regler om indberetningspligten, der er tilgængelige på deres respektive hjemmesider.

Fondsrådet har ved flere lejligheder påtalt værdipapirhandleres overtrædelse af indberetningspligten, jf. Fondsrådets beretning 2002.15, 2003.11, 2003.12, 2003.13

Ifølge VHL § 33, stk. 1, skal værdipapirhandlere straks indberette:aftaler om overdragelse til eje af

- værdipapirer, der er optaget til handel på en fondsbørs eller handles på en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer i et land inden for EU/EØS, såfremt
- værdipapirhandleren har medvirket i handelen.

Indberetningspligten omfatter alene *overdragelser til eje*. Det betyder, at der ikke skal ske indberetning ved pantsætning eller anden overdragelse til sikkerhed eller såfremt en person /selskab flytter et værdipapir fra en konto til en anden i Værdipapircentralen. Dette må tillige antages at gælde ved aktielån (lån til eje).

Indberetningsbkg. §§ 4 og 5 præciserer nærmere, hvad der skal forstås ved *straks*.

At værdipapirhandleren skal have *medvirket i handelen*, må forudsætte en vis aktiv indsats i forbindelse med fastsættelsen af handelsvilkårene, fx ved fastsættelse af kurs eller afviklingsvilkår.

Det følger af VHL § 4, at som *værdipapirhandler* forstås:

- værdipapirhandlere med en dansk tilladelse,
- værdipapirhandlere med en tilladelse indenfor EU/EØS, der udøver værdipapirhandel via EU-pas gennem en filial eller som cross boarder virksomhed, jf. lov om finansiel virksomhed § 30 og § 31, og

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

• værdipapirhandlere, med en tilladelse udenfor EU/EØS, der har opnået tilladelse efter lov om finansiel virksomhed § 33.

De *indberetningspligtige oplysninger* fremgår af Indberetningsbkg. § 3.

Til § 33, stk. 2: Indberetningspligt for andre og vedrørende unoterede værdipapirer

Ifølge VHL § 33, stk. 2, kan Finanstilsynet udvide kredsen af indberetningspligtige. Som eksempler nævner bemærkningerne til loven forsikringsselskaber, pensionskasser, ATP, LD, investeringsforeninger og pengemarkedsmæglere, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1997.

Finanstilsynet kan tillige udvide de omfattede værdipapirer. Bemærkningerne til loven nævner, at dette fx vil kunne blive aktuelt i relation til afledte OTC-kontrakter med basis i et børsnoteret underliggende aktiv, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1998.

Til § 33, stk. 3: Opbevaring af dokumentation i 5 år

Bestemmelsen i § 33, stk. 3 implementerer Investeringsservicedirektivets art. 20(1), litra a. Opbevaringspligten hænger bl.a. sammen med muligheden for efterfølgende at kunne efterforske eventuelle overtrædelser af reglerne, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1997.

Med hjemmel i § 33, stk. 4, har Fondsrådet udstedt Indberetningsbkg. (bkg. 414 af 21. maj 2001), der indeholder nærmere regler om indberetningspligten.

§ 33 a (Ophævet).

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 10

Misbrug af intern viden, kursmanipulation og foranstaltninger til modvirkning af markedsmisbrug

§ 34 **[Anvendelsesområde og definition af intern viden].** Reglerne i dette kapitel omfatter misbrug af intern viden og kursmanipulation samt foranstaltninger til modvirkning af markedsmisbrug vedrørende værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer samt værdipapirer, for hvilke der er indgivet en anmodning om optagelse til notering eller handel på sådanne markeder, og værdipapirer, der ikke selv er omfattet af nr. 1, men som er knyttet til et eller flere værdipapirer som nævnt i nr. 1, samt andele omfattet af § 2, stk. 1, nr. 4.

Stk. 2. Ved intern viden forstås specifikke oplysninger, som ikke er offentliggjort, om udstedere af værdipapirer, værdipapirer eller markedsforhold vedrørende disse, som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer, hvis oplysningerne blev offentliggjort. En oplysning anses for offentliggjort, når der er sket en for markedet generel og relevant videreformidling af denne. Som sådan offentliggørelse anses meddelelse til en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, når oplysningen er videresendt herfra.

Stk. 3. I stk. 2 forstås ved:

1. Specifikke oplysninger:
2. oplysninger, der
3. vedrører forhold, der foreligger eller med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en begivenhed, der er indtrådt eller med rimelighed kan forventes at indtræde, og
4. er tilstrækkelig præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende begivenheders eller forholds forventede indvirkning på kursdannelsen på de pågældende værdipapirer.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

5. Oplysninger, som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer:
6. Oplysninger, som en fornuftig investor må antages at ville benytte som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger.

Stk. 4. For værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte omfatter intern viden også oplysninger, som meddeles af en kunde og vedrører dennes endnu ikke udførte ordrer, forudsat at oplysningerne i øvrigt opfylder kravene i stk. 2 og 3.

Stk. 5. Ved handel med råvareinstrumenter udgør intern viden oplysninger, som ikke er blevet offentliggjort, men som direkte eller indirekte vedrører et eller flere af sådanne instrumenter, og som brugere af markeder, hvor sådanne instrumenter handles, forventer at modtage i overensstemmelse med accepteret markedspraksis for disse markeder. Brugere af markeder for råvareinstrumenter forventer at modtage oplysninger, som

1. normalt stilles til rådighed for brugere af det pågældende marked eller
2. skal offentliggøres i henhold til lov, bekendtgørelse, et regelsæt for det pågældende marked for handel med råvareinstrumenter, en kontrakt eller en sædvane på det pågældende marked for handel med råvareinstrumenter eller det underliggende marked for handel med råvarer.

Til § 34, stk. 1: Omfattede værdipapirer

VHL § 34, stk. 1, gennemfører markedsmisbrugsdirektivets art. 9, 1. og 2. afsnit.

Definitionen af *værdipapirer* fremgår af VHL § 2.

Ifølge VHL § 34, stk. 1, nr. 1 er kapitel 10's anvendelsesområde (i) værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på (a) en fondsbørs, (b) en autoriseret markedsplads, eller (c) et tilsvarende reguleret marked inden for EU samt (ii) værdipapirer, for hvilke der er indgivet en anmodning om optagelse til notering eller handel på sådanne markeder.

Afgrænsningen af anvendelsesområdet betyder, at reglerne i kapitel 10 finder anvendelse på handel med værdipapirer, fra det tidspunkt, hvor de er *anmodet optaget* til notering eller handel. En sådan anmodning anses først at foreligge, når der er fremsendt en endelig ansøgning om optagelse til en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 371. At ka-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

pitlet finder anvendelse, når værdipapiret er optaget til handel eller notering (i modsætning til den løbende oplysningspligt, der kun finder anvendelse, hvor udstederen selv har anmodet herom, jf. VHL § 27, stk. 3) betyder, at reglerne tillige finder anvendelse på de såkaldte »unsponsered listings«, hvor en udsteder ikke selv har anmodet om at få sine aktier optaget til handel eller notering, men hvor dette selvstændigt er besluttet af en udenforstående tredjemand, jf. markedsmisbrugsdirektivets art. 9, afsnit 3 modsætningsvist. Sådanne »unsponsered listings« findes (endnu) ikke i Danmark eller Norge, jf. for norsk rets vedkommende det norske Kredittilsynets Høringsnotat af 1. marts 2004 »Begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv«, s. 10 f. Derimod har Stockholmsbörsen (OMX) en liste for sådanne »unsponsered listings« – »Xterna listan«.

Som følge af den brede definition af de omfattede værdipapirer, er reglerne i kapitel 10 globalt anvendelige, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 371. Kapitel 10 omfatter således værdipapirer, der handles på et reguleret marked hvor som helst i verden. Et »reguleret marked« er i investeringsservicedirektivets (1993/22/EØF) art. 1, nr. 13 defineret som et marked, der skal fungere regelmæssigt, have regler om funktion og adgang samt er godkendt af den kompetente offentlige myndighed, der fører tilsyn hermed.

Ifølge VHL § 34, stk. 1, nr. 2, 1. led omfatter kapitel 10's anvendelsesområde *afledte unoterede værdipapirer*, der er knyttede til de i § 34, stk. 1, nr. 1 nævnte værdipapirer. Det betyder, at reglerne i kapitel 10 finder anvendelse på unoterede værdipapirer, der er knyttet til et værdipapir, for hvilket der alene er indgivet en anmodning om optagelse til notering eller handel på et reguleret marked inden for EU. Bestemmelsen omfatter f.eks. warrants, konvertible obligationer, optioner og finansielle futures, såfremt disse afledte værdipapirer er knyttet til et værdipapir, der er anmodet om eller er optaget på et reguleret marked, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 372.

Ifølge VHL § 34, stk. 1, nr. 2, 2. led, omfatter kapitel 10's anvendelsesområde de unoterede værdipapirer, der er opregnet i VHL § 2, stk. 1, nr. 4. Det betyder, at følgende værdipapirer er omfattet: andele i investeringsforeninger, specialforeninger, godkendte fåmandsforeninger, hedgeforeninger, udenlandske investeringsinstitutter og andre kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investerings-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

foreninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

Til § 34, stk. 2: Definition af intern viden

Definitionen af intern viden fremgår af VHL § 34, stk. 2, der fastlægger, at der skal være tale om: (i) specifikke ikke-offentliggjorte oplysninger, (ii) om udstedere af værdipapirer, værdipapirer eller markedsforhold vedrørende disse, som (iii) må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen, hvis oplysningerne blev offentliggjort.

Til brug for den nærmere kvalifikation af intern viden kan man derfor opstille følgende tre spørgsmål:

1. Hvad forstås ved interne oplysninger?
2. Hvad skal oplysningerne vedrøre?
3. Hvilken betydning skal oplysningerne have?

Ad (i) Hvad forstås ved interne oplysninger?

Som synonym for intern viden anvender VHL § 34, stk. 2, begrebet »ikke-offentliggjorte oplysninger«. Bestemmelsen indeholder imidlertid ikke nogen positiv definition heraf. I stedet afgrænses begrebet negativt ved at kvalificere, hvornår en oplysning anses for offentliggjort, dvs. hvornår den ikke længere er intern. I sproglig forstand synes man derved at »gå over åen efter vand«. Den interne viden kan med det samme materielle indhold som lovbestemmelsen positivt defineres således: *En oplysning anses for intern, når der ikke er sket en for markedet generel og relevant videreformidling. Ved meddelelse til en fondsbørs, autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked anses en oplysning for intern, indtil den er videresendt herfra.*

Definitionen af ikke-offentliggjorte oplysninger i VHL § 34, stk. 2, indeholder i realiteten to meget forskellige vurderinger i hhv. 2. og 3. punktum. Hvor VHL § 34, stk. 2, 2. pkt., fordrer et konkret skøn over, om der er sket »en generel og relevant videreformidling«, indeholder 3. pkt. en retsteknisk præcis regel, hvorefter en oplysning aldrig kan være intern, når den er videresendt fra det regulerede marked.

At 3. pkt. er objektiv, betyder, at når det regulerede marked har videresendt oplysningen, vil der ikke kunne være tale om intern viden, uanset at den overvejende del af markedsdeltagerne ikke har haft mulighed for at gøre sig bekendt hermed.

Er der ikke sket en videresendelse fra det regulerede marked, må det efter 2. pkt. vurderes, om der i det konkrete tilfælde er sket en for

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

markedet generel og relevant videreformidling. En sådan kan eksempelvis foregå via radio, TV, landsdækkende dagblade eller via Internetbaserede informationstjenester såsom Reuters og Bloomberg. Uanset det enkelte medies generelle karakter og udbredelse må videreformidlingen vurderes konkret. Er offentliggørelse sket via Tingbogen, Dansk Patentidende, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen el.lign., kan kravet formentligt efter omstændighederne lempes. Her er der tale om tidsskrifter og registre med en begrænset udbredelse, men hvor offentliggørelsen i visse henseender medfører særlige retsvirkninger. Dette taler for ikke at anse de herved offentliggjorte oplysninger for interne. Dette vil dog kun kunne antages at gælde ved vurderingen af handler, der foretages af sekundære insidere, dvs. personer uden tilknytning til det værdipapirudstedende selskab. En primær insider med tilknytning til selskabet kan således ikke blot afvente en offentliggørelse af selskabets banebrydende opfindelse i Dansk Patenttidende og umiddelbart herefter handle, førend oplysningen er kommunikeret til markedet, jf. Bet. 1216/1991 om Insider-handel, s. 25.

Ifølge definitionen af intern viden i VHL § 34, stk. 2, foretages afgrænsningen af, hvorvidt en konkret viden er intern i forhold til *værdipapirmarkedet*, jf. ordlyden »en for markedet generel og relevant videreformidling«. Dette er i modsætning til den strafferetlige og obligationsretlige regulering af insideradfærd, hvorefter kendskabet til den interne viden afgrænses i forhold til *den konkrete medkontrahent*.

Forskellen mellem værdipapirhandelsretten og straffe-/obligationsretten bliver særlig tydelig ved opstillelsen af det klassiske eksempel med *konkret informationsparitet* mellem aftaleparterne. Er begge parter i en handel i besiddelse af den samme interne viden, foreligger der ikke noget strafferetligt eller obligationsretligt problem. Den konkrete informationsparitet er derimod som udgangspunkt uden betydning for definitionen af intern viden, hvor intern ikke knytter sig til aftaleforholdet ml. parterne men derimod til, om der er sket en for markedet generel og relevant videreformidling efter VHL § 34, stk. 2.

Som følge af at insiderforbuddet bygger på et hensyn til værdipapirmarkedet, må misbrugsreservationen dog føre til, at de tilfælde, hvor handlen foregår som en *direkte transaktion*, holdes forholdet uden for forbuddet mod insiderhandel (Ved den direkte transaktion forstås den klassiske aftaleform, der indgås direkte ml. sælger og køber i et personligt aftalerum. Se herom blandt andre *David Moalem*; Insiderhandel – Et obligationsretligt studium, 2004, s. 38 med yderligere

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

litteraturhenvisninger). Det skyldes, at der i disse tilfælde ikke er noget hensyn at tage til værdipapirmarkedet, da handlen kun involverer den konkrete køber og sælger som altså begge er i besiddelse af den samme interne viden (Om konkret informationsparitet se tillige *Jesper Lau Hansen*; Informationsmisbrug, 2001, s. 322 ff.).

En sådan anvendelse af misbrugsreservationen på en direkte transaktion forelå i Finanstilsynets principielle afgørelse af 19. august 2004 vedrørende medarbejderoptioner, hvor Finanstilsynet vurderede, at der ikke var tale om insiderhandel. I afgørelsen forudsatte Finanstilsynet, at såvel medarbejderen som selskabet var i besiddelse af den samme interne viden.

Den ovenstående anvendelse af misbrugsreservationen på konkret informationsparitet gælder som nævnt udelukkende for de direkte transaktioner. *Markedstransaktioner* må derimod altid antages at være omfattet af forbuddet mod insiderhandel, uanset at det bagefter viser sig, at der forelå konkret informationsparitet imellem aftaleparterne (Ved markedstransaktion forstås en aftale, der indgås i et anonymt aftalerum, normalt via elektroniske handelssystemer. Se herom blandt andre *David Moalem*; Insiderhandel – Et obligationsretligt studium, 2004, s. 38 med yderligere litteraturhenvisninger). Dette skyldes, at aftaleparterne jo ikke kender hinandens identitet førend tidspunktet for selve aftaleindgåelsen via markedet. Begge parter i handlen må derfor siges at have udvist en uhæderlig adfærd, som er omfattet af forbuddet mod insiderhandel, idet den konkrete informationsparitet i disse tilfælde blot er et udslag af tilfældighed.

Ad (ii) Hvad skal oplysningerne vedrøre?

VHL § 34, stk. 2, indeholder følgende definition af, hvad oplysningerne skal vedrøre (de omfattede videnkategorier); »viden om udstedere af værdipapirer, om værdipapirer eller om markedsforhold vedrørende disse«.

Selv om bestemmelsen umiddelbart opstiller tre kategorier, fremgår det af bemærkningerne til værdipapirhandelsloven, at »viden om markedsforhold« udelukkende er tænkt som en præcisering af, at »viden om en tredjemands planer om at købe eller sælge en betydende post af et bestemt værdipapir kan karakteriseres som intern viden« (se Insiderbetænkningen, s. 26 f.). Da det således ikke er en kategori i sig selv, burde lovgiver dog være blevet stående ved denne udtalelse i forarbejderne og ikke have medtaget den i selve lovteksten. Dette må

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

gælde så meget desto mere, da en fortielse af viden om markedsforhold, som udgangspunkt, ikke er retsstridig. Insiderdirektivets art. 1 indeholdt ligeledes kun disse to kategorier, der nu er overført til Markedsmisbrugsdirektivets art. 1. Der består altså kun følgende to videnkategorier: (i) viden om udstederen, og (ii) viden om værdipapiret.

Med *viden om udstedere af værdipapirer* sigtes der til selskabsoplysninger. Der kan tænkes utallige eksempler herpå, og en god vejledning fås ved gennemlæsning af Noteringsforpligtelserne på Københavns Fondsbørs A/S, der indeholder en udførlig opregning af kursrelevante oplysninger. Som eksempler på selskabsoplysninger kan fremhæves retssager anlagt af eller mod selskabet, nye forskningsresultater og produkter, regnskabsoplysninger, udvidelser og indskrænkninger af selskabets aktiviteter, betydningsfulde samarbejdsaftaler, fusionsforhandlinger og så videre.

Den anden kategori omfatter *viden om værdipapiret*. Herved sigtes der til en viden af betydning for værdipapirets kursfastsættelse. Herunder falder den indledningsvist omtalte viden om en tredjemands købs- eller salgsplaner. En særlig variant heraf kendes under betegnelsen »frontrunning«, hvorved forstås den situation, hvor en værdipapirhandler handler på baggrund af en intern viden om sin kundes købs- eller salgsplaner, fx vedrørende et forestående overtagelsestilbud. At frontrunning er omfattet af intern viden-begrebet fremgår udtrykkeligt af § 34, stk. 4 (jf. Markedsmisbrugsdirektivets art. 1, nr. 1, 3. afsnit).

Ifølge lovforarbejderne sigtes der herudover særligt til »oplysninger om påtænkte generelle eller specifikke økonomiske/politiske beslutninger« (se Insiderbetænkningen, s. 26). Lovgivningstiltag, der har til formål at dæmpe, stabilisere eller fremme økonomien, vil i mange tilfælde påvirke det private erhvervsliv, enten direkte eller indirekte. Som eksempler kan fremhæves ændringer i diskontoen eller skatte- og erhvervsstøttelovgivningen.

Ad (iii) Hvilken betydning skal oplysningerne have?

Det tredje og sidste spørgsmål vedrørende indholdet af intern viden-begrebet knytter sig til følgende formulering i § 34, stk. 2; »må antages at få betydning for kursdannelsen«. I den sammenhæng indeholder § 34, stk. 3, yderligere præciseringer af det nærmere indhold heraf.

Med udtrykket »må antages« er der tilsigtet en *lempelse af bevisbyrden*. Referencerammen herfor er de tilsvarende formuleringer i de

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

obligationsretlige udnyttelsesforbud, jf. forarbejderne til værdipapirhandelsloven, der særligt henviser til AFTL § 33 (se Insiderbetænkningen, s. 29). Det betyder, at det er tilstrækkeligt, såfremt en påvirkning af kursdannelsen bevismæssigt tør lægges til grund.

Den fortiede videns betydning må *vurderes ex ante*, det vil sige på det tidspunkt, hvor insideren træffer sin beslutning om at handle i det pågældende værdipapir. Har insideren beviseligt truffet sin handelsbeslutning, førend han kom i besiddelse af den interne viden, foreligger der således ikke et misbrug, idet den interne viden ikke har haft betydning for handelsbeslutningen.

Med »betydning for kursdannelsen« sigtes der til, at den pågældende interne viden skal være *bestemmende* for en investors handelsbeslutning. Der er således tale om en retlig standard, hvorefter bedømmelsen må foretages med udgangspunkt i, hvad en fornuftig investor sandsynligvis vil benytte som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger (jf. også Kommissionens direktiv 2003/124/EF art. 1 (2)). Hertil kræves ikke, at den fornuftige investor ville have afstået fra at handle, blot at han ville have handlet på andre vilkår. Den bestemmende viden må afgrænses over for begreberne bagatelagtig og væsentlig viden. Ved *bagatelagtig viden* forstås viden om forhold, der normalt ikke har nogen betydning, eller som har en så ringe betydning, at retsordenen ikke finder værdipapirmarkedet beskyttelsesværdig, og *væsentlig viden* er en sådan, der findes af særlig betydning. Fortier insideren en væsentlig intern viden, vil dette kunne tillægges en skærpende betydning ved strafudmålingen.

Kravet om, at den pågældende viden skal have været bestemmende for investeringsbeslutningen, betyder, at også *mosaik-viden* er omfattet af intern viden-begrebet. Herved forstås en viden, der isoleret betragtet er bagatelagtig, men som kombineret med de øvrige tilgængelige oplysninger bliver bestemmende, idet den repræsenterer »den sidste brik i puslespillet« og dermed er i stand til at ændre vurderingen af den samlede mosaik af tilgængelige oplysninger. Som følge heraf betegnes denne metode undertiden også som »total mix-standarden«, idet den forudsætter, at det totale mix af tilgængelige oplysninger indgår i fastlæggelsen af intern viden-begrebet.

Som nævnt ovenfor er den bagatelagtige viden ikke omfattet af intern viden-begrebet. Et væsentligt spørgsmål er i den forbindelse, hvad der udgør den nederste grænse for indholdet af den bestemmende viden. Spørgsmålet bliver sat på spidsen, såfremt der handles

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

på baggrund af et *tip* om, at der vil ske noget positivt eller negativt. Her er der ikke tale om en viden om en faktisk kendsgerning eller lignende forhold. Ikke desto mindre vil den tippede være i samme situation, som havde han været i besiddelse heraf, idet han med overvejende sandsynlighed kan fastslå, at der vil ske noget positivt eller negativt af betydning for værdipapirets kurs. Det er da også denne erkendelse, der ligger bag det selvstændige forbud imod tipping i VHL § 35, stk. 1. I overensstemmelse hermed, må et tip antages at være omfattet af intern viden-begrebet.

I forhold til vurderingen af intern viden-begrebet er bedømmelsen af *usikker viden* af særlig interesse. Det skyldes, at der ved værdipapirhandel i særlig høj grad kan forekomme en bestemmende, men dog usikker viden, om de handlede værdipapirer. De værdipapirer, der handles på Københavns Fondsbørs A/S eller Dansk AMP A/S, afleder deres kurs fra underliggende aktiver, der blandt andet for aktiernes vedkommende udgøres af børs- og AMP-selskaber. I sådanne selskaber vil der normalt være en betydningsfuld intern viden, hvorunder hører usikker viden om planer for nye markeder, om resultaterne af foreløbige forsøg med nye produkter, om fusionsforhandlinger og så videre. Er man i besiddelse af en sådan viden, er spørgsmålet, hvornår den har en sådan karakter, at den er omfattet af intern viden-begrebet og dermed af forbuddet mod insiderhandel.

Som referenceramme for vurderingen kan det have en vis værdi at sondre mellem skønsmæssig viden, usikker viden og kendsgerninger. I den sammenhæng er særligt den skønsmæssige viden interessant, idet den, på samme måde som begrebet bagatelagtig viden, udtrykker en viden, der ikke er omfattet af intern viden-begrebet, og som derfor kan siges at afgrænse begrebet »nedadtil«. Kendsgerninger er derimod pr. definition en sikker viden og vil derfor være omfattet af intern viden-begrebet. Derved er scenen sat for den nærmere afgrænsning af usikker viden, der ikke nødvendigvis er omfattet af intern viden-begrebet, men som efter omstændighederne vil kunne være det.

Til bedømmelsen af den usikre viden kan man opstille to indbyrdes sammenhængende parametre; sandsynlighed og omfang. Sandsynligheden for, at forholdet bliver en realitet, må sammenholdes med det omfang (betydning), forholdet må antages at ville få for værdipapirets kurs. Bedømmelsen kan derfor formuleres som en sandsynlighed-omfang test. Foreligger der en høj grad af sandsynlighed for en bestemmende begivenheds indtræden, må viden herom antages at være om-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

fattet af intern viden-begrebet. Ligeledes må sammenhængen mellem parametrene aktivere insiderforbuddet, såfremt der foreligger en mindre (men dog overvejende) sandsynlighed for begivenhedens indtræden, men hvor denne vil være af væsentlig betydning, for eksempel ved fremskredne fusions- eller overtagelsesforhandlinger.

Betydningen af en insiderhandel på baggrund af overtagelsesforhandlinger forelå til pådømmelse i *Midtbank*–dommen vedrørende Svenske Handelsbankens overtagelsestilbud på Midtbank. I overensstemmelse med det ovenfor fremførte udtalte Landsretten, at »Igangværende drøftelser om sammenlægning eller om opkøb af virksomheder må generelt anses for kursfølsom information« og »vi finder det ubetænkeligt at lægge til grund, at de tiltalte i hvert fald anså det for overvejende sandsynligt, at en offentliggørelse af oplysningerne om Midtbanks planer og om drøftelserne med Svenska Handelsbanken, ville have fået betydning for kursdannelsen på Midtbank aktien«.

Til § 34, stk. 3: Specifikke oplysninger og mærkbarhedskriteriet

For at skabe overensstemmelse mellem Markedsmisbrugsdirektivets definition af intern viden og den tilsvarende definition i værdipapirhandelsloven, indsattes formuleringerne vedrørende »specifikke oplysninger« og »mærkbarhedskriteriet« den 1. april 2005. De to nye begreber indebar ikke ændringer i forhold til gældende ret. De skal derfor blot ses som præciseringer af definitionen af intern viden som gennemgået ovenfor i § 34, stk. 2.

Efter VHL § 34, stk. 3, nr. 1, defineres *»specifikke oplysninger«* som oplysninger, der:

a) vedrører forhold, der foreligger, eller med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en begivenhed, der er indtrådt, eller med rimelighed kan forventes at indtræde, og

b)Er tilstrækkeligt præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende begivenheder eller forholds forventede indvirkning på kursdannelsen på de pågældende værdipapirer.

Led a)

Heraf følger, at såvel en viden om kendsgerninger som en usikker viden kan være omfattet af intern viden-begrebet. Således vil f.eks. en usikker viden om igangværende fusionsforhandlinger kunne være intern viden, og dette uanset om det senere viser sig, at fusionen ikke

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

gennemføres. Omvendt vil løse og udokumenterede rygter ikke være omfattet af begrebet, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 373.

Led b)

Af led b følger, at den interne viden naturligvis må være af en sådan karakter, at man kan træffe en konklusion på baggrund heraf. Det betyder, at oplysninger af vag og mere generel karakter ikke vil være intern viden. I lovens bemærkninger nævnes tillige, at »uanset at en oplysning vedrører flere forhold eller begivenheder, hvoraf kun nogle er af præcis karakter, kan oplysningen, i det omfang den vedrører præcise forhold, stadig anses som intern viden. F.eks. vil en oplysning om et kommende overtagelsestilbud kunne være intern viden, uanset at der endnu ikke foreligger præcise oplysninger om prisen. Oplysninger, der vedrører forhold eller begivenheder, der fremtræder som alternativer, vil ligeledes kunne være præcise. En oplysning om et kommende overtagelsestilbud på et ud af to børsnoterede selskaber vil således kunne udgøre intern viden, uanset at det ikke står klart, hvilke af de to selskaber, der vil blive genstand for overtagelsestilbuddet«, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 373.

Efter VHL § 34, stk. 3, nr. 2, defineres *»mærkbarhedskriteriet«* som »Oplysninger, som en fornuftig investor må antages at ville benytte som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger«. Heraf følger, at for at en investor vil benytte oplysningen som en del af sit beslutningsgrundlag, må den være bestemmende for ham. Hertil kræves ikke, at den fornuftige investor ville have afstået fra at handle, blot at han ville have handlet på andre vilkår. Hvis ikke en fornuftig investor vil benytte den pågældende oplysning, er der omvendt ikke tale om intern viden.

Til § 34, stk. 4: Frontrunning

VHL § 34, stk. 4, blev indført den 1. april 2005 som en implementering af Markedsmisbrugsdirektivets art. 1, nr. 1, afsnit 3 og kodificerede i den forbindelse den gældende retstilstand, hvorefter frontrunning anses for omfattet af intern viden-begrebets kategori »viden om værdipapiret«, jf. også kommentarerne ovenfor til § 34, stk. 2 (se *ad iii*), samt *FT 2004-05, till. A*, s. 373.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 34, stk. 5: Intern viden om råvareinstrumenter

VHL § 34, stk. 5, er en implementering af Markedsmisbrugsdirektivets art. 1, nr. 1, og indeholder en særlig definition af intern viden vedrørende råvareinstrumenter. I den sammenhæng fastlægges definitionen en smule anderledes ved (i) dels at den interne viden direkte eller indirekte skal vedrøre et råvareinstrument (og altså ikke en udsteder) og (ii) dels skal brugere af det pågældende råvaremarked forvente at modtage den pågældende interne viden i overensstemmelse med accepteret markedspraksis for dette marked.

Til forskel fra definitionen af intern viden i VHL § 34, stk. 2, stilles der ikke krav om, at oplysningerne skal kunne antages at medføre en mærkbar kurspåvirkning eller være af specifik karakter. Afgørende er derimod, om der er tale om oplysninger, som brugere af det pågældende marked forventer at modtage, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 373 f.

§ 34, stk. 5, 2. pkt., implementerer art. 4 i direktivet om accepteret markedspraksis m.v. (2004/72/EF). I bestemmelsen kvalificeres hvad (de oftest professionelle) brugere af markeder for råvareinstrumenter forventer at modtage oplysninger om. Herved kommer den konkrete vurdering i høj grad til at afhænge af en sagkyndigs vurdering af praksis på det pågældende marked, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 374.

§ 35 **[Forbuddet mod insiderhandel].** Køb, salg og tilskyndelse til køb eller salg af et værdipapir må ikke foretages af nogen, der har intern viden, som kan være af betydning for handelen.

Stk. 2. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på

Stk. 3. Uanset bestemmelsen i stk. 1 kan værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte loyalt udføre en kundes ordre. Endvidere kan sådanne personer foretage sædvanlig handel, såfremt handelen sker som et normalt led i værdipapirhandlerens funktion som market-maker i det pågældende værdipapir.

Stk. 4. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på transaktioner, der udføres af en suveræn stat, en sådan stats centralbank, Det Europæiske System af Centralbanker eller den, der agerer på disses vegne, når transaktionerne sker som led i vedkommendes pengepolitik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik.

Stk. 5. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer eller med værdipapirer som led i stabilisering af kursen på et værdipapir, forudsat at sådanne transaktioner gennemføres i overensstemmelse

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

med Kommissionens forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter.

Til § 35, stk. 1: Forbuddet mod insiderhandel

VHL § 35, stk. 1, indeholder forbuddet mod insiderhandel og implementerer Markedsmisbrugsdirektivets art. 2, stk. 1 og 2.

Ræsonnementet bag forbuddet mod insiderhandel er, at retsordenen ikke tillader en person at misbruge en given informationsasymmetri i værdipapirmarkedet. Forskellen mellem insideren og markedet er i den henseende, at insideren har en viden, der gør ham i stand at vurdere kursen på det omhandlede værdipapir anderledes end de øvrige investorer. Derved handler han ikke på samme vilkår og påtager sig følgelig ikke samme risici som resten af værdipapirmarkedet, og det er netop heri, at misbruget af den interne viden består, idet insiderhandelen repræsenterer et brud på den værdipapirhandelsretlige lighedsgrundsætning, jf. også Insiderbetænkningen, s. 33.

Forbuddet mod insiderhandel vedrører »køb og salg«. Det må tillige antages, at *bytte* og *tegning* af aktier vil være omfattet af forbuddet. Derimod vil *afståelse* fra at handle ikke være omfattet.

Forbuddet må antages at være fuldbyrdet ved selve aftaleindgåelsen, jf. formuleringen »Køb, salg …«. Såfremt, der ikke indgås en aftale, er der ikke lidt nogen skade, hverken for værdipapirmarkedet eller for enkelte af investorerne. Såfremt, der er indgået en aftale, skal den fortiede viden og insiderens adfærd vurderes *ex ante*, det vil sige på det tidspunkt, hvor insideren aftaleretligt er endeligt bundet af sit tilbud eller accept.

Til overtrædelse af forbuddet kræves bevis for, at insideren havde kendskab til den interne viden. Når dette bevis er ført, er det tilstrækkeligt, hvis det bevismæssigt tør lægges til grund, at insideren burde vide, at der var tale om en intern viden, jf. straffelovens § 19. Det er derimod uden betydning, om der foreligger en berigelseshensigt hos insideren.

Foruden forbuddet imod insiderhandel indeholder VHL § 35, stk. 1, et selvstændigt forbud imod »tipping« (tilskyndelse), jf. formuleringen »tilskyndelse til køb eller salg«. Om end dette forbud er placeret i selve handelsforbuddet, er der tale om en forebyggende regel, der forbyder medvirken til insiderhandel. Bestemmelsen bør derfor

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ses i sammenhæng med VHL § 36, stk. 1, der forbyder videregivelse af intern viden. Forbuddet mod tipping må antages for fuldbyrdet ved selve tilskyndelsesgerningen.

Med formuleringen »nogen, der har intern viden« fastlægges, at *enhver* juridisk eller fysisk person er omfattet. Afgørende er udelukkende, om den pågældende er i besiddelse af intern viden. Hvordan, insideren er kommet i besiddelse heraf, er uden betydning. Det betyder, at udstederen selv, selskabets direktør, rengøringskonen, taxachaufføren og industrispionen alle vil være omfattet. Om end sondringen imellem primære og sekundære insidere ikke har betydning i forhold til den ansvarlige personkreds, må de primære insidere ikke desto mindre antages at være underlagt en skærpet ansvarsnorm. Til eksempel vil direktøren, forud for en handel med værdipapirer i eget selskab, have en særlig mulighed for at sikre sig, at der ikke foreligger intern viden, fx ved – efter omstændighederne – at undersøge om oplysningen er offentliggjort, hvis han er i tvivl. Den materielle ansvarsskærpelse må tillige få en vis processuel betydning i form af en lempelse af beviskravene til uagtsomhed/forsæt, jf. også *Silcon-dommen*, hvor retten med formuleringen »navnlig i kraft af sin stilling i virksomheden og som professionel på området« kvalificerede overtrædelsen som forsætlig.

I vurderingen af, hvorvidt gerningsindholdet i forbuddet mod insiderhandel er realiseret, indgår en vurdering af, om vedkommende – udover den blotte besiddelse af intern viden – har *misbrugt* denne og derved handlet uhæderligt, jf. Højesterets afgørelse i *Midtbank-dommen*. Selve besiddelsen af intern viden betyder, at der består en formodning for, at insideren har misbrugt den interne viden ved at indgå den konkrete handel. Med hjemmel i misbrugsreservationen vil insideren dog konkret kunne afkræfte formodningen, såfremt insideren kan løfte bevisbyrden for, at dispositionen havde karakter af en almindelig forretningsmæssig adfærd, idet den pågældende havde andre og legitime bevæggrunde for at gennemføre handelen, jf. nærmere om *Midtbank-dommen* nedenfor.

Juridiske personer vil i mange tilfælde kunne være i besiddelse af intern viden, når de handler værdipapirer. Såfremt insiderforbuddet ikke indeholdt misbrugsreservationen, ville sådanne handler udgøre en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel. For juridiske personers handel med værdipapirer indeholder misbrugsreservationen således hjemlen til, at disse handler kan ske retmæssigt. Heri ligger, at

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

den juridiske person kan blive undtaget fra forbuddet mod insiderhandel til trods for, at den er i besiddelse af intern viden, såfremt legitime hensyn taler herfor. Dette kan særligt tænkes i følgende hovedtilfælde: (i) opretholdelse af chinese walls, (ii) tilbagekøbsprogrammer og kursstabilisering efter Safe harbour-forordningen, og (iii) Midtbank-modellen.

Forbuddet mod insiderhandel har i kronologisk rækkefølge givet anledning til følgende afgørelser og retssager:

Bødeforlæg af 5. juli 1995. Den pågældende insider havde afgivet købsordre dagen før offentliggørelsen af en positiv meddelelse. Handlen blev annulleret af vedkommendes pengeinstitut. Bødeforlæg på kr. 10.000.

Revisor-sagen (1995). En revisor havde interne oplysninger om tab i det udstedende selskab, som han var revisor for. Han oplyste dog, at han havde solgt sine aktier af andre grunde. Bødeforlæg på kr. 25.000.

Silcon-dommen (UfR 1995.905 H). Silcon A/S, der fremstillede elektronikdele, og hvis omsætning for 95 % vedkommende foregik i fremmed valuta, drev såvel spekulativt som med henblik på kommerciel afdækning en omfattende valutahandel, der blev forestået af T som økonomichef. På et tidspunkt, da valutahandlerne havde ført til tab og risiko for tab af en størrelsesorden, der måtte antages at få betydning for kurserne på selskabets aktier, hvis oplysninger herom blev offentliggjort, solgte T en beholdning af sine aktier i selskabet til kurs 240 og 225. Efter at selskabet 8 dage senere havde sendt meddelelse til Fondsbørsen om et tab på ca. 29 mio. kr., faldt aktiekursen til 150. T, der havde opnået en gevinst på skønsmæssigt kr. 50.000, blev for overtrædelse af FBL § 39a, stk. 1, idømt 3 måneders betinget fængsel og en tillægsbøde på 50.000. Landsretten statuerede forsætlig overtrædelse af fondsbørsloven. Højesteret kunne ikke påkende T's anbringende om, at lovovertrædelsen kun havde været uagtsom.

ISS-dommen (UfR 1997.1504 H). Den 33-årige direktør T havde overtrådt forbuddet mod insiderhandel i § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. ved den 30. maj 1996 om formiddagen at have afgivet ordre om køb af 260 kontrakter med put-optioner i ISS B 150 med udløb den 21. juni 1996, uagtet at han havde intern viden om, at ISS samme dag ville fremkomme med oplysninger, som ville medføre kursfald på ISS-aktien. Ved kontrakterne opnåedes en bruttofortjeneste på kr. 481.000 og en nettofortjeneste på kr. 383.500. Højesteret tiltrådte, at ubetinget frihedsstraf i almindelighed er påkrævet i til-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

fælde af insiderhandel for at modvirke denne form for kriminalitet. Straffen fandtes passende bestemt til 3 måneder, og der fandtes ikke at foreligge særlige omstændigheder, der kunne begrunde, at straffen helt eller delvis blev gjort betinget, heller ikke med vilkår om samfundstjeneste (landsretten havde gjort straffen betinget med vilkår om samfundstjeneste).

C.W.Obel-dommen (UfR 1999.513 Ø). 61-årig T blev straffet med 5 måneders fængsel for at have opnået vinding på knap kr. 640.000 ved køb af aktier i SN Holding A/S, selv om T som bestyrelsesmedlem i C.W. Obel A/S vidste, at selskabet ville tilbyde at købe aktierne. Forholdet blev anset for at være af særlig grov beskaffenhed. Uanset at T var bosiddende i udlandet, og købet var sket gennem schweiziske bankforbindelser, tiltrådte landsretten, at købet var sket i den danske stat, jf. STRFL § 6, nr. 1.

Tilskyndelsessagen (SØK sag VK-P-IV-27). Direktør blev sigtet for at have tilskyndet sine døtre til at købe aktier i udstederen. Købene iværksattes 7 uger før selskabets offentliggørelse af halvårsrapporten. Rapporten gav positive oplysninger om den økonomiske udvikling, herunder i driften. Af den ledsagende pressemeddelelse fremgik, at der var tale om en klar forbedring af den økonomiske situation. Dagen efter offentliggørelsen steg kursen med 4 % (15 kurspoint). Bødeforlæg på kr. 30.000 til direktøren.

Optionsordnings-sagen (Bødeforlæg af 9. juli 1999). En økonomidirektør henholdsvis en administrerende direktør fandtes at have overtrådt VHL § 35, stk. 1, i forbindelse med afgivelse af ordre om køb af egne aktier til brug for opfyldelse af en optionsordning for ledende medarbejdere. Ved afgivelsen af ordren til værdipapirhandleren var direktørerne i besiddelse af intern viden om, at selskabets regnskab var bedre end forventet i markedet, hvilket måtte antages at have haft betydning for handlen. Bødeforlæg på henholdsvis kr. 10.000 og kr. 15.000. samt konfiskation af udbyttet.

TK-Development-dommen (utrykt dom fra Retten i Aalborg af 6. november 2000). En regnskabsmedarbejder I TK Development A/S blev dømt efter VHL § 94, stk. 1, 1. pkt., efter at have købt aktier i selskabet, uagtet at han på tidspunktet for ordreafgivelsen besad intern viden qua sin stilling. Den opnåede viden vedrørte 1) selskabets årsresultat, som var steget med 38 % før skat samt oplysninger om 2) selskabets forretningsmuligheder i Tjekkiet. Regnskabsmedarbejderen havde dog ikke eksakt viden om, at årsregnskabet var steget med

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

38 %. Retten fandt ikke, at forholdene var af særlig grov beskaffenhed, hvorfor anklageskriftet ikke blev taget til følge. Endvidere blev regnskabsmedarbejderen dømt for 3) at have udnyttet fortrolige dokumenter om A-aktiegruppens strategiske overvejelser. Dette forhold fandt retten var af særlig grov beskaffenhed, hvorfor medarbejderen blev dømt efter § 35, stk. 1, i værdipapirhandelsloven. Fængsel i 60 dage. Straffen udsattes til bortfald efter en prøvetid på vilkår af, at medarbejderen ikke begik strafbart forhold i prøvetiden. Endvidere blev udbyttet konfiskeret.

Resound Corporation-sagen (UfR 2000.2356 ØLK). Sagen vedrørte i realiteten spørgsmålet om dansk straffemyndighed ved insiderhandel foretaget i USA. Østre Landsret skulle dog udelukkende træffe kendelse om beslaglæggelse af T´s vinding iht. Rpl. § 801. Den tiltalte var en 55-årig dansk mand T, som var ansat i GN Store Nord A/S. I kraft af sin stilling vidste T besked om, at GN Store Nord A/S ville afgive et købstilbud på Resound Corporation, som var noteret på det amerikanske Nasdaq-marked. T købte på baggrund heraf såvel aktier som optioner i det amerikanske selskab. Efter at GN StoreNord havde afgivet sit købstilbud, steg aktiekursen på Resound Corporation-aktierne, hvorved T opnåede en fortjeneste på ca. kr. 800.000. T blev herefter sigtet for insiderhandel i forbindelse med hans køb af aktier og optioner i Resound Corporation, jf. VHL § 35. Anklagemyndigheden fremsatte anmodning om beslaglæggelse af A's vinding. Landsretten afviste med henvisning til VHL § 34, stk. 1, at beslaglægge T´s vinding, idet (i) Resound Corporation alene var noteret i USA, og idet (ii) Danmark ikke havde nogen samarbejdsaftale med USA. Landsretten fandt derfor ikke, at anklagemyndigheden havde sandsynliggjort, at sigtelsen kunne føre til strafansvar i Danmark, jf. Strfl. § 10, jf. VHL § 34, stk. 1, og anmodningen om beslaglæggelse blev således ikke taget til følge.

Martin Gruppen-dommen (UfR 2001.673 V). Direktør T fundet skyldig i overtrædelse af VHL § 35, stk. 1, ved som hovedaktionær i Martin Gruppen A/S at have foretaget insiderhandel med aktier og herved opnået et udbytte på ca. kr. 3,6 mio. Efter den meget betydelige vinding, som var resultatet af T's forsætlige overtrædelse af lovens § 35, stk. 1, henførtes to af forholdene under § 94, stk. 1, 2. pkt. En påstand for landsretten om konfiskation af udbyttet hos et anpartsselskab, for hvilket T var enetegningsberettiget, og i hvis regi købet af

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

aktierne var sket, blev ikke taget under pådømmelse. 6 måneders ubetinget fængsel.

Insiderdirektiv-dommen (EF-Domstolens dom af 3. maj 2001, C-28/99 – præjudicielt spørgsmål). Domstolen udtaler, at art. 5 i direktiv 89/592 om samordning af retsforskrifterne vedrørende insiderhandel ikke er til hinder for, at der anvendes bestemmelser i en medlemsstats lovgivning, der er strengere end dem, der er fastsat i dette direktiv for så vidt angår forbuddet mod at udnytte intern viden, forudsat at rækkevidden af den definition af intern viden, der gælder ved anvendelsen af denne lovgivning, er den samme for samtlige de fysiske eller juridiske personer, der er omfattet af denne lovgivning. Såfremt nationale bestemmelser strider mod den ovenfor nævnte art. 6, som følge af at visse fysiske eller juridiske personer specifikt fritages for et forbud mod at udnytte intern viden, der er strengere end det i dette direktiv fastsatte forbud, skal den nationale ret undlade at anvende sine strengere bestemmelser over for samtlige de personer, som de kunne finde anvendelse på, jf. præmis 35 og 38.

Bavarian Nordic-sagen (2001). Hovedaktionær/bestyrelsesformand i Bavarian Nordic A/S handlede Bavarian Nordic aktier umiddelbart før positiv fondsbørsmeddelelse. Meddelelsen kom sandsynligvis for sent ud ved en fejltagelse. Den skulle afgå om morgenen, i hvilken periode A ville købe, idet han befandt sig i »6-ugers vinduet« (ifølge Københavns Fondsbørs' anbefalinger). A troede, at børsmeddelelsen var afgået om morgenen, hvorfor han købte lidt over middag. Meddelelsen var imidlertid forsinket og afgik først efter A´s handel. Han opdagede selv problemet og fik handlen tilbageført på eget initiativ. Herefter blev Københavns Fondsbørs underrettet. Tiltalen lød på uagtsom overtrædelse af VHL § 35, stk. 1, om insiderhandel, idet A burde have sikret sig, at meddelelsen var afgået, før han handlede. Kr. 50.000 i bødeforlæg.

RealDanmark I-dommen (utrykt dom fra Retten i Korsør af 11. december 2001). TopDanmark A/S ejede 5 % af aktierne i RealDanmark A/S, som planlagde en fusion med Danske Bank A/S, der ville medføre, at TopDanmark A/S fik konverteret et regnskabsmæssigt underskud på 460 mio. kr. til et tilsvarende overskud på 400 mio. kr. Næstformanden i TopDanmarks A/S' bestyrelse havde al sin viden om fusionen via sin bestyrelsespost i selskabet. Det lagdes til grund, at bestyrelsesmedlemmet havde haft en forsætlig intern viden, men at forholdet ikke var af særlig grov beskaffenhed alene på grund af hans

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

stilling som næstformand i bestyrelsen. 2 måneders ubetinget fængsel og konfiskation af udbyttet.

RealDanmark II-dommen (utrykt dom fra Københavns Byret af 19. februar 2002). Konsulent i Finansforbundet fik den 28. eller 29. august 2000 oplysning om, at RealDanmarks A/S' bestyrelse havde besluttet at indgå i forhandlinger med Danske Bank A/S om fusion. Den 28. september 2000 fik han endvidere oplyst, hvornår fusionen ville blive offentliggjort, og hvilken stigning i kursen på RealDanmarks A/S' aktier der forventedes i forbindelse med aktiebyttet. I den forbindelse blev han dømt for at have købt 1.500 stk. aktier i RealDanmark A/S til kurs 237,94 den 31. august 2000. 6 måneders ubetinget fængsel samt konfiskation af udbyttet.

Vestas-dommen (utrykt Vestre Landsrets dom af 13. marts 2002). En direktør i Dansk Vindkraft Entreprise A/S, der samtidig var bestyrelsesformand i Dansk Vindkraft Entreprise A/S, var i besiddelse af viden om, at selskabet ville indgå kontrakt med Vestas på 240 mio. kr., hvilket ved offentliggørelsen til Fondsbørsen ville kunne påvirke kursen positivt. Direktøren købte i den anledning – såvel personligt som gennem sit personligt ejede selskab – Vestas A/S aktier med en kursgevinst på knap kr. 1 mio., hvorved han gjorde sig skyldig i insiderhandel. 4 måneders ubetinget fængsel samt konfiskation af udbyttet.

Finanstilsynets afgørelse af 12. juli 2004 om kapitalforvaltningsaftaler. Et pengeinstitut spurgte Finanstilsynet, hvorvidt kunder, der indgår aftaler om kapitalforvaltning, og som er i besiddelse af intern viden om værdipapirer, der er omfattet af aftalen, vil overtræde forbuddet mod insiderhandel, uanset at det alene er pengeinstituttet, der disponerer over papirerne i henhold til aftalen. Pengeinstituttet oplyste, at aftalerne om kapitalforvaltning indgås, så pengeinstituttet får fuldmagt til at handle diskretionært på kundens vegne, og at det alene er pengeinstituttet, der kan disponere over værdipapirer omfattet af aftalen. Finanstilsynet udtalte at gennemførelsen af en handel under de af pengeinstituttet beskrevne konkrete omstændigheder, ikke vil udgøre en strafbar overtrædelse af insiderforbuddet. Dette gælder, selv om kunden måtte have intern viden på det tidspunkt, hvor handlen gennemføres.

Finanstilsynets afgørelse af 19. august 2004 om aktieoptionsprogrammer for medarbejdere. En børsnoteret virksomhed, som har et aktieoptionsprogram for sine medarbejdere, spørger Finanstilsynet om hvorledes VHL´s forbud mod insiderhandel forholder sig til dette options-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

program. Programmet giver medarbejderne mulighed for på et på forhånd aftalt tidspunkt enten at erhverve aktier til en bestemt kurs eller at kræve differenceafregning af værdien mellem den forudbestemte kurs og kursen på udnyttelsesdagen. I tilfælde af udnyttelse af optionen i form af *køb af aktier*, er købskursen forudbestemt og uafhængig af den aktuelle markedskurs, hvorfor der, efter Finanstilsynets vurdering, konkret ikke kan være tale om insiderhandel. I tilfælde af udnyttelse i form af differenceafregning, udtaler Finanstilsynet, at der reelt er tale om en opgørelse af poster på et forud fastsat tidspunkt i henhold til en tidligere indgået kontrakt. Der er således ikke tale om et køb/salg i VHL § 35´s forstand, hvilket medfører, at der ikke kan være tale om insiderhandel. Uanset om differenceafregningen skulle blive anset for omfattet af bestemmelsen i § 35, antager Finanstilsynet, at insiderspørgsmålet alene vil kunne opstå i den situation, hvor den interne viden tilsiger en negativ udvikling af kursen. Heller ikke i denne situation finder tilsynet, at der vil være tale om overtrædelse af § 35, dels fordi der er tale om informationsparitet, dels fordi der ikke er tale om handel, der er egnet til at vildlede markedet.

Finanstilsynets afgørelse af 15. november 2004 vedr. fortolkning af VHL § 35 i relation til tildeling af aktieoptioner til medarbejdere. Et selskab spurgte Finanstilsynet, hvorvidt værdipapirhandelslovens forbud mod insiderhandel betyder, at medarbejdere, der var i besiddelse af intern viden, ville være forhindret i at modtage gratis aktieoptioner i det børsnoterede selskab, hvori de var ansat. Optionsprogrammet var udformet således, at det ville give medarbejderne mulighed for at udnytte optionerne i en periode på ca. 5 år fra tildelingstidspunktet. Optionerne ville blive udstedt i et »vindue« efter offentliggørelsen af det børsnoterede selskabs regnskabsmeddelelse. Antallet af optioner og udnyttelseskursen ville være ens for alle medarbejdere, der var omfattet af ordningen, og ingen medarbejdere var i øvrigt involverede i beslutningsprocessen eller udformningen af optionsprogrammet.

Finanstilsynet svarede, at medarbejdernes modtagelse af aktieoptioner i den konkrete situation ikke ville være omfattet af forbuddet mod insiderhandel i VHL § 35, uanset at modtageren af aktieoptionen måtte være i besiddelse af intern viden på tidspunktet for tildelingen af optionen. I Tilsynets vurdering blev der lagt vægt på, at det fra selskabets side var oplyst, at antallet af optioner og udnyttelseskursen ville være ens for alle medarbejdere, at optionerne ville blive tildelt gratis, og at ingen af de af ordningen omfattede medarbejdere havde

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

været involverede i beslutningsprocessen eller udformningen af optionsprogrammet i øvrigt. Slutningsvist påpegede tilsynet dog, at der kan være situationer, hvor modtageren af optioner er omfattet af forbuddet mod insiderhandel. Dette kan fx være tilfældet, hvor modtageren af optionen direkte eller indirekte har udøvet konkret indflydelse på optionsgiverens beslutning om tildeling af optionen.

Midtbank-dommen (UfR 2005.984 H). Midtbank A/S, dennes bestyrelsesformand og næstformand samt bankens administrerende direktør og en anden direktør tiltaltes for insiderhandel. Sagens kerne var, om banken ved at købe egne aktier i november 2000 og februar 2001 havde overtrådt forbuddet mod insiderhandel i VHL § 35, stk. 1. I maj måned 2000 var der etableret en kontakt mellem Midtbank A/S og Svenska Handelsbanken, der knap et år senere i april 2001 resulterede i, at Svenska Handelsbanken afgav et af bestyrelsen i Midtbank A/S anbefalet købstilbud på Midtbank A/S. Midtbank A/S' bestyrelsesformand var herudover tiltalt for i privat regi at have købt 850 stk. Midtbank A/S aktier i august 2000. Landsrettens flertal fandt, at købet ikke var motiveret af den interne viden, hvorfor der ikke var tale om et misbrug heraf. På den baggrund frifandt Landsretten samtlige tiltalte. Højesteret stadfæstede landsrettens dom med den begrundelse, *at* købet af egne aktier ikke skete for vindings skyld, men med det legitime formål at kunne gennemføre en af bestyrelsen foreslået udbyttebetaling ved kapitalnedsættelse i lighed med det foregående år, *at* købet skete på et tidspunkt, hvor det endnu var usikkert om forhandlingerne med Svenska Handelsbanken om køb af Midtbank ville resultere i et køb – bl.a. stod parterne langt fra hinanden mht. prisfastsættelse og stillingtagen til en række væsentlige aftalespørgsmål, *at* købet af aktier fra Realkredit Danmark skete efter henvendelse fra RD i henhold til en forkøbsret i en aktionæroverenskomst fra 1990, og *at* købet blev indberettet til Københavns Fondsbørs, hvorfor der ikke forelå et uhæderligt forhold (misbrug) ved Midtbanks køb af egne aktier.

Til § 35, stk. 2: Undtagelse for overtagelsestilbud og handel med futures o.lign.

VHL § 35, stk. 2, indeholder dels en undtagelse vedrørende overtagelsestilbud (nr. 1) og dels en undtagelse vedrørende futures m.v. (nr. 2).

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Undtagelse for overtagelsestilbud (nr. 1)

At handel på baggrund af due diligence-viden i forbindelse med et offentligt købstilbud ikke er omfattet af forbuddet mod insiderhandel, har længe været antaget i praksis. En modsat fortolkning ville lægge unødvendige hindringer for en normal forretningsmæssig adfærd på værdipapirmarkedet – nemlig virksomhedsopkøb. En forudsætning for at disse virksomhedsopkøb kan gennemføres er ofte, at køberen får mulighed for at kigge i selskabets bøger.

I dag er dette kodificeret i VHL § 35, stk. 2, nr. 1, der med virkning den 1. april 2005 implementerede betragtning 29 i Markedsmisbrugsdirektivets præambel.

I forbindelse med en overtagelse af kontrollen med et børsnoteret selskab er det som nævnt ovenfor normal praksis, at de potentielle købere foretager en due diligence på målselskabet, under hvilken proces de normalt vil komme i besiddelse af intern viden. Ikke desto mindre kan de med hjemmel i VHL § 35, stk. 2, nr. 1, fremsætte et offentligt købstilbud til målselskabets aktionærer med henblik på at opnå kontrollen, og efter fremsættelsen af købstilbuddet opkøbe målselskabets aktier (se tillige *FT 2004-05, till. A*, s. 374).

Denne kodifikation er for så vidt uproblematisk, idet det offentlige tilbud normalt må antages at afspejle værdien af den samlede mængde tilgængelig information, dvs. såvel offentlig som intern viden. I den forbindelse må målselskabets aktionærer tillige anses tilstrækkeligt sikrede efter takeover-bkg. § 12, hvorefter målselskabets bestyrelse »skal udarbejde en redegørelse, som indeholder bestyrelsens holdning til tilbuddet og begrundelse herfor«. I den forbindelse må bestyrelsen naturligvis inddrage sin fuldstændige viden om selskabet, herunder tillige en eventuel intern viden.

Omvendt gælder, at såfremt de potentielle købere ikke afgiver et købstilbud, må de afstå fra at handle på baggrund af den interne viden. I så fald må de afvente, at målselskabet offentliggør den pågældende viden eller, at den af andre grunde ikke kan anses for intern længere.

Undtagelse for futures o.lign. (nr. 2)

VHL § 35, stk. 2, nr. 2, vedrører en insiders opfyldelse af en forfalden kontraktforpligtelse (futures o.lign.) og implementerede Markedsmisbrugsdirektivets art. 2, stk. 3 med virkning den 1. april 2005

Undtagelsen vedrørende den situation, hvor insideren kommer i besiddelse af intern viden (tidspunkt 2) efter at en bindende og for-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

pligtende aftale er indgået (tidspunkt 1), men førend den skal opfyldes (tidspunkt 3). Den interne viden har således været uden betydning for insiderens beslutning om at indgå den pågældende transaktion.

Det er væsentligt, at undtagelsen i VHL § 35, stk. 2, nr. 2, blot er et eksempel på en situation, der ikke vil være omfattet af forbuddet mod insiderhandel som følge af, at den interne viden ikke er brugt og så meget desto mindre er misbrugt. Samme resultat ville følge uden den specifikke misbrugskodifikation. At resultatet ville være det samme skyldes, at man – ved vurderingen af om gerningsindholdet i forbuddet mod insiderhandel er realiseret – foretager en vurdering af den interne videns betydning på det tidspunkt, hvor insideren træffer sin beslutning om at handle i det pågældende værdipapir (ex ante-vurdering, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 373).

Har insideren derfor beviseligt truffet sin handelsbeslutning, førend vedkommende kom i besiddelse af den interne viden, foreligger der ikke et (mis)brug, idet den interne viden ikke har haft betydning for handlen. Dette er da også baggrunden for, at lovbemærkningerne understreger, at man ikke kan slutte modsætningsvist fra det forholdsvis snævre anvendelsesområde for undtagelsen i VHL § 35, stk. 2, nr. 2, således at handler udenfor denne vil være omfattet af forbuddet mod insiderhandel (jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 375).

I relation til VHL § 35, stk. 2, nr. 2, er det afgørende »om personen, på det tidspunkt, hvor der opnås intern viden, er kontraktligt forpligtet til at gennemføre transaktionen på vilkår, der er fastlagt i en aftale, der er indgået, inden personen kom i besiddelse af intern viden« (jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 375). Det betyder, at blandt andet finansielle futures og terminskontrakter vil være omfattet af undtagelsen, idet disse er karakteriseret ved, at de grundlæggende handelsbetingelser ligger fast ved aftalens indgåelse, uanset at selve transaktionen først gennemføres på et senere tidspunkt. Undtagelsen finder tillige anvendelse på betingede aftaler, så længe den person der er i besiddelse af intern viden, ikke på det tidspunkt, hvor vedkommende får adgang til den interne viden, har mulighed for at udøve indflydelse på, om betingelsen opfyldes og dermed på, om forpligtelsen indtræder (jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 375).

Ovenstående betyder tillige, at en optionsgiver (der pr. definition er forpligtet til at opfylde optionskontrakten) vil være omfattet af undtagelsen, uanset at vedkommende er i besiddelse af intern viden på opfyldelsestidspunktet. Derimod vil en optionshaver ikke være om-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

fattet, idet opfyldelsen af optionskontrakten ikke er en pligt men derimod en ret, som optionshaveren på et senere tidspunkt kan vælge at udnytte (eller lade være).

En optionshaver vil derimod være undtaget, såfremt vedkommende har indgået optionskontrakten, førend vedkommende kom i besiddelse af intern viden, idet den interne viden i så fald ikke er brugt. En intern viden efter indgåelsen af optionskontrakten, kan således ikke siges at være (mis)brugt, da handelsvilkårene er fastlagt førend besiddelsen af den interne viden og i så fald ikke har haft betydning for optionskontraktens vilkår. Optionshaverens købskurs er således fastlagt og uafhængig af markedskursen på udnyttelsestidspunktet. Det kan ikke ændre herpå, at optionshaveren – i kraft af sin efterfølgende interne viden – vil være i stand til at vurdere, hvorvidt udnyttelsen er fordelagtig eller ej, jf. også Finanstilsynet afgørelse af 19. august 2004, hvor Finanstilsynet i forbindelse med en forespørgsel vedrørende medarbejderoptioner udtalte, at »I tilfælde af udnyttelse af optionen i form af køb af aktier er købskursen forudbestemt og uafhængig af den aktuelle markedssituation. Endvidere er der forudsat informationsparitet mellem de to parter (arbejdstager og arbejdsgiver). På den baggrund er det Finanstilsynets vurdering, at der ikke vil være tale om insiderhandel«.

Til § 35, stk. 3: Undtagelse for værdipapirhandleres udførelse af kundeordrer og market-maker rolle

Undtagelsen i VHL § 35, stk. 3, vedrører værdipapirhandleres sædvanlige handel.

Undtagelsen er indsat af nødvendighed, idet værdipapirhandlere i modsat fald ville være udelukket fra at udføre deres hverv på tilstrækkelig vis. Kendetegnende for såvel den loyale udførelse af kundeordrer som udøvelsen af market-maker funktionen er, at værdipapirhandleren udøver en normal forretningsmæssig adfærd og ikke i denne forbindelse gør brug af intern viden henholdsvis udøver kursmanipulation eller på anden vis medvirker hertil.

En værdipapirhandler vil således ikke kunne ifalde et strafansvar for insiderhandel selvom vedkommende har kendskab til eller formodning om, at kunden har foretaget eller vil foretage insiderhandel. Såfremt værdipapirhandleren vælger loyalt at gennemføre handlen, er vedkommende dog underlagt indberetningspligten efter VHL § 37, stk. 6,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Såfremt værdipapirhandleren er i besiddelse af intern viden, men blot gennemfører sin kundes ordre, vil der som følge af ovenstående ikke være tale om insiderhandel. Har værdipapirhandleren derimod råderet til at handle på kundens vegne og er i besiddelse af intern viden, vil en handel udgøre en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel. I denne situation kan det således ikke undskylde, at værdipapirhandleren handlede på den »uskyldige/uvidende« kundes vegne.

Til § 35, stk. 4: Undtagelse for stater, centralbanker m.v.

Undtagelsen i VHL § 35, stk. 4, vedrører staters, centralbankers m.v. handel. De undtagne transaktioner betragtes som legitime og nødvendige nationaløkonomiske reguleringsmidler, hvorfor de ikke omfattes af forbuddet mod insiderhandel.

Til § 35, stk. 5: Undtagelse ved handel efter Tilbagekøbsforordningen

Undtagelsen i VHL § 35, stk. 5, vedrører juridiske personers handel med egne aktier efter Safe harbour-forordningen. Undtagelsen bygger på en anerkendelse af, at der kan være mange legitime og forretningsmæssige grunde til, at selskaber handler egne aktier.

Uanset at selskabets tilbagekøb af egne aktier er omfattet af insiderforbuddet, har der hersket nogen usikkerhed med hensyn til det nærmere forhold mellem forbuddet og et igangværende tilbagekøbsprogram. *Midtbank-dommen* havde netop relation til denne usikkerhed. Det er imidlertid ikke kun i Danmark, men også i de øvrige europæiske lande, man har konstateret et behov for at finde en rigtig balance mellem insiderregler og tilbagekøbsprogram, og derfor havde det siden udstedelsen af Markedsmisbrugsdirektivet, ligget fast, at en sådan balance skulle findes. Der er således en løfteparagraf herom i Markedsmisbrugsdirektivets art. 8 med bemyndigelse for Kommissionen til at udstede nærmere forskrifter herom. Art. 8 indeholder en regel om, at handlinger, der ellers ville kunne indebære ulovlig insiderhandel, alligevel er lovlige, hvis de foretages inden for rammerne af et tilbagekøbsprogram, der opfylder ganske bestemte krav.

Med hjemmel i art. 8 udstedte Kommissionen den 22. december 2003 Safe harbour-forordningen (Forordning nr. 2273/2003). Forordningen trådte i kraft ved offentliggørelsen i EF-tidende den 23. december 2003. Forordningen omhandler ligesom direktivets art. 8 ikke blot tilbagekøbsprogrammer, men også kursstabiliseringsprogrammer.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

I nærværende sammenhæng sættes der alene fokus på førstnævnte (jf. *Erik Werlauff* i UfR 2004 B, s. 106 ff.).

Det er væsentligt, at man ikke kan slutte modsætningsvist fra Safe harbour-forordningen derved at en handel, der ikke foretages i overensstemmelse hermed, vil udgøre en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel. Det kan ligeledes ikke antages, at der foreligger en »formodning for overtrædelse«, når der handles udenfor forordningen, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 376 f. Det er således væsentligt at understrege, at de børsnoterede selskaber fortsat har mulighed for at handle uden for forordningen, blot dette sker under iagttagelse af forbuddet mod insiderhandel.

I Danmark var vi tidligere mest indstillet på, at et aktieselskabs køb af egne aktier var af mere passiv, kursudjævnende karakter, herunder som et led i en service til aktionærerne, således at selskabet havde »aktier på lager«. Imidlertid kan opkøb af egne aktier også bruges mere aktivt og offensivt, herunder som et led i skabelsen af såkaldt *shareholder value*, forstået som selskabets maksimering af værditilvæksten for aktionærerne. Særligt amerikanske selskaber har i årevis haft den praksis at foretage aktive opkøb af egne aktier, dels for at vise selskabets egen tillid til disse, dels for at foretage en successiv reduktion af den aktiekapital, der repræsenterer selskabets nettoværdi.

Et mere systematisk tilbagekøb af egne aktier befinder sig under dobbelt juridisk ild:

De interne forskrifter om selskabets handel med egne aktier skal angive en frist, inden for hvilken selskabet *ikke* må handle med egne aktier, dvs. en forbudsperiode med såkaldt »lukkede handelsvinduer«. Fondsbørsen anbefaler, at fristen sættes til 3 uger før offentliggørelse af selskabets årsregnskabsmeddelelse og delårsrapport. Også uden for perioden med lukkede vinduer skal selskabet ved opkøb af egne aktier iagttage insiderreglerne.

For mange børsnoterede danske (og øvrige europæiske) selskabers vedkommende vil forordningens regler om tidsbestemte tilbagekøbsprogrammer være relevante, jf. nærmere forordningens art. 2, nr. 3-4.

Det direktiv fra 1977, der henvises til i nr. 3, dvs. direktiv 77/91, er EU's 2. selskabsdirektiv (kapitaldirektivet), som indeholder de også her i landet velkendte selskabsretlige forskrifter om køb af egne aktier: Maximalt for 10 % af aktiekapitalen; bemyndigelse fra generalforsamlingen; højst for 18 måneder ad gangen etc.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Forordningens art. 4, 5 og 6 indeholder de nærmere betingelser, et tilbagekøbsprogram skal opfylde, for at det er »fredet« i relation til insiderforbuddet (og en totalfredning kan der aldrig blive tale om, men alene en fredning i det nedenfor omtalte omfang). Art. 4 indeholder kravene til tilbagekøbsprogrammet og dets offentliggørelse, mens art. 5 indeholder kravene til den enkelte handel, og art. 6 indeholder de begrænsninger, der i øvrigt gælder, samt ikke mindst opskriften på, hvordan man frigør sig fra de vigtigste af disse begrænsninger ved at lægge administrationen af tilbagekøbsprogrammet ud i armslængde gennem delegation til en ekstern lead manager.

Betingelserne i art. 19 i 2. selskabsdirektiv skal være opfyldt, jf. forordningens art. 4, stk. 1. Dette er blot udtryk for de almindelige selskabsretlige regler som nævnt ovenfor: max. 10 % af aktiekapitalen; bemyndigelse fra generalforsamlingen; max. for 18 måneder ad gangen.

Inden handelen påbegyndes, skal alle enkeltheder i programmet, sådan som dette er vedtaget på generalforsamlingen, offentliggøres, jf. forordningens art. 4, stk. 2. Det samme gælder eventuelle senere ændringer i programmet.

Selskabet skal sikre, at rapporteringspligten over for markedet iagttages, jf. forordningens art. 4, stk. 3-4. Dette gælder også indberetningspligterne for børsmæglerselskaber mv. efter art. 20 i direktivet om investeringsservice, 93/22.

Der må ikke tilbagekøbes aktier til en kurs, der overstiger den højeste af følgende to muligheder, jf. art. 5, stk. 1: 1) Enten kursen ved den sidste uafhængige handel eller 2) det højeste foreliggende uafhængige tilbud. Med denne forskrift sikres det, at det udstedende selskab ikke selv kan optræde som kursførende.

Der må ikke på en enkelt dag tilbagekøbes flere aktier, end hvad der svarer til 25 % af den gennemsnitlige daglige aktiemængde på denne børs, jf. art. 5, stk. 2. Der er her to muligheder: 1) Enten at programmet nærmere angiver 25 % grænsen, og i så fald skal den baseres på måneden forud for programmets offentliggørelse. 2) Eller at programmet ikke angiver noget herom, og i så fald gælder mængden i 20 handelsdage forud for tilbagekøbet. Der er visse undtagelser i art. 5, stk. 3, i tilfælde af »ekstremt lav likviditet« i den pågældende aktie.

Art. 6 er, hvad man her i landet kunne kalde »Midtbank-paragraffen«. Den har tre led, og som udgangspunkt er de alle forbudt: 1) Selskabet må slet ikke *sælge* egne aktier, mens tilbagekøbsprogrammet

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

verserer, jf. art. 6, stk. 1, litra a. 2) Selskabet må ikke bruge programmet i en periode med lukkede handelsvinduer, jf. art. 6, stk. 1, litra b. Efter dansk ret vil det sige perioden på 3 uger før offentliggørelse af regnskabsmeddelelser. 3) Selskabet må heller ikke bruge programmet, hvis det har besluttet at udskyde offentliggørelsen af insiderviden (fx fordi denne ud fra forretningsmæssige hensyn mv. endnu ikke kan røbes), jf. art. 6, stk. 1, litra c.

Hver af disse tre begrænsninger lægger snævre bånd på, hvad selskabet kan foretage sig. Derfor er undtagelserne i art. 6, stk. 2-3, interessante:

Efter *stk. 2* kan der undtages fra a, b og/eller c, hvis der hos det udstedende selskab er »kinesiske mure« mellem den afdeling, der er i besiddelse af insiderviden, og den afdeling, der træffer beslutning om tilbagekøb.

Efter *stk. 3* kan der under ét undtages fra a, b og c, hvis der enten er tale om et tidsbestemt tilbagekøbsprogram, eller der er engageret en lead manager for tilbagekøbsprogrammet i form af et investeringsselskab eller en bank, som »træffer sine handelsbeslutninger med hensyn til udstederens aktier uafhængigt af og uden indflydelse fra udstederen med hensyn til købstidspunktet«.

Selv om man således kan undtage fra a, b og c, når blot der er tale om et tidsbestemt program, må det sikkert ofte anbefales, at man benytter sig af muligheden for at bruge en uafhængigt handlende lead manager.

Et tilbagekøbsprogram efter de her skitserede retningslinjer behøver ikke nødvendigvis at være et alternativ til en generel 18-måneders bemyndigelse til erhvervelse af egne aktier. Blot må selskabet og dets ledelse gøre sig klart, at den særlige beskyttelse, der opnås efter forordningens art. 6, ikke kan opnås på anden måde end under forordningen.

Gør man sig dette klart, kan man udmærket kombinere a et tidsbegrænset tilbagekøbsprogram på et bestemt aktiebeløb, der efter erhvervelsen resulterer i en særskilt generalforsamlingsbeslutning om kapitalnedsættelse med proklama, med b en efterfølgende basisbeslutning om en 18-måneders bemyndigelse til erhvervelse af egne aktier uden for et egentligt tilbagekøbsprogram efter forordningen.

En beslutning, der i koncentreret form kombinerer disse to hensyn, kan eventuelt se således ud:

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

1. Under iagttagelse af bestemmelserne i art. 4-6 i EU's forordning nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om tilbagekøbsprogrammer mv. gælder der følgende begrænsninger og vilkår for selskabets aktietilbagekøb:
2. Der kan maksimalt erhverves aktier til et samlet pålydende af x kr. af selskabets aktiekapital. Bemyndigelsen hertil gælder i y måneder fra generalforsamlingens dato, hvorefter programmet bortfalder og afløses af den almindelige bemyndigelse til erhvervelse af egne aktier op til 10 % af selskabets aktiekapital i 18 måneder fra generalforsamlingens dato. Alle enkeltheder i tilbagekøbsprogrammet skal være offentliggjort, inden der foretages nogen erhvervelse af egne aktier.
3. Rapporteringspligterne efter lovgivningen og reglerne for Københavns Fondsbørs A/S skal opfyldes inden for de frister, der gælder for disse pligter.
4. Tilbagekøb under dette program må ikke ske til en kurs, der overstiger den højeste af følgende to muligheder: (1) Kursen på den seneste uafhængige handel eller (2) det højeste foreliggende uafhængige tilbud på Københavns Fondsbørs A/S.
5. Selskabet må under dette program ikke på en enkelt dag tilbagekøbe mere, end hvad der svarer til 25 % af den gennemsnitlige daglige aktiemængde af selskabets aktier på Københavns Fondsbørs A/S i måneden før den måned, hvor dette program offentliggøres.
6. Som lead manager for programmet skal selskabet antage en finansiel rådgiver (et investeringsselskab eller et kreditinstitut), som træffer sine handelsbeslutninger med hensyn til selskabets aktier uafhængigt af og uden indflydelse fra selskabet med hensyn til købstidspunktet.

Det har siden udstedelsen af direktivet om markedsmisbrug været afventet med spænding, hvilken løsning der ville fremkomme på skismaet mellem ønsket om gennemførelsen af aktietilbagekøbsprogrammer og kravene til overholdelse af børsretlige insiderforskrifter mv. Med den her kommenterede forordning er der fundet en god balance, men det må ikke overses, at forordningen opstiller nogle ganske snævre rammer for selskabets handlefrihed.

For det første må det bemærkes, at forordningen ikke er tvingende at anvende. Den er et »godt tilbud« til de børsnoterede selskaber.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Tilbuddets reelle indhold er, at selskabet og dets ledelse er fredet i forhold til blandt andet insiderforskrifterne, såfremt forordningens krav respekteres. Selskabet kan fravælge dette tilbud og i stedet – således som man hidtil har gjort – selv påtage sig ansvaret for, at selskabets anvendelse af de selskabsretlige bemyndigelser til erhvervelse af egne aktier anvendes under overholdelse af børsrettens krav.

Hvis selskabet anvender forordningens regler, lægges der nogle snævre rammer for dets handlemuligheder. Disse rammer er den pris, selskabet må betale for at opnå den beskyttelse, der ligger i forordningen:

Kravene til tilbagekøbsprogrammet og dets offentliggørelse, jf. afsnit 3 foran, ses ikke at volde vanskeligheder. Der er tale om forhold, som i forvejen vil skulle iagttages i forbindelse med et tilbagekøbsprogram.

Derimod kan kravene til den enkelte handel, jf. afsnit 4 foran, efter en konkret vurdering tænkes at lægge sådanne begrænsninger på selskabet, at dette ved nærmere eftertanke fravælger forordningens regler. Alternativt formulerer selskabet sit tilbagekøbsprogram inden for forordningens rammer på en sådan måde, at selskabet har den almindelige bemyndigelse til erhvervelse af egne aktier, dvs. uden anvendelse af forordningens krav, at falde tilbage på, hvis det efter en periode viser sig, at det tilsigtede tilbagekøb ikke kan effektueres inden for rammerne af forordningen. Der tænkes herved både på de mængde- og på de prismæssige begrænsninger, der udspringer af art. 5. Hvor velbegrundet det end er, at det udstedende selskab ikke selv bør kunne være »mængdeførende« eller »prisførende«, hvilket i yderste konsekvens kunne lede til kursmanipulation, vil i hvert fald kursbegrænsningerne i forordningen formentlig jævnligt kunne medføre, at der ikke bliver nogen handel, fordi selskabet ganske enkelt byder for lidt.

Mest interessante er imidlertid de muligheder, der udspringer af art. 6, jf. afsnit 5 foran. Hvis et program virkelig skal være af interesse for selskabet, skal det gerne fritage selskabet for de begrænsninger, der nævnes i art. 6, stk. 1. Herved frigør selskabet sig fra forbuddene mod 1) at sælge egne aktier i programperioden, 2) at bruge programmet i perioden med lukkede vinduer før regnskabsoffentliggørelse og 3) at bruge programmet, mens der verserer insiderviden. Med andre ord frigør selskabet sig fra kontinuerligt at skulle vurdere, om programmet skal standses eller suspenderes. Prisen for denne frigørelse er

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

antagelsen af en lead manager, der – som det hedder i art. 6, stk. 3 – »træffer sine handelsbeslutninger med hensyn til udstederens aktier uafhængigt af og uden indflydelse fra udstederen med hensyn til købstidspunktet«. Denne konstruktion er juridisk interessant, og bestemt ikke uoriginal. Nogle udstedende selskaber har anvendt en market maker til deres tilbagekøb (og aktiehandel i øvrigt), mens andre vistnok har klaret det selv, fx nogle af de selskaber, der selv er i finanssektoren. En sådan market maker er juridisk at betragte som fuldmægtig for det udstedende selskab, og normalt ville en sådan fuldmagt selvsagt kunne tilbagekaldes.

Den særegne konstruktion, der kommer ind i billedet i kraft af forordningen, er et fuldmagtsforhold, der – inden for programmets rammer – må betegnes som uigenkaldeligt: Selskabet kan ikke give lead manageren instrukser, hverken om at fortsætte eller om at undlade at fortsætte tilbagekøbet, og kun når programmet på denne måde er lagt ud i armslængde, opnås den eftertragtede fredning i henhold til forordningen.

Uanset at der i denne konstruktion kun er de to parter: selskabet som fuldmagtsgiver og manageren som fuldmægtig, og uanset at uigenkaldeligheden ud fra traditionelle fuldmagtsbetragtninger hverken kan begrundes ud fra tredjemands eller ud fra fuldmægtigens interesser, udspringer det af selve påtagelsen af et fuldmagtshverv efter forordningens art. 6, stk. 3, at fuldmagten skal være uigenkaldelig i det nævnte omfang. Denne uigenkaldelighed skal ikke blot gengives i programmets indhold, men også fremgå af aftalen mellem selskabet og dets lead manager.

De samlede konklusioner må blive følgende: 1) Forordningen tilbyder gode muligheder, som for de børsnoterede selskaber vil lette gennemførelsen af tilbagekøbsprogrammer. 2) Det må normalt anbefales at gøre brug af forordningens art. 6, stk. 3, og herved etablere et fuldmagtsforhold i programperioden til en lead manager. 3) Programmer, der etableres efter forordningen, bør formuleres på en sådan måde, at de ved programmets afslutning afløses af den almindelige, bagvedliggende selskabsretlige bemyndigelse til erhvervelse af egne aktier, nu blot uden den beskyttelse for selskabet og dets ledelse, som tilbydes af forordningen.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 36 **[Forbuddet mod videregivelse af intern viden].** Den, der er i besiddelse af intern viden, må ikke videregive denne viden til andre, medmindre videregivelsen er et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktion.

Til § 36: Forbuddet mod videregivelse af intern viden

Den, der er i besiddelse af intern viden, må ikke videregive denne viden til andre, medmindre videregivelsen er et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktion, jf. VHL § 36.

Undtagelsen i bestemmelsen indebærer, at en selektiv videregivelse er mulig, dvs. i enkeltstående og konkret begrundede tilfælde. Det er således ikke meningen med forbuddet at begrænse selskabets almindelige forretningsmæssige aktivitet eller en eventuel strukturtilpasning. Der skal kunne ske normal informationsudveksling internt hos selskabet og tillige i selskabets samspil med eksterne rådgivere, samhandelspartnere, investorer mv., jf. *Månedsrapport* nr. 308, februar 1998, s. 18. Om en videregivelse herved kan betragtes som et normalt led i erhvervsudøvelse, må afgøres ud fra den konkrete situation. Der må lægges vægt på selskabets forretningsmæssige behov for den selektive videregivelse. Når videregivelse sker, skal det herved være ud fra varetagelsen af selskabets interesse, og det skal påses, at videregivelse sker på en sådan måde, at misbrug i videst muligt omfang elimineres, jf. VHL § 27, stk. 2, 3. pkt.

Endvidere må det børsretlige forbud i VHL § 36, stk. 1, vige for fundamentale selskabs- og regnskabsretlige forskrifter om:

a) underretnings- og oplysningspligterne mellem moder- og datterselskab,

b) datterselskabsbestyrelsens og -direktionens oplysningsforpligtelser over for moderselskabets revisor, og

c) aktionærernes ret til at stille og få besvaret spørgsmål på selskabets generalforsamling.

Men hvis der fx på generalforsamlingen gennem udøvelse af spørgsmålsretten fremkommer børsrelevante oplysninger, der ikke i forvejen er offentliggjort, skal der straks gives Københavns Fondsbørs meddelelse herom, jf. *Månedsrapport* nr. 308, februar 1998, s. 18. Ordet »straks« vil i denne forbindelse ofte skulle tages meget bogstaveligt. Særligt de elektroniske nyhedsformidlere vil ofte kunne være meget hurtige til at udsende en børsrelevant meddelelse om et selskab,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

og man kan derfor ikke længere rutinemæssigt regne med, at generalforsamlingens afslutning kan afventes, inden der sker underretning af Fondsbørsen.

Videregivelse til enkelte større aktionærer er ikke udelukket, når der er en saglig begrundelse herfor, og når risikoen for misbrug minimeres, blandt andet ved at holde det antal personer hos investor, der modtager oplysningerne, på et absolut minimum. Sådan videregivelse kan være relevant, når man ønsker at kende enkelte investorers holdning forud for fusion, majoritetsovertagelse, kapitalforhøjelse, rekonstruktion mv., jf. Månedsrapport nr. 308, februar 1998, s. 18 og RealDanmark III-dommen (se ndf.). Det er herved stedse selskabets egen interesse, der skal varetages. Således vil en videregivelse, der sker som følge af et ønske hos aktionæren om uddybende oplysninger til brug ved vurdering i forbindelse med køb eller salg af aktier i selskabet, ikke være retmæssig.

Der har på børsmarkedet igennem de senere år været en stadigt stigende kritik af, at de børsnoterede selskaber holder såkaldte *analytikermøder* og lukkede *investormøder*, hvor pressen og andre ikke har adgang. Det er forekommet, at børsnoterede selskaber efter offentliggørelse af fx årsregnskabet holder lukkede analytiker- eller investormøder for i en sådan lukket kreds nærmere at »forklare« årsregnskabet.

Det børsretlige grundprincip i forbindelse med informationsgivning fra det børsnoterede selskab er et ligebehandlingsprincip, *equal opportunity*. Det børsnoterede selskab skal sikre, at alle får lige adgang til væsentlige oplysninger om selskabet, der kan antages at få betydning for kursdannelsen på selskabets værdipapirer. Dette princip kan i sig selv være vanskeligt foreneligt med lukkede investormøder og analytikermøder. Man kan næppe gå ud fra, at analytikerne alene møder op på grund af traktementet, eftersom mange af de fremmødte er travle (udenlandske) investorrepræsentanter.

For at hindre, at der kommer væsentlige informationer frem på disse møder eller blot opstår ubehagelig mistanke herom, er det i § 5 i Københavns Fondsbørs' noteringsregler præciseret, at selskaberne skal tilrettelægge deres investorrelationsaktiviteter med respekt af oplysningsforpligtelserne og af princippet om ligebehandling af investorer, og at de skal opretholde en høj standard ved tilrettelæggelsen og udøvelsen af sådanne investorrelationsaktiviteter.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

I 2002 forekom der et ganske alvorligt brud på ligebehandlingsprincippet, og det var så alvorligt, at det medførte offentlig påtale af Københavns Fondsbørs, jf. *Afgørelser & udtalelser* februar 2002, afgørelse nr. 3, der vedrører *Carlsberg A/S*. Selskabet havde erfaret, at der var enighed blandt en række analytikere om, hvad selskabets forventninger til det løbende regnskabsårs resultatet (EBIT) ville være, og da selskabet ønskede at korrigere dette tal, tog selskabet kontakt med en række analytikere og gav dem oplysninger, angiveligt dog uden at give dem »præcise oplysninger«. To dage senere offentliggjorde selskabet sin årsregnskabsmeddelelse med selskabets forventninger til EBIT for 2002. Denne handlemåde, som udgjorde et eklatant brud på lighedsgrundsætningen, medførte med rette en skarp og offentliggjort påtale fra Fondsbørsen. I konsekvens af dette sagsforløb har Carlsberg efter det oplyste pålagt sig en *lock-down* periode på 4 uger forud for offentliggørelsen af års- og delårsrapporter. I denne periode må der ikke fremsættes kommentarer, svares på analytikerspørgsmål mv.

Afgørelser & udtalelser 2004, nr. 1.9, viser i en nøddeskal, at selskabet ofte må balancere på en knivsæg, når det holder analytikermøde. Der blev holdt en *telekonference* med journalister og analytikere, hvor det netop offentliggjorte regnskab for 2003 blev kommenteret, men hvor man også kom ind på forventningerne til 2005. Dem havde selskabet ikke angivet noget om i årsrapporten, men der var bred konsensus blandt analytikere om et nærmere bestemt forecast, og dette blev af selskabet fremvist på plancher under konferencen. Fondsbørsen borede i, om selskabet nærmere forholdt sig til analytikernes forecast. Men da selskabet nøje kunne angive de udtalelser, det var fremkommet med på konferencen, og da der heri ikke var nogen kommentar til, men alene en gengivelse af analytikernes forecast, klarede selskabet frisag.

Endnu en afgørelse, *Afgørelser & udtalelser* 2004, nr. 1.10, viser, hvilken omhu der kræves i forbindelse med analytikermøder. Det kunne se ud, som om selskabet på mødet havde uddybet de allerede offentliggjorte informationer om selskabets program for omkostningsbesparelser. I hvet fald steg aktiekursen markant efter mødet. På fondsbørsens forespørgsel kunne selskabet forklare, at der ikke var givet oplysninger på mødet af en højere detaljeringsgrad, end hvad der var offentliggjort. Selskabet fik derfor ingen påtale, men fondsbørsen indskærpede pligten for selskaberne til at overveje, om der på et ana-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

lytikermøde fortælles mere, end hvad der allerede er offentliggjort, og i givet fald pligten til straks at offentliggøre dette »mere«.

Danske Banks overtagelse i november 2000 af RealDanmark efter et forudgående offentligt tilbud aktualiserede spørgsmålet om, hvem et bestyrelsesmedlem retmæssigt kan orientere om sin interne viden. I *RealDanmark III-sagen* følte målselskabets medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer sig foranlediget til at henvende sig til deres forbund, Finansforbundet, for at orientere dette om overtagelsen og de hermed sandsynligvis forbundne afskedigelser. Nogle højt placerede medlemmer i forbundet kunne ikke stå for fristelsen til at foretage insiderhandel, og som følge af kursstigningen blev de hastigt investerede penge da også næsten fordoblet overnight. Det juridisk interessante i nærværende sammenhæng er imidlertid ikke den foretagne insiderhandel, men derimod videregivelsen fra bestyrelsesmedlemmerne til deres »bagland«. Kan denne med rette hævdes at være »et normalt led i vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktion«, jf. VHL § 36, stk. 1? Dette spørgsmål blev i sagen forelagt EF-domstolen, der udtalte, at forbuddet mod videregivelse af intern viden i direktivets art. 2 ikke er absolut, men modificeres ved art. 3, hvorefter forbuddet mod videregivelse af intern viden ikke finder anvendelse på videregivelse af intern viden, som sker som et normalt led i udøvelsen af en persons beskæftigelse, erhverv eller funktioner, jf. præmis 26. EF-Domstolen udtalte samtidig, at idet der er tale om en undtagelse fra et generelt forbud, skal art. 3 dog fortolkes strengt, jf. præmis 27. Om betingelserne for at falde ind under undtagelsen i art. 3, udtalte domstolen herefter, at der skal være en *tæt forbindelse* mellem videregivelsen og udøvelsen af beskæftigelsen, erhvervet eller funktionen, for at videregivelse kan begrundes, jf. præmis 31, og at videregivelsen skal være *strengt nødvendig* for udøvelsen af beskæftigelsen, erhvervet eller funktionen samt overholde proportionalitetsprincippet, jf. præmis 34. Særligt for så vidt angår formandens videregivelse af den interne viden til næstformændene og sekretariatet i Finansforbundet, udtalte domstolen, at idet den virksomhed, der udøves af faglige organisationer og den rolle, der tilkommer formanden for sådanne faglige organisationer, i det væsentlige henhører under det nationale retssystem, jf. præmis 50, må besvarelsen af spørgsmålet om, i hvilket omfang formanden for en sådan faglig organisation kan videregive intern viden til tredjemand som led i sine funktioner, i vidt omfang besvares ud fra national ret, jf. præmis 51. Selvom en sådan videregivelse måtte være

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

tilladt i national ret, skal den dog fortsat opfylde de i præmis 22-42 angivne betingelser, for at falde ind under undtagelsen i art. 3 i direktivet, jf. præmis 52.

Forbuddet mod videregivelse af intern viden har i kronologisk rækkefølge givet anledning til følgende afgørelser og retssager:

For så vidt angår formandens og det medarbejdervalgte bestyrelsesmedlems videregivelse af intern viden, indbragte Københavns Byret sagen for EF-Domstolen som et præjudicielt spørgsmål, idet Byretten spurgte Domstolen om dennes fortolkning af art. 3, litra a, i direktiv 89/592 i relation til de ovennævnte videregivelser af intern viden, jf. præmis 21 i EF-Domstolens afgørelse. EF-Domstolen traf sin afgørelse den 22. november 2005 i sag C-348/02 (præjudicielt spørgsmål).

EF-Domstolen udtalte, at forbuddet mod videregivelse af intern viden i direktivets art. 2 ikke er absolut, men modificeres ved art. 3, hvorefter forbuddet mod videregivelse af intern viden ikke finder anvendelse på videregivelse af intern viden som sker som et normalt led i udøvelsen af en persons beskæftigelse, erhverv eller funktioner, jf. præmis 26. EF-Domstolen udtalte samtidig, at idet der er tale om en undtagelse fra et generelt forbud, skal art. 3 dog fortolkes strengt, jf. præmis 27.

Om betingelserne for at falde ind under undtagelsen i art. 3, udtalte domstolen herefter, at der skal være en *tæt forbindelse* mellem videregivelsen og udøvelsen af beskæftigelsen, erhvervet eller funktionen, for at videregivelse kan begrundes, jf. præmis 31, og at videregivelsen skal være *strengt nødvendig* for udøvelsen af beskæftigelsen, erhvervet eller funktionen samt overholde proportionalitetsprincippet, jf. præmis 34.

Med henblik på at fastslå, om en videregivelse er nødvendig i et konkret tilfælde, skal der tillige tages *hensyn til følsomheden af den pågældende interne viden*, jf. præmis 37.

Der skal udvises særlig forsigtighed, når der er tale om videregivelse af intern viden, som klart vil kunne påvirke kursen på værdipapirerne mærkbart, jf. præmis 38, hvor domstolen også bemærker, at intern viden om en fusion mellem to børsnoterede selskaber generelt er viden af særlig følsom karakter.

I tilfælde af flere på hinanden følgende videregivelser skal hver enkelt videregivelse opfylde disse betingelser for at være omfattet af undtagelsen i art. 3, jf. præmis 35.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Hvad der bør anses for et normalt led i udøvelsen af en persons beskæftigelse, erhverv eller funktioner afhænger i øvrigt – i mangel af harmonisering på området – i vidt omfang af reglerne om disse spørgsmål i national ret, jf. præmis 40.

Særligt for så vidt angår formandens videregivelse af den interne viden til næstformændene og sekretariatet i Finansforbundet, udtalte domstolen, at idet den virksomhed, der udøves af faglige organisationer og den rolle, der tilkommer formanden for sådanne faglige organisationer, i det væsentlige henhører under det nationale retssystem, jf. præmis 50, må besvarelsen af spørgsmålet om, i hvilket omfang formanden for en sådan faglig organisation kan videregive intern viden til tredjemand som led i sine funktioner, i vidt omfang besvares ud fra national ret, jf. præmis 51. Selvom en sådan videregivelse måtte være tilladt i national ret, skal den dog fortsat opfylde de i præmis 22-42 angivne betingelser, for at falde ind under undtagelsen i art. 3 i direktivet, jf. præmis 52.

NEG Micon-dommen (utrykt dom fra Randers Byret af 28. juni 2005). Den 22. januar 2003 afholdtes der bestyrelsesmøde i NEG Micon A/S´s (herefter selskabet). Det blev besluttet, at selskabets administrerende direktør og koncernøkonomidirektør skulle underrette Lønmodtagernes Dyrtidsfond (LD), Nordea og HSH Nordbank om en forestående nedjustering, som skyldtes, at selskabet var blevet opmærksom på forhold, der kunne være af væsentlig negativ betydning for årsresultatet for 2002. Den 23. januar 2003 ca. kl. 10 blev LD, Nordea og HSH Nordbank underrettet om nedjusteringen. Samme dag kl. 11.38 offentliggjorde selskabet en fondsbørsmeddelelse, hvoraf det fremgik, at selskabet nedjusterede forventningerne for 2002 fra kr. 350 mio. til kr. 200-225 mio. Kursen på selskabets aktier faldt herefter med ca. 30 %. På baggrund af ovenstående rejstes der tiltale mod de to direktører samt tre bestyrelsesmedlemmer for uberettiget videregivelse af intern viden. Byretten bemærkede (i) at oplysningerne om nedjusteringen, der 1½ time forud for fondsbørsmeddelelsen blev meddelt LD, Nordea og HSH Nordbank, havde karakter af intern viden, (ii) at det ud fra tiltaltes forklaringer, må lægges til grund, at der på det møde, hvori det besluttedes at give forudgående meddelelse til LD, Nordea og HSH Nordbank, ikke drøftedes nogen nærmere begrundelse for meddelelserne, (iii) at selskabets juridiske chef Hanne Halse i en redegørelse til Finanstilsynet af 21. maj 2003 har anført, at begrundelsen for meddelelserne skulle være at minimere risikoen for

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

negativ presseomtale. Byretten lagde herefter til grund, at videregivelsen af den interne viden til LD, Nordea og HSH Nordbank var begrundet i selskabets ledelses frygt for, at selskabet bl.a. på grund af krisen i 1999 og tidspunktet for nedjusteringen ville miste bankernes og LD´s tillid, såfremt disse ikke blev orienteret om den ekstraordinære situation forud for fondsbørsmeddelelsen. Retten var herefter af den opfattelse, at videregivelsen af intern viden efter omstændighederne var sagligt begrundet i selskabets interesse, og at der efter omstændighederne bestod et informationsbehov, hvorfor videregivelsen af den interne viden måtte anses for at have været konkret nødvendig og hensigtsmæssig. Idet videregivelsen af den interne viden således var sket som et normalt led i udøvelsen af de tiltaltes beskæftigelse, erhverv og funktion, frifandtes de tiltalte.

§ 37 **[Interne regler, insiderlister, mistænkelige transaktioner, identifikationskrav].** En udsteder af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads, og dennes moderselskab skal udarbejde interne regler for bestyrelsesmedlemmers, direktørers og andre medarbejderes adgang til for egen eller tredjemands regning at handle med de af udstederen udstedte værdipapirer, jf. første led, og dertil knyttede finansielle instrumenter. Tilsvarende regler skal udarbejdes af offentlige myndigheder og virksomheder, herunder værdipapirhandlere, advokater og revisorer, som i kraft af deres virksomhedsudøvelse regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden. Er de i 1. og 2. pkt. nævnte virksomheder organiseret som interessentskaber, kommanditselskaber eller lignende, skal de interne regler tillige omfatte ejerne.

Stk. 2. En udsteder af værdipapirer som nævnt i § 34, stk. 1, nr. 1, skal udarbejde interne regler med det formål at hindre, at intern viden er tilgængelig for andre end dem, der har behov herfor. Tilsvarende regler skal udarbejdes af offentlige myndigheder og virksomheder, herunder værdipapirhandlere, advokater og revisorer, som i kraft af deres virksomhedsudøvelse regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden.

Stk. 3. Interne regler udarbejdet af en udsteder i henhold til stk. 2, 1. pkt., skal som et minimum indeholde bestemmelser, hvorigennem det effektivt sikres, at

- andre personer end de, der skal have adgang dertil som led i udøvelsen af deres funktioner hos udstederen, ikke får adgang til intern viden,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

- personer, der har adgang til intern viden, er bekendt med de deraf følgende retlige og tilsynsmæssige forpligtelser og er klar over, hvilke sanktioner de kan blive pålagt ved misbrug eller uberettiget videregivelse af en sådan viden,
- at offentliggørelse af intern viden finder sted straks, såfremt det af udstederen konstateres, at der er sket videregivelse, jf. dog § 27, stk. 2, 3. pkt.

Stk. 4. En udsteder af værdipapirer som nævnt i § 34, stk. 1, nr. 1, skal udarbejde og løbende ajourføre en fortegnelse over de personer, der arbejder for dem, og som har adgang til intern viden. Tilsvarende fortegnelser skal udarbejdes af fysiske og juridiske personer, der agerer på vegne af en udsteder som nævnt i 1. pkt. eller for en sådan udsteders regning. De af fortegnelserne omfattede personer skal straks orienteres herom. 1.-3. pkt. finder ikke anvendelse på en suveræn stat, en sådan stats centralbank, Det Europæiske System af Centralbanker eller den, der agerer på disses vegne, når udstedelsen af værdipapirer sker som et led i vedkommendes pengepolitik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik.

Stk. 5. Interne regler udstedt efter stk. 1 og 2 samt fortegnelser udarbejdet efter stk. 4 skal på forlangende udleveres til den enkelte fondsbørs eller autoriserede markedsplads og Finanstilsynet.

Stk. 6. Værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte, der gennemfører transaktioner med værdipapirer som nævnt i § 34, stk. 1, skal uden ugrundet ophold underrette Finanstilsynet, såfremt det med rimelighed kan antages, at en gennemført transaktion udgør en overtrædelse af § 35, stk. 1, eller § 39, stk. 1. Dette gælder dog kun, såfremt transaktionen er gennemført som led i en loyal udførelse af en kundes ordre, jf. § 35, stk. 3, og § 39, stk. 2. Underretning som nævnt i 1. pkt., som en værdipapirhandler eller dennes ansatte foretager med rimelig grund, anses ikke som et brud på regler om tavshedspligt, hvad enten disse regler følger af lov, bekendtgørelse eller en kontrakt.

Stk. 7. Værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte, der har foretaget underretning til Finanstilsynet i henhold til stk. 6, er forpligtet til at hemmeligholde, at der er givet sådan underretning. Opfyldelsen af pligten til hemmeligholdelse som nævnt i 1. pkt. påfører ikke den pågældende værdipapirhandler eller dennes ansatte nogen form for ansvar.

Stk. 8. Medvirker en værdipapirhandler ved handel med værdipapirer, skal den, der køber eller sælger værdipapirerne,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

identificere sig over for værdipapirhandleren. Identifikationen skal omfatte navn, adresse og cpr- eller cvr-nummer eller anden lignende identifikation, hvis den pågældende ikke har et cpr- eller cvr-nummer. Sker handelen på vegne af tredjemand, skal dette tillige oplyses.

Stk. 9. Værdipapirhandleren skal registrere de i stk. 8 nævnte oplysninger og opbevare oplysningerne i 5 år.

Stk. 10. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om udarbejdelse og ajourføring af fortegnelser efter stk. 4 samt om indholdet og omfanget af underretningspligten efter stk. 6, 1. pkt.

Til § 37, stk. 1: Interne regler for handel

Oprindeligt fulgte kravet om udarbejdelse af interne regelsæt om handel udelukkende af Københavns Fondsbørs' Børsetiske regler. Kravet blev – efter anbefaling i insiderbetænkningen (Bet. 1216/1991 om Insider-handel, s. 45 f.) – indført på lovniveau i 1991 i den dagældende fondsbørslovs §§ 39 c, stk. 1 og stk. 2, jf. lov 343 af 6. juni 1991.

I forbindelse med børsreform II i 1995 overførtes fondsbørslovens bestemmelse uændret til VHL § 37, stk. 1, jf. lov 1072 af 20. december 1995. I forbindelse med indførelsen af insiderregistret i 2002 blev bestemmelsen (noget uhensigtsmæssigt) omformuleret til kun at angå udstedere af *aktier*, jf. lov 427 af 6. juni 2002. Dette resulterede efterfølgende i en ny § 37 a omhandlende udstedere af andre værdipapirer, jf. lov 453 af 10. juni 2003.

Med reformen i 2005 i forbindelse med implementeringen af markedsmisbrugsdirektivet tog lovgiver konsekvensen af den uhensigtsmæssige opsplitning og samlede igen reguleringen, jf. lov 1460 af 22. december 2004. I dag findes kravet om interne regler for handel således i VHL § 37, stk. 1, og for børsnoterede selskaber tillige i Københavns Fondsbørs' Noteringsforpligtelser § 9.

Af § 37, stk. 1, følger, at det interne regelsæt for handel med selskabets værdipapirer først skal være udarbejdet, når selskabet *er* optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads. Dette er forskelligt fra de interne regler om omgang med intern viden efter VHL § 37, stk. 2. Herefter skal regelsættet allerede være udarbejdet på det tidspunkt, hvor der er indgivet en *anmodning om optagelse* af selskabets aktier til notering eller handel.

Af VHL § 37, stk. 1, 1. pkt., fremgår, at »En udsteder af værdipapirer […]og dennes *moderselskab* [forfatterens fremhævelse] skal

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

udarbejde interne regler«. Som bestemmelsen er formuleret kunne man forledes til at tro, at såvel selskabet som moderselskabet udarbejder et internt regelsæt. I praksis efterleves dette krav imidlertid normalt ved, at moderselskabet omfattes af udstederens interne regelsæt således, at der kun udarbejdes dette ene regelsæt.

Af VHL § 37, stk. 1, 3. pkt., følger, at såfremt den værdipapirudstedende virksomhed er organiseret som interessentskab, kommanditselskab eller lignende, skal de interne regler tillige omfatte *ejerne*. For så vidt angår kommanditselskaberne skal regelsættet som udgangspunkt alene omfatte komplementarerne. En kommanditist vil i den sammenhæng normalt have samme status som en aktionær i et aktieselskab.

Foruden at omfatte handel i udstederens værdipapirer skal det interne regelsæt tillige omfatte handel i *dertil knyttede finansielle instrumenter*, jf. VHL § 37, stk. 1, og § 9 i Københavns Fondsbørs' Noteringsforpligtelser. I forhold til sådanne afledte værdipapirer er det afgørende, om disse knytter sig til udstederen, således at værdien er afhængig af kursen på udstederens værdipapir. Kategorien omfatter såvel noterede og unoterede afledte værdipapirer, forudsat at de knytter sig til et værdipapir, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller autoriseret markedsplads. Som eksempler på sådanne afledte værdipapirer kan nævnes warrants, konvertible obligationer, optioner og finansielle futures.

Pligten til at oprette interne regelsæt, påhviler alene *rådgivere*, som i kraft af deres virksomhedsudøvelse *regelmæssigt* kommer i besiddelse af intern viden. Kravet om »regelmæssighed« er indsat for at sikre en hensigtsmæssig afgrænsning af, hvilke eksterne rådgivere, der er omfattet af pligten til at oprette interne regelsæt. Kravet er identisk med det tilsvarende regelmæssighedskrav for de rådgivere der skal udarbejde insiderlister efter VHL § 37, stk. 4. Det betyder, at de rådgivere der skal oprette interne regelsæt er de samme som dem, der skal udarbejde insiderlister.

Forarbejderne til værdipapirhandelsloven er imidlertid tavse om det nærmere indhold af regelmæssighedskravet. For de interne reglers vedkommende indførtes kravet på baggrund af børsudvalgets anbefalinger i insiderbetænkningen fra 1991 (se Bet. 1216/1991 om Insiderhandel, s. 45 og 54). I den forbindelse fandt man ikke anledning til at præcisere kravets indhold. I praksis vil det særligt være revisorer, advokater, virksomhedskonsulenter, værdipapirhandlere m.v., der er

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

de relevante virksomhedskategorier. Det er dog langt fra alle sådanne virksomheder, der regelmæssigt vil være i besiddelse af intern viden og derved bliver omfattet af pligten. Det børsnoterede selskabs valgte revisor vil regelmæssigt komme i besiddelse af intern viden. Det samme gælder som den klare hovedregel for selskabets faste advokatforbindelse(r). Ved den nærmere afgrænsning må det være afgørende om den pågældende rådgiver over en vis periode og med en vis systematisk hyppighed kommer i besiddelse af intern viden. Det betyder fx, at et advokat- eller revisionsfirma, der ikke har børsnoterede selskaber som faste klienter, og som normalt ikke rådgiver børsnoterede selskaber, ikke vil være forpligtet til at udarbejde interne regelsæt, blot de pågældende i enkeltstående tilfælde får sådanne opdrag. Omvendt kan den pågældende rådgiver på anden vis regelmæssigt komme i besiddelse af intern viden, fx hvis rådgiveren assisterer klienter, der i et vist omfang samarbejder med eller udfører opgaver for børsnoterede selskaber i forbindelse med kontraktforhandlinger, fusioner, virksomhedsoverdragelser og lignende.

Til § 37, stk. 2: Interne regler om omgang med intern viden

Kravet om, at børsnoterede selskaber og disses rådgivere skal udarbejde interne regler om omgang med intern viden, blev – efter anbefaling i insiderbetænkningen (se Bet. 1216/1991 om Insiderhandel, s. 54) – indført på lovniveau i 1991 i den dagældende Fbl § 39 b, stk. 2, jf. lov 343 af 6. juni 1991.

I forbindelse med børsreform II i 1995 overførtes fondsbørslovens bestemmelse uændret til VHL § 36, stk. 2, jf. lov 1072 af 20. december 1995.

Ved lov 1460 af 22. december 2002 implementeredes markedsmisbrugsdirektivet i dansk ret. Regelsættet trådte i kraft den 1. april 2005. Med implementeringen indførtes markedsmisbrugsdirektivets krav til selskabernes interne regelsæt om omgang med intern viden i værdipapirhandelsloven. Samtidigt hermed valgte lovgiver – på hensigtsmæssig vis – at flytte bestemmelsen fra VHL § 36, stk. 2 til § 37, stk. 2 og stk. 3, hvorved den lovmæssige regulering af de interne regelsæt samledes i VHL § 37, stk. 1 (handel) og stk. 2 og 3 (omgang med intern viden). Foruden den lovmæssige regulering indeholder § 7 i Københavns Fondsbørs' Noteringsforpligtelser supplerende krav til regelsættets indhold for noterede selskaber.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Ifølge bestemmelsen i værdipapirhandelsloven § 37, stk. 2, skal det interne regelsæt om omgang med intern viden være udarbejdet ved udstederens *anmodning* om optagelse til notering eller handel på (a) en fondsbørs, (b) en autoriseret markedsplads, eller (c) et tilsvarende reguleret marked inden for EU. En sådan anmodning anses først at foreligge, når der er fremsendt en endelig ansøgning om optagelse til en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 371. Dette er i modsætning til, hvad der gjaldt efter de hidtidige regler og stadig gælder for regelsættet vedrørende handel med selskabets aktier, jf. VHL § 37, stk. 1. Herefter skal det interne regelsæt først være udarbejdet, når selskabets aktier *er* optaget til notering eller handel.

Pligten til at oprette interne regelsæt, påhviler alene *rådgivere*, som i kraft af deres virksomhedsudøvelse *regelmæssigt* kommer i besiddelse af intern viden. Kravet om »regelmæssighed« er indsat for at sikre en hensigtsmæssig afgrænsning af, hvilke eksterne rådgivere, der er omfattet af pligten til at oprette interne regelsæt. Kravet er identisk med det tilsvarende regelmæssighedskrav for de rådgivere, der skal udarbejde insiderlister efter VHL § 37, stk. 4. Det betyder, at de rådgivere, der skal oprette interne regelsæt, er de samme som dem, der skal udarbejde insiderlister.

Forarbejderne til værdipapirhandelsloven er imidlertid tavse om det nærmere indhold af regelmæssighedskravet. For de interne reglers vedkommende indførtes kravet på baggrund af børsudvalgets anbefalinger i insiderbetænkningen fra 1991 (se Bet. 1216/1991 om Insiderhandel, s. 45 og 54). I den forbindelse fandt man ikke anledning til at præcisere kravets indhold. I praksis vil det særligt være revisorer, advokater, virksomhedskonsulenter, værdipapirhandlere m.v., der er de relevante virksomhedskategorier. Det er dog langt fra alle sådanne virksomheder, der regelmæssigt vil være i besiddelse af intern viden og derved bliver omfattet af pligten. Det børsnoterede selskabs valgte revisor vil regelmæssigt komme i besiddelse af intern viden. Det samme gælder som den klare hovedregel for selskabets faste advokatforbindelse(r). Ved den nærmere afgrænsning må det være afgørende, om den pågældende rådgiver over en vis periode og med en vis systematisk hyppighed kommer i besiddelse af intern viden. Det betyder fx, at et advokat- eller revisionsfirma, der ikke har børsnoterede selskaber som faste klienter, og som normalt ikke rådgiver børsnoterede selskaber, ikke vil være forpligtet til at udarbejde interne regelsæt,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

blot de pågældende i enkeltstående tilfælde får sådanne opdrag. Omvendt kan den pågældende rådgiver på anden vis regelmæssigt komme i besiddelse af intern viden, fx hvis rådgiveren assisterer klienter, der i et vist omfang samarbejder med eller udfører opgaver for børsnoterede selskaber i forbindelse med kontraktforhandlinger, fusioner, virksomhedsoverdragelser og lignende.

Til § 37, stk. 3: Minimumskrav til interne regler for omgang med intern viden

VHL § 37, stk. 3, omfatter alene *udstederne* af værdipapirer (og ikke rådgivere).

Fortrolighedskravet i *nr. 1* sigter såvel til den interne fortrolighed i virksomheden som til den eksterne, det vil sige overfor medkontrahenter, rådgivere m.v.

Nr. 2 indeholder et oplysningskrav over for den af regelsættet omfattede personkreds. Om end det ikke er et lovmæssigt krav, må det i praksis anbefales, at selskaberne sikrer sig medarbejderens underskrift på at have modtaget det interne regelsæt. På denne måde sikrer selskabet sig dokumentation for at have opfyldt lovens krav.

Ifølge den *første pind* i nr. 2, skal medarbejderen orienteres om det nærmere indhold af forbuddene mod henholdsvis insiderhandel og videregivelse af intern viden, jf. VHL §§ 35, stk. 1, og 36, stk. 1. Det må i den sammenhæng anbefales, at selskaberne ikke blot kopierer de pågældende bestemmelser fra loven, men i stedet formulerer en pædagogisk beskrivelse af forbuddene, der er forståelige for personer uden juridisk eller anden akademisk kendskab. Såfremt udstederen har interne procedurer til sikring af reglernes overholdelse, skal dette tillige angives i de interne regler, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 377 f.

Ifølge den *anden pind* i nr. 2, skal der oplyses om de værdipapirhandelsretlige sanktioner ved overtrædelsen af forbuddene mod insiderhandel og videregivelse af intern viden, jf. VHL § 94. Herefter kan en overtrædelse straffes med bøde eller fængsel i indtil 1 år og 6 måneder. Er overtrædelsen af forbuddet mod insiderhandel forsætlig og af særlig grov beskaffenhed, eller er der begået et større antal forsætlige overtrædelser, kan straffen stige til fængsel i 4 år.

Ifølge *nr. 3* skal det interne regelsæt fastsætte procedurer, der sikrer, at der straks foretages en offentliggørelse i tilfælde af, at der er sket en uberettiget videregivelse af intern viden, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 378. Disse procedurer bør blandt andet specificere den/de an-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

svarlige samt den nærmere forretningsgang i forbindelse med offentliggørelsen.

For de børsnoterede selskaber indeholder § 7 i Københavns Fondsbørs' Noteringsforpligtelser yderligere krav til regelsættet.

Til § 37, stk. 4: Insiderlister

VHL § 37, stk. 4 indeholder et krav om, at noterede selskaber og disses rådgivere m.v. skal oprette og løbende ajourføre en insiderliste over de personer, der arbejder for dem, og som har adgang til intern viden. Insiderlisten trådte i sin nuværende udformning i kraft den 1. april 2005. Herved implementeredes markedsmisbrugsdirektivet (2003/6/EF) og dettes gennemførelsesdirektiv om bl.a. insiderregistre og insiderlister (2004/72/EF). Med hjemmel i værdipapirhandelsloven udstedte Finanstilsynet herefter markedsmisbrugsbkg. (126 af 28. februar 2005), der i kapitel 3 indeholder visse udfyldende regler om insiderlisten. Om insiderlisten se også *David Moalem*: Nye insiderlister for noterede selskaber og rådgivere, R&R 2005:5, s. 18.

Insiderlistens formål er at forebygge insiderhandel, samt at forbedre mulighederne for at opklare konkrete overtrædelser af forbuddene mod insiderhandel og videregivelse af intern viden, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 378. Af de indledende betragtninger til markedsmisbrugsdirektivets implementeringsdirektiv (2004/72/EF) om blandt andet insiderlister, fremgår tillige, at insiderlisten »kan anvendes af udstedere eller de nævnte personer **[der handler på udstederens vegne eller regning] til at styre den interne informationsstrøm og dermed deres fortrolighedspligt. Disse lister kan desuden være et nyttigt redskab for de kompetente myndigheder, når disse overvåger anvendelsen af lovgivningen om markedsmisbrug«. Se betragtning 6 i direktivets præambel. Se tillige svaret på spørgsmål 4.2 i Finanstilsynets Notat af 28. februar 2005 – »Spørgsmål og svar i forbindelse med gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet«.**

Det er kun udstedere af *værdipapirer* som nævnt i VHL § 34, stk. 1, nr. 1, der er omfattet af pligten til at føre insiderlisten, jf. § 37, stk. 4, 1. pkt. Det betyder, at insiderlisten skal føres af selskaber med værdipapirer, der (i) er anmodet optaget eller (ii) er optaget til notering eller handel på (a) en fondsbørs, (b) en autoriseret markedsplads, eller (c) et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer inden for EU.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Insiderlisten skal allerede føres fra det tidspunkt, hvor selskabet har *anmodet om optagelse* af de pågældende værdipapirer. En sådan anmodning anses først at foreligge, når der er fremsendt en endelig ansøgning om optagelse til en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 371.

Fysiske og juridiske personer, der agerer på vegne eller på regning af et omfattet værdipapirudstedende selskab, er tillige forpligtede til at føre en insiderliste over de personer, der (i) arbejder for dem og som (ii) har adgang til intern viden om det værdipapirudstedende selskab, jf. VHL § 37, stk. 4, 2. pkt. Bestemmelsen omfatter blandt andre advokater, revisorer, virksomhedskonsulenter, investeringsbanker, værdipapirhandlere og trykkerier (herefter samlet benævnt »rådgivere«), der løbende arbejder for det noterede selskab og herved får adgang til intern viden. Disse rådgivere skal således selv føre en insiderliste omfattende de personer, der arbejder for rådgiveren, og som har adgang til intern viden om det pågældende værdipapirudstedende selskab.

Pligten til at oprette insiderlisten, påhviler alene rådgivere, som i kraft af deres virksomhedsudøvelse *regelmæssigt* kommer i besiddelse af intern viden, jf. markedsmisbrugsbkg. § 8, stk. 1, 2. pkt. Kravet om »regelmæssighed« er indsat for at sikre en hensigtsmæssig afgrænsning af, hvilke eksterne rådgivere, der er omfattet af pligten til at oprette insiderlisten, jf. svaret på spørgsmål 4.4 i Finanstilsynets Notat af 28. februar 2005 – »Spørgsmål og svar i forbindelse med gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet«. Kravet er identisk med det tilsvarende regelmæssighedskrav for de rådgivere, der skal udarbejde interne regelsæt efter VHL §§ 37, stk. 1, 2. pkt., og 37, stk. 2, 2. pkt. Det betyder, at de af insiderlisten omfattede rådgivere er de samme som dem, der skal udarbejde interne regelsæt.

Det er vigtigt, at regelmæssighedskravet kun er en betingelse for at *oprette* insiderlisten og ikke for, hvornår en insider konkret skal påføres denne. Den rådgiver der retmæssigt har oprettet insiderlisten, skal således konkret sørge for, at de fysiske og juridiske personer, der arbejder for denne, og som blot i et *enkeltstående tilfælde* får adgang til intern viden, bliver påført insiderlisten.

Alt efter den konkrete koncernstruktur vil det ikke være unormalt, at det værdipapirudstedende selskab giver andre koncernselskaber adgang til intern viden. Der kan således være tale om en videregivelse af intern viden til en »moder«, »bedstemoder«, »datter« m.v. Såfremt det

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

værdipapirudstedende selskab regelmæssigt giver sådanne koncernforbundne selskaber adgang til intern viden, er disse selskaber som udgangspunkt selv forpligtede til at oprette en insiderliste, jf. VHL § 37, stk. 4, 2. pkt. og markedsmisbrugsbkg. § 8, stk. 1, 2. pkt. Som alternativ hertil vil det dog være tilstrækkeligt, at der i stedet udarbejdes én samlet koncernliste, jf. svaret på spørgsmål 4.5 i Finanstilsynets Notat af 28. februar 2005 – »Spørgsmål og svar i forbindelse med gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet«.

Ifølge VHL § 37, stk. 4, 4. pkt. finder pligten til at føre insiderlister ikke anvendelse på (i) en suveræn stat, (ii) en sådan stats centralbank (nationalbank), (iii) Det Europæiske system af Centralbanker eller (iv) den, der agerer på disses vegne, når udstedelsen af værdipapirer sker som et led i vedkommendes (a) pengepolitik, (b) valutapolitik eller (c) gældsforvaltningspolitik. Det forhold, at der udstedes statsobligationer, medfører således ikke, at den danske stat eller Danmarks Nationalbank er forpligtet til at udarbejde insiderlister for sine ansatte med adgang til intern viden, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 378.

Den personkreds, der skal påføres insiderlisten, er som udgangspunkt personer, der arbejder for udstederen eller rådgiveren, og som har adgang til intern viden om det værdipapirudstedende selskab, jf. VHL § 37, stk. 4, 1. pkt.

I markedsmisbrugsbkg. § 8, stk. 2, præciseres personkredsen, hvorefter følgende skal påføres insiderlisten:

- Personer der arbejder for udstederen/rådgiveren; og
- som regelmæssigt eller i enkeltstående tilfælde har adgang til intern viden, der direkte eller indirekte vedrører værdipapirudstedere.

Ifølge den *første pind* er det et krav, at den pågældende person *arbejder* for det værdipapirudstedende selskab eller rådgiveren. Af betragtning 6 i præamblen til markedsmisbrugsdirektivets implementeringsdirektiv (2004/72/EF) om blandt andet insiderlister, fremgår, at kravet gælder, uanset om arbejdet udføres »med eller uden arbejdskontrakt«. Der skal med andre ord – som normalt i værdipapirhandelsretten – lægges vægt på realiteten frem for formaliteten.

Begrebet *personer* omfatter både fysiske og juridiske personer. For så vidt angår juridiske personer, skal det værdipapirudstedende selskab/rådgiveren kun påføre selve navnet på den juridiske person på insiderlisten. Det betyder, at navnene på de enkelte insidere hos den juridiske person, kun vil fremgå af dennes egen insiderliste forudsat,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

at den pågældende juridiske person selv er forpligtet til at føre en insiderliste efter VHL § 37, stk. 4, 2. pkt., jf. svaret på spørgsmål 4.3 i Finanstilsynets Notat af 28. februar 2005 – »Spørgsmål og svar i forbindelse med gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet«.

Den *anden pind* betyder, at en person skal påføres insiderlisten, blot denne har haft adgang til intern viden i et enkeltstående tilfælde. Der er således ikke noget krav om, at den pågældende regelmæssigt skal have adgang til intern viden.

Ifølge markedsmisbrugsbkg. § 8, stk. 3, skal insiderlisten som minimum indeholde følgende oplysninger:

- Navnet på den person, der har adgang til intern viden,
- Årsagen til at personen står på listen, og
- Datoen for tilføjelsen/ajourføringen af oplysninger om den pågældende person.

Såvel de fysiske som juridiske personers *navne* skal fremgå af insiderlisten.

Med *årsagen* sigtes der til baggrunden for, at insideren er optaget på insiderlisten. Såfremt den pågældende insider i kraft af sin stilling/position m.v. regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden, vil det normalt være tilstrækkeligt at anføre den pågældendes stillingsbetegnelse, og hvilken type af intern viden den pågældende normalt vil være i besiddelse af (fx om regnskaber, budgetter, nye produkter m.v.). For bestyrelse og direktion vil det være tilstrækkeligt at anføre disses hverv/stilling på listen, idet de regelmæssigt vil komme i besiddelse af intern viden af forskellig art. For personer, der påføres insiderlisten i forbindelse med et enkeltstående tilfælde (fx en fusion, overtagelse eller lignende), skal insiderlisten indeholde en overordnet beskrivelse af den interne viden, som den pågældende har adgang til (fx »intern viden om fusionsforhandlinger med XX A/S«), medmindre der (hvilket må anbefales) arbejdes under et kodeord eller lignende.

I forbindelse med efterforskningen af en mulig overtrædelse af insiderforbuddet er det væsentligt, *hvornår* den pågældende har været i besiddelse af intern viden. Dette er baggrunden for kravet om, at datoen for tilføjelsen/ajourføringen af oplysninger tillige skal fremgå af insiderlisten.

Når pligten til at oprette insiderlisten er indtrådt, er det værdipapirudstedende selskab og dettes rådgivere tillige forpligtede til lø-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

bende at opdatere listen, jf. VHL § 37, stk. 4, 1. pkt. Ifølge markedsmisbrugsbkg. § 9 skal insiderlisten straks opdateres, når:

- Der er sket ændringer i årsagen til, at den pågældende står opført på listen,
- en ny person skal tilføjes insiderlisten, eller
- en person der allerede står på listen, ikke længere er i besiddelse af intern viden.

Kravet om, at insiderlisten *straks* skal opdateres, er synonymt med formuleringen »omgående« i art. 5, nr. 1, i markedsmisbrugsdirektivets implementeringsdirektiv (2004/72/EF) om blandt andet insiderlister. Kravet vil dog ikke altid skulle forstås bogstaveligt, idet det i visse situationer i praksis kan være umuligt at opdatere insiderlisten straks. Såfremt en person er gjort til insider uden for normal kontortid, vil kravet således være opfyldt ved, at den pågældende påføres insiderlisten den førstkommende børsdag herefter, jf. svaret på spørgsmål 4.6 i Finanstilsynets Notat af 28. februar 2005 – »Spørgsmål og svar i forbindelse med gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet«.

Pligten til at opdatere insiderlisten betyder, at en person alene skal figurere på listen, så længe den pågældende er i besiddelse af intern viden. Personer der alene har haft adgang til intern viden i et enkeltstående tilfælde, skal følgelig fjernes fra listen, når den konkrete interne viden ikke er intern længere, herunder når den er blevet offentliggjort til værdipapirmarkedet. Ligeledes skal de insidere, der er påført listen som følge af, at de normalt har regelmæssig adgang til intern viden, slettes hvis denne regelmæssige adgang ikke længere er til stede, f.eks. hvis den pågældende forflyttes internt hos udstederen eller har fundet et andet arbejde (forudsat at den interne viden den pågældende har været i besiddelse af ikke længere er intern), jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 378.

Insiderlisten skal opbevares i mindst fem år efter udarbejdelsen eller opdateringen, jf. markedsmisbrugsbkg. § 10.

Det værdipapirudstedende selskab og dets rådgivere skal straks orientere de omfattede insidere om optagelsen på insiderlisten samt om en efterfølgende ændring eller sletning af den pågældendes oplysninger, jf. VHL § 37, stk. 4, 3. pkt.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Ifølge markedsmisbrugsbkg.ns § 11, skal de pågældende personer uden ugrundet ophold, efter at de er *optaget* på insiderlisten, modtage en orientering indeholdende oplysninger om:

Hvilke retlige forpligtelser der er forbundet med besiddelse af intern viden, og

1. hvilke sanktioner, der i henhold til lovgivningen kan pålægges i tilfælde af insiderhandel eller uberettiget videregivelse af intern viden.

Ifølge *nr. 1*, skal insideren orienteres om det nærmere indhold af forbuddene mod henholdsvis insiderhandel og videregivelse af intern viden, jf. VHL §§ 35, stk. 1 og 36, stk. 1. Eftersom den samme beskrivelse af insiderforbuddene ifølge VHL § 37, stk. 3, tillige skal fremgå af de interne regelsæt, der tillige indeholder de nærmere procedurer i forbindelse hermed, må det i praksis anses for tilstrækkeligt, at orienteringsskrivelsen henviser til de interne regelsæt herom.

Ifølge *nr. 2*, skal insideren tillige oplyses om de værdipapirhandelsretlige sanktioner ved overtrædelsen af forbuddene mod insiderhandel og videregivelse af intern viden, jf. VHL § 94. Herefter kan en overtrædelse straffes med bøde eller fængsel i indtil 1 år og 6 måneder. Er overtrædelsen af forbuddet mod insiderhandel forsætlig og af særlig grov beskaffenhed, eller er der begået et større antal forsætlige overtrædelser, kan straffen stige til fængsel i 4 år. Den samme beskrivelse af sanktionerne vil også fremgå af de interne regelsæt, jf. VHL § 37, stk. 3. Det kan dog have en vis signalværdi særskilt at fremhæve sanktionerne i orienteringsskrivelsen, hvorved insideren gøres opmærksom på alvoren ved at være i besiddelse af intern viden.

Det værdipapirudstedende selskab og dettes rådgivere m.v. har pligt til at oprette og føre insiderlisten, herunder hører tillige at underrette de pågældende insidere m.v., jf. VHL § 37, stk. 4. Såfremt denne pligt ikke overholdes, vil pågældende kunne ifalde en bødestraf, jf. VHL § 93, stk. 1, 1. pkt., og markedsmisbrugsbkg. § 21. For såvel det værdipapirudstedende selskab som rådgiverne vil bødestraf kunne ifaldes, såfremt der er handlet uagtsomt, jf. STRFL § 19.

Til § 37, stk. 5: Udlevering af interne regler og insiderlister til Københavns Fondsbørs, Dansk AMP og Finanstilsynet

De interne regelsæt og insiderlisten skal på forlangende udleveres til Københavns Fondsbørs/Dansk AMP og/eller Finanstilsynet. Overtrædelse heraf straffes med bøde, jf. VHL § 93, stk. 1, 1. pkt.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 37, stk. 6: Værdipapirhandleres indberetningspligt om mistænkelige transaktioner

VHL § 37, stk. 6, indeholder et krav om, at værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte skal indberette mistænkelige transaktioner til Finanstilsynet. Ved »mistænkelige transaktioner« forstås insiderhandel og/eller kursmanipulation.

Indberetningspligten gælder både for værdipapirhandlervirksomheden og for de ansatte heri, jf. også *FT 2004-05, till. A*, s. 378 f. Af nemheds skyld anvendes i det følgende betegnelsen værdipapirhandler som samlebetegnelse for såvel værdipapirhandlervirksomhedens som de ansatte værdipapirhandleres pligter.

Den gældende regulering af indberetningspligten i VHL § 37, stk. 6, trådte i kraft den 1. april 2005. Herved implementeredes markedsmisbrugsdirektivet (2003/6/EF) og dettes gennemførelsesdirektiv om bl.a. mistænkelige transaktioner (2004/72/EF).

Med hjemmel i værdipapirhandelsloven har Finanstilsynet udstedt markedsmisbrugsbkg. (126 af 28. februar 2005), der i kapitel 4 indeholder visse udfyldende regler om indberetningspligten. Finanstilsynet har tillige udstedt en vejledning om »Underretning om mulig markedsmisbrug på værdipapirmarkedet«, der er tilgængelig på Finanstilsynets hjemmeside www.ftnet.dk.

Formålet med indberetningspligten er at styrke efterforskningen afsager om insiderhandel og kursmanipulation, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 378.

Ifølge markedsmisbrugsbkg. § 12 gælder indberetningspligten for følgende personer:

- Selskaber, der har deres registreringsmæssige hjemsted i Danmark.
- Selskaber med hovedsæde i Danmark.
- Filialer beliggende i Danmark.
- Fysiske personer ansat i et af de i nr. 1-3 nævnte selskaber eller filialer.

Uanset at værdipapirhandleren har kendskab til eller formodning om, at en kunde er i besiddelse af intern viden henholdsvis udøver kursmanipulation, kan værdipapirhandleren vælge at gennemføre den mistænkelige transaktion og efterfølgende indberette denne til Finanstilsynet.

Værdipapirhandleren kan vælge, hvorvidt denne ønsker at gennemføre den mistænkelige transaktion eller i stedet ønsker at afstå

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

herfra. Såfremt værdipapirhandleren vælger at afstå fra at gennemføre transaktionen, har værdipapirhandleren ikke pligt til at indberette det mulige forsøg på markedsmisbrug til Finanstilsynet.

At værdipapirhandleren lovligt vil kunne gennemføre den mistænkelige transaktion, skyldes at det ofte kan være vanskeligt eller umuligt for værdipapirhandleren i det korte tidsrum, som man har til rådighed, inden transaktionen gennemføres, at foretage en vurdering af, om en kunde vil begå insiderhandel eller kursmanipulation, jf. også Økonomi- og Erhvervsministerens »Besvarelse af spørgsmål 1 ad L 13 stillet af Erhvervsudvalget den 28. oktober 2004« (dateret 10. november 2004).

Såfremt værdipapirhandleren vælger at gennemføre den mistænkelige transaktion, overtræder den pågældende ikke forbuddet mod insiderhandel eller kursmanipulation, såfremt der alene foretages handel som led i en loyal udførelse af en kundes ordre eller som et normalt led i værdipapirhandlerens funktion som market-maker. Dette gælder uanset, om værdipapirhandleren har et egentligt kendskab til eller blot en formodning om, at kunden er i besiddelse af intern viden.

Kendetegnende for såvel den loyale udførelse af kundeordrer som udøvelsen af market-maker funktionen er, at værdipapirhandleren udøver en normal forretningsmæssig adfærd og ikke i denne forbindelse gør brug af intern viden henholdsvis udøver kursmanipulation eller på anden vis medvirker hertil.

Indberetningspligten er betinget af, at værdipapirhandleren med rimelighed kan antage, at transaktionen udgør markedsmisbrug. Det kræves ikke, at værdipapirhandleren skal kunne føre bevis for, at der foreligger en overtrædelse. Det vil være tilstrækkeligt, at værdipapirhandleren er i besiddelse af oplysninger, hvorefter der er grundlag for en mistanke om, at transaktionen udgør markedsmisbrug. En sådan mistanke kan f.eks. opstå i kraft af, at transaktionen afviger væsentligt fra kundens normale transaktionsmønster, eller som følge af andre atypiske forhold, der samlet set giver anledning til mistanke, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 379.

Såfremt en transaktion ikke kan anses for omfattet af den lovregulerede indberetningspligt vedrørende mistænkelige transaktioner, vil værdipapirhandleren ikke have pligt til at indberette forholdet. Dansk ret indeholder således ikke nogen almindelig indberetningspligt for værdipapirhandlere om mulige lovovertrædelser.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Indberetningspligten pålægger værdipapirhandleren at se sig for og at underrette Finanstilsynet ved mistanke om markedsmisbrug. Indberetningspligten betyder derimod ikke, at værdipapirhandleren er underlagt en selvstændig undersøgelsespligt, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 379. Ansvaret for markedsovervågning og efterforskning af markedsmisbrug ligger således hos Finanstilsynet.

Med udtrykket »med rimelighed kan antage« understreges, at værdipapirhandleren i den enkelte situation må udøve et konkret skøn over, om der er tilstrækkeligt grundlag for en indberetning. I den sammenhæng må det understreges, at det alene vil være i de tilfælde, hvor det er klart, at værdipapirhandleren ikke har foretaget et rimeligt skøn, at værdipapirhandleren risikerer et ansvar for overtrædelse af indberetningspligten, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 379. En sådan overtrædelse er bødebelagt.

Som følge af forbuddet mod selvinkriminering gælder værdipapirhandlerens indberetningspligt alene ved dennes loyale udførelse af en ordre om at købe eller sælge værdipapirer. Såfremt værdipapirhandleren foretager handlinger, der går videre end en loyal udførelse af kundens ordre – og dermed selv kan have overtrådt forbuddet mod insiderhandel og/eller forbuddet mod kursmanipulation – vil værdipapirhandleren følgelig ikke være omfattet af indberetningspligten, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 379.

Overholdelse af indberetningspligten anses ikke som et brud på værdipapirhandlerens tavshedspligt ifølge lov, bkg. eller aftale. Ansvarsfrihed er dog betinget af, at indberetningen er foretaget med rimelig grund. Værdipapirhandleren vil derfor kunne ifalde bødeansvar, hvor indberetningen er foretaget uden nogen reel vurdering af, om der er grundlag for mistanke i forhold til de anmeldte transaktioner. Det forhold, at den mistanke, der begrundede indberetningen, efterfølgende viser sig grundløs, medfører derimod ikke ansvar, så længe værdipapirhandleren foretog en rimelig vurdering af transaktionens mistænkelighed, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 380.

Såfremt værdipapirhandleren har en begrundet mistanke om, at en kunde har foretaget insiderhandel eller kursmanipulation, skal dette indberettes til Finanstilsynets Børskontor – Markedsovervågningen. Indberetning kan ske via e-mail, brev, telefon eller telefax, jf. markedsmisbrugsbkg. § 16, stk. 1. Foretages indberetningen telefonisk, kan Finanstilsynet anmode om en skriftlig bekræftelse på indberet-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ningen. I så fald har værdipapirhandleren pligt til at udarbejde en sådan, jf. markedsmisbrugsbkg. § 16, stk. 2.

Værdipapirhandlerens indberetning af kunders mistænkelige transaktioner skal indeholde følgende oplysninger, jf. markedsmisbrugsbkg. § 15, stk. 1:

1. En beskrivelse af den mistænkelige transaktion, herunder ordre- og handelstype,
2. oplysninger om årsagen til, at transaktionen vurderes at være mistænkelig,
3. oplysninger, der muliggør identifikation af den eller de personer, som transaktionen er gennemført for, og af andre personer, der måtte være involveret i transaktionen,
4. oplysninger om den funktion, som den underrettende person udfører,
5. alle øvrige oplysninger, som kan være væsentlige for vurderingen af den mistænkelige transaktion.

Er alle oplysningerne ikke til rådighed på tidspunktet for indberetningen, kan de udelades. Manglende oplysninger skal herefter gives til Finanstilsynet, så snart de er til rådighed, jf. markedsmisbrugsbkg. § 15, stk. 2.

Indberetningen skal foretages uden ugrundet ophold efter, at værdipapirhandleren bliver bekendt med fakta eller oplysninger, der giver anledning til at antage, at der foreligger en mistænkelig transaktion, jf. markedsmisbrugsbkg. § 14. Med formuleringen »uden ugrundet ophold« indikeres, at der ikke må gå et længere tidsrum end nødvendigt mellem den mistænkelige transaktion og selve indberetningen heraf til Finanstilsynet. I dette tidsrum skal værdipapirhandleren foretage en rettidig og forsvarlig vurdering af, om den konkrete transaktion er omfattet af indberetningspligten. Længden af denne periode beror på en konkret vurdering af det enkelte tilfælde.

Såfremt værdipapirhandleren overtræder indberetningspligten eller pligten til at hemmeligholde den foretagne indberetning, vil den pågældende – efter omstændighederne – kunne ifalde bødestraf, jf. VHL § 93, stk. 1, 1. pkt.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 37, stk. 7: Værdipapirhandleres hemmeligholdelsespligt ved indberetning af mistænkelige transaktioner

Hemmeligholdelsespligten i VHL § 37, stk. 7, supplerer indberetningspligten i § 37, stk. 6. Den gældende regulering af hemmeligholdelsespligten i VHL § 37, stk. 6, trådte i kraft den 1. april 2005. Herved implementeredes markedsmisbrugsdirektivet (2003/6/EF) og dettes gennemførelsesdirektiv om bl.a. mistænkelige transaktioner (2004/72/EF).

Værdipapirhandleren er forpligtet til at hemmeligholde indberetningen til Finanstilsynet. Overholdelse af denne lovpligtige hemmeligholdelsespligt kan derfor ikke medføre ansvar.

Hemmeligholdelsespligtens formål er at sikre, at behandlingen af sagerne hos Finanstilsynet kan ske på en effektiv måde og uden, at omverdenen bliver bekendt med, at der foreligger en mistænkelig transaktion. Bestemmelsen skal navnlig forhindre, at værdipapirhandleren informerer den mistænkte kunde om indberetningen, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 380.

Til § 37, stk. 8: Identifikationskrav til værdipapirhandleres kunder

Identifikationskravet blev indført i den dagældende fondsbørslovs § 39d, stk. 1, ved lov 343 af 6. juni 1991. Formålet er, at muliggøre en effektiv efterforskning af markedsmisbrug. En sådan efterforskning forudsætter, at de enkelte handler entydigt kan identificeres og henføres til en fysisk eller juridisk person.

Til § 37, stk. 9: Kundeoplysninger skal opbevares i 5 år

Det 5-årige opbevaringskrav vedrører de registrerede oplysninger efter VHL § 37, stk. 8. I forbindelse med indførelsen af identifikationskravet i den dagældende fondsbørslovs § 39d, stk. 1, indførtes der i bestemmelsens stk. 2 tillige et krav om, at selskabet skulle »registrere de i stk. 1 nævnte oplysninger«. Bestemmelsen indeholdt imidlertid ikke en specifikation af *hvor længe* oplysningerne skulle opbevares. Det nuværende opbevaringskrav på 5 år indførtes ved børsreform II i den dagældende VPL § 38, stk. 2.

Til § 37, stk. 10: Finanstilsynets hjemmel til at fastlægge regler om insiderlister og værdipapirhandleres indberetningspligt

Finanstilsynets hjemmel er udnyttet ved markedsmisbrugsbkg. (126 af 28. februar 2005), der i kapitel 3 og 4 indeholder regler om insi-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

derlister og værdipapirhandleres indberetning af mistænkelige transaktioner.

§ 37 a **(Ophævet).**

§ 38 **[Definition af og eksempler på kursmanipulation].** Ved kursmanipulation forstås handlinger omfattet af nr. 1-4, der er egnet til at påvirke kursen på værdipapirer omfattet af § 34, stk. 1, i en retning, der afviger fra disses værdi i markedet, ved

1. udbredelse af oplysninger gennem medierne eller ved andre metoder, der er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på værdipapirer,
2. transaktioner eller handelsordrer, der er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på værdipapirer,
3. transaktioner eller handelsordrer, hvorved der benyttes fiktive indretninger eller andre former for bedrag eller påfund, eller
4. transaktioner eller handelsordrer, hvorved en person eller flere personer i fællesskab sikrer, at kursen på et eller flere værdipapirer ligger på et unormalt eller kunstigt niveau.

Stk. 2. Kursmanipulation efter stk. 1 kan eksempelvis bestå i

1. udsendelse af en meningstilkendegivelse gennem medierne om et værdipapir eller en udsteder af et værdipapir efter på forhånd at have erhvervet sig mængder af det pågældende værdipapir, såfremt der senere drages fordel af den måde, hvorpå de tilkendegivne holdninger påvirker kursen på værdipapiret, forudsat at interessekonflikten ikke senest samtidig med udsendelsen af meningstilkendegivelsen angives over for offentligheden på en korrekt og effektiv måde,
2. køb eller salg af værdipapirer ved markedets lukketid med den virkning, at personer, der handler på grundlag af slutkurserne, vildledes, eller
3. adfærd, hvorved en person eller flere personer i fællesskab opnår en dominerende stilling over udbuddet af eller efterspørgslen efter et værdipapir med den virkning, at købs- og salgspriser på værdipapiret direkte eller indirekte fastsættes på et unormalt eller kunstigt niveau, eller at der anvendes andre urimelige vilkår for transaktionen.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 3. Ved anvendelsen af bestemmelsen i stk. 1, nr. 1, i forhold til redaktører og redaktionelle medarbejdere, der som led i deres erhvervsmæssige aktivitet udbreder oplysninger, skal der tages hensyn til de regler, der gælder for sådanne personers erhverv. 1. pkt. finder ikke anvendelse, hvis den pågældende redaktør eller redaktionelle medarbejder direkte eller indirekte drager fordel eller får udbytte af udbredelsen af oplysningerne.

Stk. 4. Bestemmelserne i stk. 1, nr. 2 og 4, finder ikke anvendelse, såfremt den, der har indgået transaktionen eller har afgivet handelsordren, godtgør, at transaktionen eller handelsordren var i overensstemmelse med accepteret markedspraksis, og at begrundelsen for at indgå en sådan transaktion eller afgive en sådan ordre var legitim. Finanstilsynet træffer beslutning om accept af markedspraksis.

Stk. 5. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om transaktioner, handelsordrer og udbredelse af oplysninger, der kan anses for kursmanipulation i henhold til bestemmelserne i stk. 1, nr. 1-4. Finanstilsynet fastsætter endvidere nærmere regler for, under hvilke omstændigheder en transaktion eller handelsordre kan anses for at være i overensstemmelse med accepteret markedspraksis i henhold til bestemmelsen i stk. 4.

Til § 38, stk. 1: Definition af kursmanipulation

I forhold til den indtil 1. april 2005 gældende definition af kursmanipulation medførte implementeringen af Markedsmisbrugsdirektivets art. 1, nr. 2, i VHL § 38, stk. 1, en noget bredere afgrænsning af begrebet. Det betyder, at kursmanipulation i dag vil kunne bestå i andre former for adfærd end de, der frem til den 1. april 2005 var omfattet. Da der var tale om en udvidelse af definitionen, vil tidligere praksis dog fortsat være anvendelig.

VHL § 38, stk. 1, indeholder en udtømmende opregning af den adfærd, der vil være omfattet af forbuddet. I den sammenhæng sondrer bestemmelsen mellem udbredelse af oplysninger (nr. 1) og gennemførelse af transaktioner henholdsvis afgivelse af handelsordrer (nr. 2-4).

Det følger af ordlyden af VHL § 38, stk. 1, at de omfattede handlinger skal være *egnede* til at påvirke kursen på værdipapiret i en retning, der afviger fra markedskursen. *Egnetheds-kravet* betyder, at det som udgangspunkt er uden betydning, om der rent faktisk kan

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

påvises en kurs, der afviger fra den »rigtige« markedskurs som følge af den konkrete adfærd.

Det er i tråd hermed heller ikke et krav efter VHL § 38, stk. 1, nr. 1, 2 og 4, at *formålet* eller hensigten med adfærden er, at manipulere med kursen på værdipapiret, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 380. Afgørende er derimod vurderingen af den konkret udviste adfærd, jf. Kommissionens forslag til Markedsmisbrugsdirektivet, KOM(2001) 281 endelig, s. 6, hvortil der henvises i de danske lovbemærkninger, se *FT 2004-05, till. A*, s. 380 f. Det er således selve farefremkaldelsen, der er kriminaliseret. VHL § 38, stk. 1, nr. 3, indeholder dog en undtagelse fra dette udgangspunkt, idet det efter denne bestemmelse er et krav, at *formålet* med adfærden er, at sende et urigtigt eller vildledende signal.

VHL § 38, stk. 1, *nr. 1*, vedrører *udbredelse af oplysninger* gennem medierne eller ved andre metoder, der er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på værdipapirer. Ifølge bemærkningerne til loven omfatter bestemmelsen både (i) urigtige eller vildledende oplysninger, der *direkte* vedrører værdipapirer, og (ii) urigtige eller vildledende oplysninger om udstedere af værdipapirer, der *indirekte* har betydning for kursdannelsen på værdipapirer, Jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 381. Som eksempler på *medier* kan nævnes aviser, radio, tv og Internettet. Det må anses for tilstrækkeligt, at de urigtige eller vildledende oplysninger udbredes til blot en enkelt eller flere personer. Der kan således ikke antages at bestå et krav om, at oplysningerne skal spredes til en større kreds af personer.

Såfremt en udsteder i sine fondsbørsmeddelelser offentliggør urigtige eller vildledende oplysninger, fx i forbindelse med et konkret projekt eller sine regnskabsmeddelelser, vil dette principielt kunne udgøre en overtrædelse af såvel oplysningspligten i VHL § 27 som forbuddet mod kursmanipulation i VHL § 39. Denne regelkollision løses ifølge bemærkningerne til loven således, at udgangspunktet er, at udstederen har overtrådt oplysningspligten i VHL § 27. Forbuddet mod kursmanipulation i VHL § 39 finder derimod udelukkende anvendelse, såfremt anklagemyndigheden kan løfte bevisbyrden for, at offentliggørelsen af de urigtige eller vildledende oplysninger havde *til formål* at påvirke kursen i en bestemt retning, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 381. Dette må derfor anses for at være en skærpelse, der finder anvendelse ved regelkollision, idet det som nævnt ovenfor som ho-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

vedregel ikke er et krav, at de urigtige eller vildledende oplysninger havde *til formål* at påvirke kursen.

VHL § 38, stk. 1, *nr. 2-4,* omhandler kursmanipulation i form af *transaktioner og handelsordrer*. Baggrunden for at en sådan adfærd efter omstændighederne vil være omfattet af definitionen af kursmanipulation er, at information om gennemførte transaktioner og afgivne handelsordrer udgør et vigtigt grundlag for prisdannelsen på værdipapirmarkederne. Gennemførelsen af transaktioner og afgivelse af handelsordrer under omstændigheder, der kan give et misvisende billede af udbud, efterspørgsel eller kursen på værdipapiret, er derfor skadelig for tilliden til, at prisdannelsen på markedet sker på en redelig og gennemskuelig måde, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 381.

VHL § 38, stk. 1, *nr. 2,* vedrører transaktioner eller handelsordrer, der er egnet til at give *urigtige* eller *vildledende* signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på værdipapirer. Karakteristisk for den omfattede adfærd er ifølge lovbemærkningerne, at der foreligger (i) *særlige omstændigheder*, der (ii) *ikke er markedet bekendt*, og som derfor betyder, at adfærden afviger fra normale transaktioner og handelsordrer og derfor ikke bør indgå i kursdannelsen. *Særlige omstændigheder* vil fx kunne foreligge, såfremt en transaktion eller handelsordre indgås mellem interesseforbundne parter, eller en transaktion eller handelsordre ikke er udtryk for et reelt udbud eller en reel efterspørgsel efter værdipapiret. Hvis de særlige forhold, der bevirker, at transaktionen eller handelsordren ikke bør indgå i kursdannelsen på sædvanlig måde, *er markedet bekendt*, vil der ikke under normale omstændigheder kunne siges at foreligge en handelsordre eller transaktion, der er egnet til at give et urigtigt eller vildledende signal, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 381 f.

VHL § 38, stk. 1, *nr. 3* er – til trods for sin placering – ifølge bemærkningerne en opsamlingsbestemmelse i forhold til nr. 2 og 4. I den sammenhæng er det tillige bemærkelsesværdigt, at opsamlingsbestemmelsen – i modsætning til nr. 2 og 4 – indeholder et yderligere krav om, at *formålet* med adfærden er, at sende et urigtigt eller vildledende signal, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 382. Der er derfor tale om en noget særegen opsamlingsbestemmelse, der synes at afvige fra de gængse normer for sådanne.

VHL § 38, stk. 1, *nr. 4,* omhandler transaktioner eller handelsordrer, hvorved en person eller flere personer i fællesskab sikrer, at kursen på et eller flere værdipapirer ligger på et *unormalt eller kunstigt*

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

niveau. Bestemmelsen sigter til den situation, hvor udbuddet af eller efterspørgslen efter et værdipapir er koncentreret hos en enkelt eller enkelte samvirkende aktører. I så fald er der risiko for, at kursdannelsen styres af enkelte dominerende aktører på værdipapirmarkedet. Der er med andre ord tale om et forbud mod misbrug af dominerende stilling, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 382. Det forhold at udbuddet af eller efterspørgslen efter et værdipapir er koncentreret hos en enkelt eller enkelte aktører, medfører ikke i sig selv, at der foreligger kursmanipulation. Misbrug af dominerende stilling vil således alene foreligge, hvor den dominerende stilling udnyttes til at fastsætte værdipapirets kurs på »et unormalt eller kunstigt niveau«, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 382.

Til § 38, stk. 2: Eksempler på kursmanipulation

VHL § 38, stk. 2, nr. 1-3, anfører tre eksempler på kursmanipulation; »scalping«, »marking the close« og »abusive squeeze«.

VHL § 38, stk. 2, *nr. 1,* omfatter en særlig variant af »scalping«. For at være omfattet af bestemmelsen i nr. 1, skal følgende kumulative betingelser ifølge ordlyden være opfyldte:

- Vedkommende skal besidde en beholdning af værdipapiret,
- vedkommende skal udsende en meningstilkendegivelse gennem medierne om værdipapiret eller udstederen,
- meningstilkendegivelsen skal påvirke kursen på værdipapiret,
- vedkommende skal drage fordel heraf,
- vedkommende har ikke senest samtidig med udsendelsen af meningstilkendegivelsen offentliggjort interessekonflikten [sin beholdning af værdipapiret] på en korrekt og effektiv måde.

Det er ikke nødvendigt, at alle fem betingelser er opfyldt, førend der vil kunne være tale om kursmanipulation i form af urigtige eller vildledende oplysninger, jf. definitionen af kursmanipulation i VHL § 38, stk. 1, nr. 1. Ifølge bemærkningerne til loven sigter scalping-eksemplet da også særligt til finansanalytikere, der som følge af deres anseelse i værdipapirmarkedet – via meningstilkendegivelser – har mulighed for at påvirke kursen på de analyserede værdipapirer. Det manipulerende element består i så fald i, at det ikke senest samtidigt med meningstilkendegivelsen oplyses, at den pågældende besidder en beholdning af det pågældende værdipapir og derfor har en særlig interesse i kursudviklingen herpå. Den manglende oplysning om interes-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

sekonflikten vil derfor efter omstændighederne betyde, at meningstilkendegivelsen som helhed vil kunne udgøre en »vildledende oplysning«, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 382. Scalping-problematikken må ses i sammenhæng med, at finansanalytikere ifølge VHL § 28 b og bkg. om investeringsanbefalinger (125 af 28. februar 2005) er underlagt en pligt til at oplyse om interessekonflikter i forbindelse med fremsættelse af investeringsanbefalinger vedrørende værdipapirer, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 382.

Scalping-bestemmelsen i VHL § 38, stk. 2, *nr. 1*, synes at være meget vidtgående, idet den ikke indeholder et krav om at selve meningstilkendegivelsen (analysen) er forkert. Da eksemplet er omfattet af VHL § 38, stk. 1, nr. 1 (udbredelse af urigtige eller vildledende oplysninger), jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 382, er det tillige ikke et krav, at finansanalytikeren har til formål at påvirke kursen. Forestiller man sig derfor den situation, hvor finansanalytikervirksomheden besidder en portefølje af det pågældende værdipapir, hvorom de udsender en analyse indeholdende en i »objektiv« forstand korrekt købsanbefaling, og denne analyse resulterer i øget købsinteresse (og deraf følgende kursstigning), vil en forglemmelse af at flage oplysningen om porteføljen betyde, at finansanalytikervirksomheden – foruden eventuelt at have overtrådt den bødebelagte flagningspligt efter bkg. om investeringsanalyser (125 af 28. februar 2005) – har realiseret gerningsindholdet i forbuddet mod kursmanipulation. Dette synes ikke at være en særlig hensigtsmæssig løsning, idet man vel kan stille spørgsmålstegn ved, om der nødvendigvis foreligger en kursmanipulerende adfærd, der skader værdipapirmarkedet. Man må derfor håbe på, at Finanstilsynet og domstolene vil være tilbageholdende og i hvert enkelt tilfælde foretage en nøje overvejelse af om scalping-bestemmelsen – til trods for sine objektive kriterier – bør finde anvendelse på den konkrete situation.

VHL § 38, stk. 2, *nr. 2*, omfatter den adfærd, der betegnes »marking the close« eller det (mindre brugte) danske udtryk »lukkebamse«. Det karakteristiske ved »marking the close« er, at manipulatoren bevidst handler med værdipapirer umiddelbart før markedets lukketid for derved at ændre markedets slutkurs. En sådan adfærd er omfattet af definitionen af kursmanipulation i VHL § 38, stk. 1, nr. 2, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 382. Det er dog væsentligt, at »marking the close«–eksemplet (i modsætning til § 38, stk. 1, nr. 2) ifølge bemærkningerne til loven forudsætter, at manipulatoren har til *formål* at påvirke

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

kursen på værdipapiret. Denne adfærd vil særligt kunne finde sted, hvor den pågældende har en særlig interesse i slutkursen, fx i forbindelse med udløb af optioner eller futures, jf. *FT 2004-05,till. A*, s. 382.

VHL § 38, stk. 2, *nr. 3,* omfatter »abusive squeeze«. Ved »abusive squeeze« består det manipulerende element i, at en eller flere personer i fællesskab misbruger en dominerende stilling over udbuddet af eller efterspørgslen på værdipapiret med henblik på at fastsætte prisen på et niveau, der afviger fra markedskursen. En sådan adfærd vil være omfattet af definitionen af kursmanipulation i VHL § 38, stk. 1, nr. 4.

Til § 38, stk. 3: Særregel for journalister

VHL § 38, stk. 3, er en implementering af markedsmisbrugsdirektivets art. 1, nr. 2, litra c, 2. pkt. Bestemmelsen indeholder en særregel for dagspressen (redaktører og redaktionelle medarbejdere), hvorefter der skal tages hensyn til, at presse- og ytringsfriheden ikke indskrænkes unødigt. Det betyder, at der som udgangspunkt vil være friere rammer for erhvervsjournalisters oplysninger om udstedere m.v.

Lovgiver har valgt at anvende begrebet »redaktører og redaktionelle medarbejdere« da dette har en velafgrænset betydning i dansk ret, jf. medieansvarsloven samt Rpl § 172 vedrørende vidnefritagelse, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 383.

Særreglen betyder, at der må foretages en afvejning af hensynet til beskyttelsen af journalisters funktion som informationsformidlere over for hensynet til beskyttelse mod, at værdipapirmarkedet tilføres ukorrekte informationer, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 383.

Som følge af § 38, stk. 3, finder forbuddet mod kursmanipulation ved vildledende oplysninger alene anvendelse i grovere tilfælde, hvor det står klart, at hensigten var at påvirke kursen i en bestemt retning. Bestemmelsen betyder tillige, at en redaktør/redaktionel medarbejder ikke vil overtræde forbuddet, såfremt vedkommende har bragt en historie af betydning for kursdannelsen på et værdipapir, som efterfølgende viser sig at være ukorrekt, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 383.

VHL § 38, stk. 3, 2. pkt., betyder, at redaktører og redaktionelle medarbejdere ikke nyder den ovenstående beskyttelse, såfremt den ansvarlige personligt drager fordel eller får udbytte af udbredelsen, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 383. En sådan fordel vil eksempelvis kunne opnås, såfremt vedkommende forinden har investeret i det manipulerede værdipapir. Bestemmelsen forudsætter, at fordelen er knyttet til investeringer i værdipapirmarkedet. Således vil en eventuel faglig eller

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

prestigemæssig fordel være uden betydning, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 383.

Til § 38, stk. 4: Accepteret markedspraksis

Efter VHL § 38, stk. 4, anses en adfærd ikke for kursmanipulation, såfremt (i) ordren/transaktionen er i overensstemmelse med accepteret markedspraksis, og (ii) den pågældende har haft en legitim begrundelse for ordren/transaktionen.

Konsekvensen af denne bestemmelse er, at såfremt en ordre/transaktion gennemføres i overensstemmelse med accepteret markedspraksis, vil der alene være tale om kursmanipulation i de særlige tilfælde, hvor formålet med ordren/transaktionen var at manipulere med kursen, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 383.

Til § 38, stk. 5: Finanstilsynets hjemmel til at fastlægge regler om kursmanipulation

VHL § 38, stk. 5, *1. pkt.*, indeholder Finanstilsynets bemyndigelse til at fastlægge de nærmere regler om, hvilke *faktorer/indikatorer* Finanstilsynet og markedsdeltagerne skal tage i betragtning ved fastlæggelsen af, hvorvidt der foreligger *kursmanipulation*.

VHL § 38, stk. 5, *2. pkt.*, indeholder Finanstilsynets bemyndigelse til at fastlægge de nærmere regler om *accepteret markedspraksis*.

De nærmere regler efter 1. og 2. pkt. er udstedt af Finanstilsynet i Markedsmisbrugsbkg. (126 af 28. februar 2005) kapitel 5 og 6.

Det følger af Markedsmisbrugsbkg. § 17, at ved vurderingen af, om handelsordrer eller transaktioner udgør kursmanipulation efter § 38, stk. 1, *nr. 1* og *nr. 2* kan følgende indikatorer inddrages:

1. Hvis de pågældende handelsordrer eller transaktioner udgør en betydelig andel af den daglige mængde transaktioner med værdipapiret på det pågældende regulerede marked, især når handelsordrerne eller transaktionerne medfører en betydelig ændring i kursen på værdipapiret,
2. hvis de pågældende handelsordrer eller transaktioner foretages af personer med en betydelig købs- eller salgsposition i værdipapiret, og dette medfører betydelige ændringer i kursen på værdipapiret, et afledt værdipapir eller et underliggende aktiv, som er optaget til notering eller handel på et reguleret marked,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

3. hvis de pågældende transaktioner ikke medfører ændringer i ejendomsretten til et værdipapir, som er optaget til notering eller handel på et reguleret marked,
4. hvis de pågældende handelsordrer eller transaktioner omfatter modsatte positioner indenfor en kort periode, når handelsordrerne eller transaktionerne udgør en betydelig andel af den daglige mængde transaktioner med værdipapiret på det regulerede marked, og disse kan være forbundet med betydelige ændringer i kursen på værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på et reguleret marked,
5. hvis de pågældende handelsordrer eller transaktioner er koncentreret indenfor et kort tidsrum i handelsperioden, og dette midlertidigt fører til en kursændring, der efterfølgende ændres i modsat retning,
6. hvis de pågældende handelsordrer medfører ændringer i oplysninger om bedste salgs- eller købskurs på et værdipapir eller i udseendet af den for markedsdeltagerne tilgængelige ordrebog, og handelsordrerne annulleres, forinden transaktionen gennemføres, og
7. hvis de pågældende handelsordrer eller transaktioner foretages på eller omkring et bestemt tidspunkt, hvor referencekurser, afregningskurser og værdiansættelser beregnes, og dette fører til kursændringer, som påvirker beregningen af sådanne kurser og værdiansættelser.

Af Markedsmisbrugsbkg. § 18 fremgår, at ved vurderingen af, om handelsordrer eller transaktioner udgør kursmanipulation efter § 38, stk. 1, *nr. 3,* kan følgende indikatorer inddrages:

1. Hvis en person eller dennes nærtstående har udbredt vildledende oplysninger om et værdipapir før eller efter, at disse personer har afgivet handelsordrer eller gennemført transaktioner med værdipapiret, og
2. hvis en person eller dennes nærtstående har udbredt investeringsanalyser vedrørende værdipapirer, der er fejlagtige, tendentiøse eller påviseligt påvirket af væsentlige interesser, før eller efter, at den pågældende person har afgivet handelsordrer eller gennemført transaktioner med værdipapiret.

Om Finanstilsynets bemyndigelse til at fastlægge de nærmere regler

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

om *accepteret markedspraksis*, bestemmer Markedsmisbrugsbkg. § 19, at Finanstilsynet især skal tage hensyn til følgende:

1. behovet for at sikre, at markedskræfterne på det pågældende marked kan fungere, og at der er et velfungerende samspil mellem udbud og efterspørgsel,
2. det relevante markeds strukturelle karakteristika, herunder hvorvidt markedet er reguleret, hvilke typer værdipapirer der omsættes på markedet, og hvilke markedsdeltagere (professionelle og/eller private investorer) der er aktive på markedet,
3. hvor gennemsigtig den relevante markedspraksis er i forhold til hele markedet,
4. i hvilket omfang den relevante markedspraksis har indvirkning på markedets likviditet eller effektivitet,
5. i hvilket omfang den relevante markedspraksis har indvirkning på de væsentligste parametre for markedet, herunder omfanget af indvirkningen på den gennemsnitlige kurs for handelsperioden, den daglige slutkurs eller markedsforholdene i øvrigt,
6. i hvilket omfang der med den relevante markedspraksis tages højde for handelsmekanismerne på markedet, herunder om markedsdeltagerne gives mulighed for at reagere korrekt og rettidigt på den nye markedstilstand, som skyldes denne praksis,
7. hvorvidt den relevante markedspraksis medfører fare for, at integriteten af direkte eller indirekte forbundne markeder for det pågældende værdipapir lider skade, uanset om disse markeder er regulerede eller ej, og
8. resultatet af eventuelle undersøgelser af den relevante markedspraksis, som er gennemført af andre myndigheder, herunder om markedspraksis strider mod regler i lov, bekendtgørelse eller adfærdskodeks, som har til formål at forhindre markedsmisbrug på det pågældende marked eller et direkte eller indirekte forbundet marked.

Ifølge Markedsmisbrugsbkg. § 20 skal Finanstilsynet høre relevante parter, forinden der træffes beslutning om accepteret markedspraksis efter § 19, stk. 1. Finanstilsynet har (indtil videre) alene truffet én beslutning vedrørende accepteret markedspraksis.

Finanstilsynets beslutning af 31. oktober 2005 om accepteret markedspraksis. Finanstilsynet har i henhold til VHL § 38, stk. 4, truffet beslutning om accepteret markedspraksis. Finanstilsynet anvender føl-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

gende fremgangsmåde ved vurderingen af, om der er tale om en accepteret markedspraksis: (i) det fastlægges, om der er tale om en »activity« eller en »practice«, hvor »activities« ikke vil komme videre i vurderingen, (ii) det vurderes, om de enkelte »practices« umiddelbart falder ind under definitionen af kursmanipulation i VHL § 38, stk. 1. Som baggrund for vurderingen anvendes bemærkningerne til loven, CESR's Level 3-papir og indikationer på kursmanipulation i § 17 i markedsmisbrugsbkg. *»Practices«*, der ikke umiddelbart anses som omfattet af definitionen af kursmanipulation vil herefter ikke komme videre i vurderingen. Det vurderes, om de »practices«, der umiddelbart falder ind under definitionen skal have status som accepteret markedspraksis. På baggrund af de indkomne bidrag fra branchen vedrørende markedspraksis, fandt Finanstilsynet ikke anledning til at træffe beslutning om accept af nogen af følgende former for markedspraksis, der er beskrevet nærmere i beslutningen: (i) illikvide papirer, (ii) repoforretninger mv., (iii) book-building, (iv) Market Maker-funktionen og spreadhandler, (v) afregning til lukkekurs, (vi) efterindberetning af VWAP-handler, (vii) stabilisering, (viii) hedge af derivater, (ix) kundeønske om aggressiv eksekvering, (x) prisstillelse i investeringsbeviser og (xi) prisstillelse i realkreditobligationer.

§ 39 **[Forbuddet mod kursmanipulation].** Kursmanipulation eller forsøg herpå må ikke finde sted.

Stk. 2. Uanset bestemmelsen i stk. 1 kan værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte loyalt udføre en kundes ordre.

Stk. 3. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på transaktioner, der udføres af en suveræn stat, en sådan stats centralbank, Det Europæiske System af Centralbanker eller den, der agerer på disses vegne, når transaktionerne sker som led i vedkommendes pengepolitik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik.

Stk. 4. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer eller med værdipapirer som led i stabilisering af kursen på et værdipapir, forudsat at sådanne transaktioner gennemføres i overensstemmelse med Kommissionens forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 39, stk. 1: Forbuddet mod kursmanipulation

VHL § 39, stk. 1, indeholder forbuddet mod kursmanipulation og implementerer Markedsmisbrugsdirektivets art. 5.

Forbuddet bygger på hensynet til investorerne og værdipapirmarkedets integritet. For at investorerne kan have tillid til de regulerede markeder, er det af væsentlig betydning, at kursdannelsen på de handlede værdipapirer sker på grundlag af korrekte og pålidelige oplysninger. Såfremt visse markedsdeltagere udviser en adfærd, der har til hensigt eller som resultat at påvirke kursdannelsen i en retning, som denne ellers ikke ville have taget under normale markedsforhold, vil dette være skadeligt for tilliden til værdipapirmarkedet som et redeligt og velfungerende marked. Formålet med forbuddet er derfor at hindre, at en sådan kursmanipulerende adfærd finder sted, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 380.

For selskabers handel med egne aktier, er det centralt at afgrænse en lovlig kurspleje over for en ulovlig kursmanipulation, jf. motivbemærkningerne i *FT 1995-96, till. B*, s. 164 ff., der bemærker, at »den hidtil accepterede kurspleje«, hvor en udsteder handler med egne værdipapirer ud fra et ønske om »en rimelig kursudvikling«, ikke er tilsigtet forbudt med VHL, jf. *Jens Madsen* i UfR 2000 B, s. 569 ff. Om stabiliseringshandler se tillige *Jacob Høeg Madsen og Sam Jalaei* i R&R 2005, nr. 8, s. 54 ff. Lovlig kurspleje er det fx, at det børsnoterede selskab i yderst begrænset omfang udjævner helt tilfældige kursudsving, men en handlemåde, der blot gennem nogen tid går imod markedets fastsættelse af kursen vil overskride grænserne for den lovlige kurspleje. Man kan udtrykke dette forhold således, at det er markedet, ikke det børsnoterede selskab selv, der skal fastsætte prisen på dets aktier.

Der er imidlertid mindst én situation, hvor det i praksis helt klart må accepteres, at der opretholdes en kurs, som kan gå på tværs af markedskursen – og det er i perioden umiddelbart *efter en børsintroduktion*. Forudsat det meget klart er tilkendegivet i emissionsprospektet, at emissionsbanken kan foretage transaktioner, der stabiliserer eller opretholder en markedskurs, som ellers ikke ville være gældende, og forudsat dette således sker fuldt offentligt og i en bestemt afgrænset stabiliseringsperiode efter introduktionsdagen, er forholdet ikke i strid med forbuddet mod kursmanipulation. Fremgangsmåden tjener til at afparere utilsigtede følger af turbulens i kursdannelsen umiddelbart efter en introduktion. Ud over en sådan nøje afgrænset og

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

offentligt bebudet kursstabilisering er det forbudt for både emissionsbanken og andre at agere støttepædagog for en aktiekurs, der ikke af egen kraft kan holde sig oppe.

Tidligere indeholdt Københavns Fondsbørs' Noteringsforpligtelser (del II, afsnit 2, § 22) en regulering af kursstabilisering. Heraf fulgte, at selskabet skal offentliggøre, hvis det har indgået en aftale (et stabiliseringsprogram) med dets finansielle formidlere om i en begrænset periode efter emissionen at gå ind i markedet for at stabilisere aktiekursen, så den fx ikke kommer under udbudskursen. Stabilisering må ikke ske til en kurs, der er højere end udbudskursen, og kursen ved den første stabiliseringstransaktion (den første handel på grundlag af stabiliseringsprogrammet) er den højeste tilladte kurs ved stabiliseringen. Kursstabilisering må herefter ske til varierende kurser op til denne kurs. De tidligere regler om kursstabilisering supplerede således reglerne om kursmanipulation.

I dag indeholder Safe harbour-forordningen (2273/2003) forskrifter om kursstabiliseringsprogrammer. Herudover har Finanstilsynet offentliggjort *Finanstilsynets beslutning af 31. oktober 2005 om accepteret markedspraksis*, hvori spørgsmålet om kursstabilisering behandles.

Finanstilsynet havde modtaget følgende forespørgsel:

> En anerkendt praksis i markedet ved aktieudbud er, hvor banksyndikatet foretager en ekstra allokering i form af en greenshoe med henblik på at have en buffer til stabilisering af det pågældende instrument.
>
> Det følger imidlertid af safe harbour-forordningen, at der inden for forordningen kun må stabiliseres fra salgskursen og derunder. Det er i den relation væsentligt at præcisere at salgskursen nødvendigvis må være den aktuelle udbudskurs i markedet og således ikke den afregningskurs, der er anvendt ved afregning af aktieudbuddet overfor investorerne.
>
> Såfremt der var tale om den afregningskurs, der er anvendt ved afregning af aktieudbuddet overfor investorerne, ville dette betyde, at stabilisering alene kunne foretages, når det var for sent, og kursen ikke kunne rettes op. For at stabilisering skal have effekt, må stabilisering i langt de fleste tilfælde ske, inden kursen når afregningskursen, da markedet ellers vil reagere således, at kursen ikke kan stabiliseres. Det skal i den relation bemærkes, at stabilisering er en eksercits, der er forbundet med

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

en tabsrisiko for bank-syndikatet. Banksyndikatet ved først efter, at stabiliseringen er foretaget, om det har tabt eller tjent penge på selve stabiliseringen.

Indledningsvist udtalte Finanstilsynet følgende:

»Stabilisering er en metode, der anvendes i forbindelse med nyemissioner og sekundære udbud for at imødegå salgspres fra kortsigtede investorer. Stabilisering anses som en 'practice'.

I bidraget ønskes det præciseret, om »salgskurs« i forordningen (Kommissionens Forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22. december 2003) betyder den aktuelle udbudskurs i markedet eller den afregningskurs, der er anvendt ved afregning af aktieudbuddet over for investorerne.

Ved salgskursen forstås den afregningskurs, der er anvendt ved udbuddet og ikke den aktuelle markedskurs, jf. den engelske sprogudgave af forordningen, hvor udtrykket »offering price« benyttes.

Da stabilisering til afregningskursen er omfattet af forordningen, er det derfor stabilisering til en højere kurs end afregningskursen, der behandles videre i notatet.

Herefter tog Finanstilsynet stilling til om stabilisering til en højere kurs end afregningskursen falder ind under definitionen af kursmanipulation:

Fra forordningens indledende betragtninger skal følgende fremhæves:

»Aktiviteter i form af …eller stabilisering af et finansielt instrument, der ikke er fritaget for forbuddene i direktiv 2003/6/EF, som omhandlet i direktivets art. 8, bør ikke i sig selv betragtes som markedsmisbrug.«

Stabilisering skal sikre et vist kursniveau på et værdipapir i en periode, hvor der er risiko for et stort salgspres. Finanstilsynet vurderer, at stabilisering over afregningskursen vil være egnet til at påvirke kursen på det relevante værdipapir i en retning, der afviger fra værdipapirets værdi i markedet, idet dette jo netop er formålet med stabiliseringen. Stabilisering på et højere niveau end afregningskursen kan efter Finanstilsynets vurdering både

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

falde ind under nr. 2 og nr. 4 i VHL § 38, stk. 1, idet der både er tale om en »ikke-reel« efterspørgsel, samt at banken eller bankerne sikrer kursen på et kunstigt niveau. Finanstilsynet vurderer på denne baggrund, at stabilisering over afregningskursen umiddelbart falder ind under definitionen på kursmanipulation.

Afslutningsvis tog Finanstilsynet stilling til om stabilisering til en højere kurs end afregningskursen kan accepteres som markedspraksis:

Som gennemgået vurderer Finanstilsynet, at stabilisering over afregningskursen umiddelbart falder ind under den nye definition af kursmanipulation. I bidraget er det oplyst, at der er tale om en praksis, der anvendes på det danske værdipapirmarked, ligesom det er oplyst, at stabilisering ikke kan foretages »i tide«, hvis der kun må stabiliseres op til afregningskursen.

Finanstilsynet har fået oplyst, at stabilisering over afregningskursen ikke er tilladt i Norge og Sverige. Finanstilsynet har endvidere undersøgt de engelske regler på området, og i henhold til punkt 2.5.31 i FSA Handbook, Market conduct, er det ikke tilladt at stabilisere til en højere kurs end afregningskursen.

På andre markeder er det således muligt at foretage tilfredsstillende stabilisering, uden at stabiliseringen skal foretages over afregningskursen. Finanstilsynet vurderer derfor, at der ikke bør være en accepteret markedspraksis i Danmark, der ikke er tilladt på tilsvarende værdipapirmarkeder.

På denne baggrund kan Finanstilsynet ikke acceptere stabilisering til en højere kurs end afregningskursen som accepteret markedspraksis.

Forbuddet mod kursmanipulation har i kronologisk rækkefølge givet anledning til følgende retssager:

Molslinien-dommen (utrykt dom fra Københavns Byret af 16. november 1998). En dealer i Pen-Sam Liv Forsikringsselskab A/S, T1, var tiltalt for overtrædelse af den dagældende bestemmelse i VPL § 39, stk. 1, jf. § 34, stk. 3, nr. 3, ved den 30. december 1996 at have foretaget kursmanipulation gennem handlinger, der var egnede til at påvirke kursen på aktierne i selskabet Molslinien A/S i en retning, der afveg væsentligt fra disses værdi i markedet. T1 havde på vegne af Pen-Sam Liv Forsikringsselskab A/S´s søsterselskab Pen-Sam Bank

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

A/S, afgivet ordre til Svenska Handelsbanken A/S ved medtiltalte T2, om at udbyde 1500 stk. Molslinien A/S-aktier til kurs 290, hvorefter T1 på vegne af Pen-Sam Liv Forsikringsselskab afgav ordre til Aros Securities, Unibank A/S, om at acceptere dette udbud, uagtet at T1 på vegne af selskaberne Pen-Sam Liv Forsikringsselskab A/S og Pen-Sam Bank A/S derved optrådte som både sælger og køber af samme aktier til stigende kurser, uden at dette var markedet bekendt. Ved disse dispositioner steg den noterede kurs fra 259 til 290. Kurs »alle handler« blev den 22. januar 1997 af Københavns Fondsbørs korrigeret fra kurs 278 til 263. Endvidere blev T2 tiltalt for overtrædelse af VPL § 39, stk. 2, jf. § 34, stk. 3, nr. 3, ved at have medvirket til de af T1 foretagne handlinger, som T2 var vidende eller havde formodning om var egnede til at påvirke kursen på aktierne i Molslinien A/S i en retning, der afveg væsentligt fra disses værdi i markedet. Retten lagde til grund, (i) at handlerne var sket uden at dette var markedet bekendt, (i) at T1 – på baggrund af egen erkendelse – havde handlet forsætligt ud fra et ønske om at hæve kursen på aktierne, således at aktierne ville figurere i Pen-Sams regnskab til en højere kurs, (iii) at T1, som var aflønnet ved fast løn, ikke opnåede nogen personlig vinding ved transaktionen, og (iv) at der for Pen-Sam Holding var tale om en langsigtet investering i Molslinie-aktier, hvorfor T1´s ønske om at hæve kursen på markedet ikke skete med henblik på at realisere en kursgevinst gennem salg af Molslinie-aktier. På baggrund af fremlagte oplysninger om kursudsvingene på Molslinie-aktier, fandt retten ikke, at de kursudsving, der indtrådte som følge af de af T1 foretagne transaktioner måtte anses for usædvanlige. Retten ville dog ikke udelukke, at der kunne foreligge kursmanipulation ved den af T1 foretagende handel med 1500 Molslinie-aktier til kurs 290. Vurderingen af, om der forelå kursmanipulation måtte derfor ifølge retten ske ud fra en konkret vurdering af markedet den pågældende dag, og om handlingerne vurderet på denne baggrund var egnet til at påvirke kursen på aktierne i en retning, der afveg væsentlige fra disses værdi på markedet. Ved en samlet vurdering af de nævnte kriterier, fandtes T1 ved bud på eget udbud at have handlet på en måde, som var egnet til at påvirke kursen på de omhandlede aktier i opadgående retning, som afveg væsentligt fra disses værdi i markedet, hvorfor T1 fandtes at have foretaget kursmanipulation, som beskrevet i anklageskriftet. Idet T1 ikke fandtes at have handlet for egen eller andres vinding, fastsattes straffen til hæfte i 30 dage. Vedrørende T2 lagde retten til

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

grund, at T2 vidste at T1 efter udbud af Molslinie-aktier ville købe andre Molslinie-aktier i udbud. Idet det dog ikke fandtes bevist, at T2 var vidende om eller havde formodning om, at T1 agtede at købe egne udbudte aktier, frifandtes T2.

AGF-dommen (U.2001.578 H). T var tiltalt for overtrædelse af den dagældende bestemmelse i VHL § 39, stk. 1, jf. § 34, stk. 3, nr. 3, ved omkring årsskiftet 1996/97 med hensyn til aktier i 4 forskellige selskaber at have foretaget kursmanipulation gennem handlinger, der var egnede til at påvirke kursen på aktierne i en retning, der afveg væsentligt fra deres værdi i markedet, i det T for hver aktie i flere tilfælde ved udbud og accept gennem forskellige fondsbørshandlere handlede med sig selv til kurser, der oversteg den senest noterede børskurs. T indberettede handlerne uden at disses karakter var markedet bekendt. Højesteret udtalte, at § 34, stk. 3, nr. 3, i dens dagældende affattelse måtte forstås således, at indberetningen af handlerne med sig selv, uden at dette var markedet bekendt, er strafbar kursmanipulation, hvis forholdet er egnet til at fremkalde en væsentlig ændring af den børsnoterede kurs. På denne baggrund og i øvrigt under henvisning til, at der var tale om flere indberetninger for hver af de 4 aktier, til intervallerne mellem de enkelte indberetninger og til de indberettede kursers forhold til de i øvrigt børsnoterede kurser tiltrådte Højesteret, at T var skyldig i kursmanipulation. Der fandtes ikke at være grundlag for strafnedsættelse eller –bortfald efter straffelovens § 80, uanset at forståelsen af § 34, stk. 3, nr. 3, kunne give anledning til tvivl. Landsretten havde fastsat straffen til 30 dages betinget hæfte samt en tillægsbøde på kr. 10.000. På grund af en fejl begået af anklagemyndigheden var dennes anke til skærpelse blevet afvist. Højesteret stadfæstede landsrettens dom, men bemærkede, at anvendelse af ubetinget frihedsstraf i almindelighed er nødvendig for at modvirke denne form for kriminalitet, også selv om der ikke kan påvises konkrete tab som følge af de pågældende handlinger.

Seven Eleven-dommen (U.2003.1467 H). T tiltalt for overtrædelse af den dagældende bestemmelse I VHL § 39, stk. 1, jf. § 34, stk. 3, nr. 1, jf. § 94, stk. 1, 2. pkt., om kursmanipulation, ved søndag den 24. september 2000 fra en 7-Eleven butik at have afsendt en telefax udfærdiget på brevpapir fra Skandinaviska Enskilda Banken A/S (SEB A/S) til Børsen og Berlingske Tidende. Faxen indeholdt oplysninger

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

om, at medicingiganten Eli Lilly & Co ville købe biotekselskabet Neurosearch, og at prisen forventedes at blive 655 pr. aktie. Af Fondsbørsens indberetninger til Finanstilsynet fremgik, at kursen på Neurosearchs aktier steg med 13 % mandag den 25. september 2000. Det blev endvidere oplyst, at kursen på Neurosearchs aktier primo september 2000 var ca. 450, og ca. 365 fredag den 22. september 2000. Dagen efter at telefaxen blev afsendt steg aktien til kurs 410, for herefter igen at falde til kurs 380 tirsdag den 26. september 2000. Det blev endvidere oplyst, at T den 31. august 2000 købte 1.761 Neurosearch-aktier til kurs 435, hvoraf han den 5. september 2000 solgte 161 aktier til kurs 439 og at han den 27. september 2000 solgte yderligere 600 aktier til kurs 378. T solgte de resterende Neurosearch-aktier den 10. oktober 2000, og konstaterede herefter et samlet tab på ca. kr. 76.000 på Neurosearch-aktierne. Højesteret tillagde det i sin dom af 1. april 2003 skærpende betydning, at T, som ejede en aktiepost på 1.600 stk. Neurosearchs-aktier, ved at bruge SEB A/S´s brevpapir udsendte en urigtig oplysning, der var egnet til i betydelig grad at påvirke kursen på aktierne. Heroverfor tillagde Højesteret det formildende betydning, at udførelsesmåden var uprofessionel. 3 dommere stemte for 3 måneders fængsel. 2 dommere stemte for 4 måneders fængsel. Afgørelsen blev truffet efter stemmeflertallet, dvs. 3 måneders fængsel, og straffen gjordes ubetinget under henvisning til Højesterets bemærkninger i AGF-dommen.

eHuset-dommen (utrykt dom fra Retten i Ballerup af 31. januar 2006). T1 (direktør i eHuset A/S), T2 (direktør i eHuset A/S) og T3 (administrerende direktør i eHuset A/S) blev tiltalt for følgende forhold: (i) overtrædelse af straffelovens § 296, stk. 1, nr. 2, ved 1) at have bevirket, at der blev foretaget urigtige eller vildledende angivelser over for bestyrelsen og generalforsamlingen i eHuset A/S og Københavns Fondsbørs angående årsregnskabet for regnskabsåret 1999/2000, der sluttede den 30/4 2000, samt ved at have bevirket, at der blev foretaget urigtige eller vildledende angivelser over for Erhvervs- og Selskabsstyrelsen i forbindelse med fremsendelse til offentliggørelse af nævnte årsregnskab, 2) at have bevirket, at der blev foretaget urigtige eller vildledende angivelser over for bestyrelsen for eHuset A/S og Københavns Fondsbørs angående halvårsregnskabet for regnskabsperioden, der sluttede den 31/10 2000, og (ii) overtrædelse af VHL § 39, stk. 1, jf. § 34, stk. 3, jf. § 94, stk. 1, 2. pkt., ved 1) ved kursmani-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

pulation at have bevirket, at der blev offentliggjort urigtige og vildledende oplysninger om eHuset A/S, idet eHuset A/S den 13/6 2000 til Københavns Fondsbørs fremsendte årsregnskabsmeddelelse for 1999/2000, i hvilken der var indtægtsført engagementer indeholdende fakturerede varer og tjenesteydelser for kr. 15.415.607, som på regnskabstidspunktet ikke kunne indtægtsføres, eller hvor indtægtsførte beløb manglede indregning af de med salget forbundne omkostninger, 2) ved kursmanipulation at have bevirket, at der blev offentliggjort urigtige og vildledende oplysninger om eHuset, idet eHuset A/S den 13/12 2000 til Københavns Fondsbørs fremsendte halvårsregnskabsmeddelelsen for regnskabsperioden, der sluttede den 31/10 2000, i hvilken der var indtægtsført engagementer indeholdende fakturerede varer og tjenesteydelser for i alt kr. 15.190.691, som på regnskabstidspunktet ikke kunne indtægtsføres.

Som følge af ovenstående forhold kom eHuset A/S' økonomi til at fremstå mere gunstig, end den reelt var. Retten lagde til grund, (i) at der i eHuset blev fejlindregnet indtægter mv. i en størrelsesorden som angivet i anklageskriftet, hvilket betød, at årsregnskabet pr. 30. april 2000 og halvårsregnskabet pr. 31. oktober 2000 indeholdte en urigtig resultatforbedring og en urigtig forøgelse af egenkapitalen svarende til de beløb, der blev urigtigt indtægtsført, dvs. henholdsvis 15.415.607 kr. og 15.190.691 kr., (ii) at der i eHuset foregik forudfakturering, herunder brug af skuffefakturaer op til hel- og halvårsafslutningen med henblik på at overholde budgetterne. Formålet med forudfaktureringerne var således, at de forudfakturerede beløb skulle med i regnskaberne for de perioder, hvori faktureringerne var foregået, (iii) at der i flere af eHusets afdelinger var problemer med at overholde budgetterne i starten af nye regnskabsperioder, fordi der skulle leveres ydelser, der allerede var faktureret og indtægtsført i den forrige regnskabsperiode, (iv) at der ikke i eHuset var en fast periodiseringspraksis med en fastlagt procedure eller et kontrolsystem udarbejdet med henblik på korrekt periodisering. Der blev således ikke i økonomiafdelingen med henblik på periodisering foretaget undersøgelser af, om der forelå underliggende aftaler, eller om der var sket levering. T1, T2 og T3 fandtes skyldig i *overtrædelse af STRFL § 296, stk. 1, nr. 2.*

Under hensyn til omfanget af den urigtige indtægtsføring og dennes betydning for kapital og egenkapital i regnskaberne fandt retten, at *T1, T2* og *T3* havde viden om, at de urigtige regnskaber via frem-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

sendelsen til Københavns Fondsbørs var egnede til at påvirke kursen på aktierne i eHuset. Retten fandt derfor *T1, T2 og T3 skyldig i overtrædelse af forbuddet mod kursmanipulation* i VHL § 39, stk. 1, jf. § 38, stk. 1, nr. 1, (tidligere § 34, stk. 3, nr. 1), selvom T1, T2 og T3 ikke havde indflydelse på formuleringen af fondsbørsmeddelelserne. Eftersom T1, T2 og T3 ikke havde personlig vinding ved lovovertrædelserne, fandtes forholdene ikke at være af særlig grov beskaffenhed i VHL § 94, stk. 1, 2. pkt.'s forstand. Eftersom *T1* havde en mere passiv rolle, fastsattes hans straf til betinget fængsel i 3 mdr. *T2*, der deltog aktivt i lovovertrædelserne, blev straffet med betinget fængsel i 4 mdr. *T3*, der havde den dominerende indflydelse i lovovertrædelserne, blev straffet med betinget fængsel i 6 mdr.

Retten fandt ikke, at der var en nærliggende fare for, at de tiltalte fremover ville misbruge deres beføjelser som stifter af eller direktør eller medlem af bestyrelsen af et selskab med begrænset ansvar, et selskab eller en forening, som kræver særlig offentlig godkendelse, eller en fond, hvorfor der ikke skete rettighedsfrakendelse efter straffelovens § 79, stk. 2, 2. pkt. og stk. 3.

Til § 39, stk. 2: Undtagelse for værdipapirhandleres loyale udførelse af kundeordrer

Undtagelsen i VHL § 39, stk. 2, vedrører værdipapirhandleres sædvanlige handel.

Undtagelsen er indsat af nødvendighed, idet værdipapirhandlere i modsat fald ville være udelukket fra at udføre deres hverv på tilstrækkelig vis. Kendetegnende for såvel den loyale udførelse af kundeordrer som udøvelsen af market-maker funktionen er, at værdipapirhandleren udøver en normal forretningsmæssig adfærd og ikke i denne forbindelse gør brug af intern viden henholdsvis udøver kursmanipulation eller på anden vis medvirker hertil.

En værdipapirhandler vil således ikke kunne ifalde et strafansvar for kursmanipulation, selvom vedkommende har kendskab til eller formodning om, at kunden har foretaget eller vil foretage kursmanipulation. Såfremt værdipapirhandleren vælger loyalt at gennemføre handlen, er vedkommende dog underlagt indberetningspligten efter VHL § 37, stk. 6, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 384.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 39, stk. 3: Undtagelse for stater, centralbanker m.v.
Undtagelsen i VHL § 39, stk. 3, vedrører staters, centralbankers m.v. handel og implementerer dele af Markedsmisbrugsdirektivets art. 7. De undtagne transaktioner betragtes som legitime og nødvendige nationaløkonomiske reguleringsmidler, hvorfor de ikke omfattes af forbuddet mod kursmanipulation.

Til § 39, stk. 4: Undtagelse ved handel efter Safe harbour-forordningen
Undtagelsen i VHL § 39, stk. 4, vedrører juridiske personers handel med egne aktier og stabiliseringshandler efter Safe harbour-forordningen (2273/2003) og implementerer dele af Markedsmisbrugsdirektivets art. 8. Undtagelsen bygger på en anerkendelse af, at der kan være legitime og forretningsmæssige grunde til, at selskaber foretager sådanne handler.

Med hjemmel i art. 8 udstedte Kommissionen den 22. december 2003 Safe harbour-forordningen. Forordningen trådte i kraft ved offentliggørelsen i EF-tidende den 23. december 2003. Forordningen omhandler ligesom direktivets art. 8 ikke blot tilbagekøbsprogrammer, men også kursstabiliseringsprogrammer.

Det er væsentligt, at man ikke kan slutte modsætningsvist fra Safe harbour-forordningen derved, at en handel, der ikke foretages i overensstemmelse hermed, vil udgøre en overtrædelse af forbuddet mod kursmanipulation. Det kan ligeledes ikke antages, at der foreligger en »formodning for overtrædelse«, når der handles udenfor forordningen, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 376 f. og 384. Det er således væsentligt at understrege, at de børsnoterede selskaber fortsat har mulighed for at handle uden for forordningen, blot dette sker under iagttagelse af forbuddet mod kursmanipulation.

§ 39 a **[Alternative markedspladser].** § 34, stk. 2-5, § 35, stk. 1-4, § 36, § 37, stk. 6-10, § 38 og § 39, stk. 1-3, finder tilsvarende anvendelse på handel med værdipapirer optaget til handel på en alternativ markedsplads. Herudover finder Kommissionens Forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter, jf. § 35, stk. 5, og § 39, stk. 4, tilsvarende

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

anvendelse på handel med værdipapirer optaget til handel på en alternativ markedsplads.

Til § 39 a: Reglernes anvendelse på alternative markedspladser

Bestemmelsen i § 39 a er indsat ved lov 604 af 24 juni 2005. Alternative markedspladser er en dansk opfindelse og anses derfor – i modsætning til Københavns Fondsbørs og Dansk Autoriseret Markedsplads – ikke som et reguleret marked i henhold til art. 1, nr. 13, i investeringsservicedirektivet (1993/22/EØF). Det er derfor nødvendigt med denne særlige bestemmelse, der fastlægger, at de væsentligste regler om markedsmisbrug tillige gælder for de kapitalandele, der handles på alternative markedspladser.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

KAPITEL 11

Virksomhed som autoriseret markedsplads

§ 40 **[Autoriseret markedsplads]** Ved virksomhed som autoriseret markedsplads forstås regelmæssig omsætning af værdipapirer, som ikke er noterede på en fondsbørs eller et tilsvarende reguleret marked (unoterede værdipapirer).

Stk. 2. Unoterede værdipapirer kan på en udsteders anmodning optages til handel på en autoriseret markedsplads, såfremt lovens betingelser er opfyldt, de pågældende unoterede værdipapirer er omfattet af den autoriserede markedsplads' formålsbestemmelse, og den autoriserede markedsplads skønner, at handel med disse papirer har offentlig interesse.

Stk. 3. Vedtægterne for en autoriseret markedsplads skal i formålsbestemmelsen indeholde oplysninger om, hvilke typer af unoterede værdipapirer der kan omsættes.

Til § 40, stk. 1: Begrebet autoriseret markedsplads

Autoriserede markedspladser er »regulerede markeder« underlagt den EU-retlige regulering på området, jf. *FT 1995-96, till. A,* s. 2002. Bestemmelsen blev indført med vedtagelsen af selve VHL for at sikre, at markedspladser, der handler med unoterede værdipapirer, kan opnå en autorisation, såfremt den enkelte markedsplads ønsker en sådan.

Stk. 1 blev ændret ved lov 604 af 24. juni 2005, således at det nu fremgår eksplicit, at de værdipapirer, der kan optages til handel på en autoriseret markedsplads, ikke samtidigt kan være optaget til notering på en fondsbørs eller på et tilsvarende reguleret marked. Det bemærkes dog, at der med præciseringen ikke tilsigtedes nogen realitetsændring, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 7088, jf. dog betragtningerne under § 42, stk. 4, vedrørende notering/optagelse til handel af værdipapirer opdelt i væsensforskellige aktieklasser.

Virksomhed som autoriseret markedsplads modsvarer overordnet betragtet børsvirksomhed efter VHL § 16, stk. 1, bortset fra den manglende adgang til at notere eller handle noterede værdipapirer. I stedet

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

for begrebet »notering«, der alene er knyttet til fondsbørser, anvendes begrebet »optaget til handel«. En autoriseret markedsplads er således en virksomhed, der har fået tilladelse til regelmæssig omsætning af unoterede værdipapirer.

Mens fondsbørsbegrebet er et beskyttet begreb med eneret, er markedspladsbegrebet ikke eneretskarakteriseret. Det betyder, at den, der vil drive et marked for unoterede papirer, **ikke behøver at indrette sin virksomhed som en autoriseret markedsplads**. Den, der handler på et OTC-marked, som ikke har status af autoriseret markedsplads, er dermed alene beskyttet af VHL's almindelige forskrifter, herunder særligt kravet om iagttagelse af god værdipapirhandelsskik, og ligeledes forskrifterne om Finanstilsynets vidtrækkende tilsynsbeføjelser, men ikke beskyttet af de særlige forskrifter om autoriserede markedspladser.

I Danmark er Dansk Autoriseret Markedsplads (DAMP) og Københavns Fondsbørs' XtraMarkedet de eneste dansk domicilerede autoriserede markedspladser.

Mange af de udenlandske »børser« er ved nærmere eftersyn ikke fondsbørser, men alternative markedspladser underlagt hjemlandets regler for sådanne markeder. Dette gælder fx den amerikanske *Nasdaq* og London Stock Exchanges AIM.

Til § 40, stk. 2: Optagelse af unoterede papirer til handel på en AMP

Det er op til den enkelte autoriserede markedsplads at afgøre, om den på udstederens **anmodning** ønsker at optage unoterede værdipapirer til handel, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2002.

En betingelse for, at værdipapirerne kan optages til handel er, at udstederen iagttager reglerne i Værdipapirhandelsloven, herunder kapitel 6 med dertilhørende prospektbekendtgørelse vedrørende første offentlige udbud af værdipapirer over 2,5 mio. euro, kapitel 8 om overtagelsestilbud, kapitel 10 om markedsmisbrug, samt storaktionærflagningspligten efter VHL § 29.

Den autoriserede markedsplads skal ligesom en fondsbørs have en formålsbestemmelse i sine vedtægter, der fastsætter, hvilke værdipapirer der kan handles.

Det er en betingelse for optagelse til handel på en autoriseret markedsplads, at den autoriserede markedsplads skønner, at handel med de pågældende værdipapirer har **offentlig interesse**. Kravet om of-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

fentlig interesse synes at savne praktisk relevans. En autoriseret markedsplads vil næppe optage en udsteders værdipapirer til handel, hvis ikke det havde offentlighedens interesse, ligesom der ikke synes at være vægtige grunde for udstederen til at lade dets værdipapirer optage til omsætning, hvis ikke offentligheden har interesse heri. Se for samme synspunkt, *Jesper Lau Hansen*: Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005,bind 2, 2. udg., s. 403. En forklaring herpå skal formentligt søges i, at reglerne formentligt er kopieret fra de tilsvarende bestemmelser om fondsbørser.

Til § 40, stk. 3: AMP'ens vedtægter skal angive værdipapirtyperne

Det skal af vedtægterne for en autoriseret markedsplads fremgå, **hvilke typer af unoterede værdipapirer** der kan omsættes på denne markedsplads, jf. VHL § 40, stk. 3. Forholdet skal således være omtalt i formålsbestemmelsen. Overtrædelse af stk. 3 straffes med bøde, jf. VHL § 93, stk. 1, 1. pkt.

§ 40 a **[Accessorisk virksomhed]** En autoriseret markedsplads kan drive anden virksomhed, der er accessorisk til virksomhed som autoriseret markedsplads, herunder som alternativ markedsplads. Finanstilsynet kan beslutte, at den accessoriske virksomhed skal udøves i et andet selskab.

Stk. 2. Hvis en autoriseret markedsplads tillige driver virksomhed som alternativ markedsplads, finder bestemmelserne i kapitel 11 a anvendelse på selskabets virksomhed.

Til § 40 a, stk. 1: Accessorisk virksomhed

VHL § 40 a blev indsat ved lov 604 af 24. juni 2005, således at der gives de autoriserede markedspladser mulighed for at drive accessorisk virksomhed i samme omfang, som VHL giver fondsbørser mulighed for.

Efter bestemmelsen har den autoriserede markedsplads mulighed for dels at indgå aftaler med andre autoriserede markedspladser, dels mulighed for at drive virksomhed som alternativ markedsplads. Baggrunden for, at der ikke er givet de autoriserede markedspladser mulighed for at drive virksomhed som fondsbørs, clearingcentral og værdipapircentral som accessorisk virksomhed, er, at kapitalkravet til disse typer virksomheder er væsentligt højere (40 mio. kr.) end kapi-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

talkravet til autoriserede markedspladser og alternative markedspladser, hvor kapitalkravet blot er 8 mio. kr., jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 23.

Til § 40 a, stk. 2: Virksomhed som alternativ markedsplads

Den autoriserede markedsplads skal opfylde reglerne i VHL 11 a om alternative markedspladser, hvis den driver virksomhed som alternativ markedsplads. Dette svarer til VHL § 17, stk. 4, i relation til fondsbørser, der tillige driver virksomhed som autoriseret markedsplads.

§ 41 **[Bestyrelsens ansvar]** Bestyrelsen for en autoriseret markedsplads er ansvarlig for, at markedspladsens virksomhed foregår på en hensigtsmæssig og betryggende måde.

Stk. 2. Det påhviler den enkelte autoriserede markedsplads

1) at sørge for, at de nødvendige værdipapirhandelssystemer og informationssystemer er til rådighed,

2) at virke for, at handel finder sted på en måde, der sikrer, at handelen foregår på en redelig og gennemskuelig måde og inden for lovgivningens rammer sikrer alle berørte en ligelig behandling, og

3) at påse, at udstedere og medlemmer af den autoriserede markedsplads overholder reglerne efter stk. 3.

Stk. 3. En autoriseret markedsplads skal fastsætte

1) regler for optagelse af værdipapirer til handel på markedspladsen samt supplerende regler om udstederes og aktionærers oplysningsforpligtelser,

2) regler om vilkårene for at være medlem af markedspladsen og

3) regler for indberetning af handel til løbende markedsovervågnings- og informationsformål.

Stk. 4. Hvis et medlem af den autoriserede markedsplads groft eller gentagne gange tilsidesætter vilkårene for at være medlem af markedspladsen, jf. stk. 3, nr. 2, kan den autoriserede markedsplads ophæve medlemskabet.

Til § 41, stk. 1: Virksomheden skal foregå på betryggende måde

Bestemmelsen fastslår, at det overordnede ansvar for, at en autoriseret markedsplads fungerer hensigtsmæssigt og betryggende er henlagt til bestyrelsen for den autoriserede markedsplads, jf. *FT 1994-95, till. A*, s. 2002.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bestemmelsen fastslår udgangspunktet fra selskabsretten om, at det er bestyrelsen, der er ansvarlig for selskabets drift.

I henhold til VHL § 8, stk. 2, skal den autoriserede markedsplads organisere sig som et aktieselskab og i øvrigt opfylde de betingelser, der knytter sig til såkaldt § 7-virksomhed.

Det er ikke eksplicit nævnt, at den autoriserede markedsplads skal opfylde det generelle krav om redelighed i VHL § 3, stk.1, men da dette krav gælder enhver værdipapirhandel, gælder det også ved handel på autoriserede markedspladser, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2002.

Til § 41, stk. 2: Nærmere krav til systemer, virksomhed mv.

Af § 41, stk. 2, følger, at den autoriserede markedsplads skal opfylde de samme krav til virksomheden som fondsbørser, jf. VHL § 18, stk.2.

Det er ifølge VHL § 41, stk. 2, nr. 1, op til den enkelte bestyrelse at træffe afgørelse om, hvorvidt den autoriserede markedsplads selv ønsker at drive de nødvendige værdipapirhandels- og informationssystemer, eller om markedspladsen f.eks. af økonomiske og praktiske grunde i stedet ønsker at trække på et allerede eksisterende informations- og handelssystem, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2002. Sidstnævnte vil kunne være en praktisk løsning, og benyttes da også af XtraMarkedet under Københavns Fondsbørs.

Til § 41, stk. 3: Regelsæt for en AMP

Det er den enkelte autoriserede markedsplads, der fastsætter bestemmelser om de pligter, der påhviler udstedere af værdipapirer i forbindelse med optagelse til handel på markedspladsen.

Reglerne om optagelse til handel på en autoriseret markedsplads modsvarer reglerne for notering på en fondsbørs. I modsætning til, hvad der gælder for fondsbørser, er disse ikke direktivstyrede, og den enkelte markedsplads har formentligt et forholdsvist frit skøn for indretningen af disse regler. Optagelse til handel på en autoriseret markedsplads forudsætter dog offentliggørelse af et prospekt, som skal udarbejdes efter reglerne i VHL kapitel 6. Reguleringen er i denne situation fælles for fondsbørser og de autoriserede markedspladser, idet begge som »regulerede markeder« er underlagt Prospektdirektivets bestemmelser.

Ligesom adgangen til en fondsbørs er betinget af medlemskab af fondsbørsen, jf. VHL § 20 om fondsbørsmedlemmer, kan der ske optagelse som **medlem af en autoriseret markedsplads**. Objektive

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

regler herom skal fremgå af den pågældende markedsplads' individuelle regelsæt. Der er ikke samme begrænsninger i kredsen af mulige medlemmer; specielt bemærkes, at man ikke behøver være værdipapirhandler for at blive medlem af en autoriseret markedsplads. Blot eksempelvis kan institutionelle investorer, erhvervsdrivende mv. opnå medlemskab.

Der skal i overensstemmelse med § 41, stk. 3, nr. 2, af den autoriserede markedsplads være fastsat **nærmere regler for** (1) optagelse af værdipapirer til handel på markedspladsen, (2) supplerende regler om udstederes og aktionærers oplysningsforpligtelser, (3) vilkårene for medlemskab af markedspladsen og (4) regler for indberetning af handler med henblik på løbende markedsovervågning og information, jf. VHL § 41, stk. 3. Sådanne regler må normalt formodes at være inspireret af reglerne for fondsbørser, om end med de foran nævnte forskelle med hensyn til muligheden for medlemskab. Som konsekvens af lov 1640 af 22. december 2004 blev den generelle oplysningsforpligtelse i VHL § 27 udstrakt til også at gælde for autoriserede markedspladser, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 360.

For så vidt angår medlemskab af den autoriserede markedsplads, er der ikke begrænsninger i deltagerkredsen, der udover værdipapirhandlere tillige kan optage institutionelle investorer og erhvervsdrivende som handelsberettigede. Det er dog kun værdipapirhandlere (og Nationalbanken og Finansstyrelsen), der må rette henvendelse til offentligheden (typisk af Finanstilsynet forstået som mere end 8-10 investorer), jf. FVL § 9, stk. 3.

Til § 41, stk. 4: Ophævelse af medlemskab af en AMP

Bestemmelsen indebærer i overensstemmelse med almindelig foreningsret, at såfremt et medlem ikke overholder vilkårene for medlemskab, kan bestyrelsen af den autoriserede markedsplads dermed ophæve medlemskabet, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 53.

§ 42 **[Unoterede værdipapirer]** En autoriseret markedsplads kan bestemme, at et unoteret værdipapir ikke længere skal handles på markedspladsen, såfremt denne finder, at det unoterede værdipapir ikke længere er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse.

Stk. 2. Mister en udsteder rådigheden over sit bo, kan dennes værdipapirer ikke længere handles.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 3. Fremsætter en udsteder, hvis unoterede værdipapirer handles på markedspladsen, anmodning om, at handelen skal ophøre, skal anmodningen tages til følge, medmindre den autoriserede markedsplads finder, at ophøret ikke er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse.

Stk. 4. Handelen med et unoteret værdipapir skal ophøre senest samtidig med, at værdipapiret optages til notering på en fondsbørs.

Stk. 5. Den autoriserede markedsplads skal fastsætte regler om de nærmere betingelser for ophør af handel med unoterede værdipapirer.

Til § 42, stk. 1- 3: Sletning af et papir

I bestemmelsens stk. 1-3 er angivet under hvilke betingelser handel med et unoteret værdipapir på en autoriseret markedsplads kan ophøre.

Til § 42, stk. 4: Sletning pga. papirets børsnotering

Et papir kan ikke både være børsnoteret og optaget til notering på en autoriseret markedsplads, jf. også § 40, stk. 1. **Hvis papiret bliver børsnoteret**, skal det derfor fjernes fra markedspladsen, jf. VHL § 42, stk. 4. Det er derimod principielt ikke udelukket, at ét og samme udstedende selskab kan have flere aktieklasser, hvoraf én er noteret på en fondsbørs, mens en anden klasse omsættes på en autoriseret markedsplads. Dette må imidlertid forudsætte, at aktieklasserne adskiller sig væsentligt indbyrdes, fx med hensyn til udbytte, stemmeret, stykstørrelse e.l., idet parallelnotering på en fondsbørs og en autoriseret markedsplads af reelt identiske aktier ikke er mulig, jf. *Fondsrådets årsberetning 1999*, pkt. 2.3, og *FT 2004-05, till. A*, s. 7088.

Til § 42, stk. 5: Nærmere regler om sletning

Både DAMP og XtraMarkedets bestemmelser herom i deres respektive regelsæt er stort set enslydende med § 42, stk. 2-4.

§ 42 a **[Finanstilsynet]** De beføjelser, der er tillagt en autoriseret markedsplads efter bestemmelserne i § 40, stk. 2, og § 42, udøves af Finanstilsynet, når en dansk eller udenlandsk autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked eller en alternativ markedsplads ansøger om optagelse til handel af sine værdipapirer på en autoriseret markedsplads.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 42 a: AMP'ens beføjelser overgår til Finanstilsynet, hvis en AMP eller alternativ markedsplads vil AMP-optages

Bestemmelsen blev indsat ved lov 427 af 6. juni 2002 som konsekvens af, at lovgiver fandt, at den internationale udvikling på værdipapirmarkedet havde nødvendiggjort, at tilsynet med de regulerede markeder og udstedertilsynet af principielle årsager skulle placeres i offentligt regi for at sikre den fortsatte tillid til værdipapirmarkedet, jf. *FT 2002-03 till. A*, s. 4789. Således blev kompetencen med denne lovændring flyttet til Fondsrådet. Ved lov 604 af 24. juni 2005 blev kompetencen flyttet til fra Fondsrådet til Finanstilsynet.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 11 a

Virksomhed som alternativ markedsplads

§ 42 b **[Alternativ markedsplads]** Ved virksomhed som alternativ markedsplads forstås regelmæssig omsætning af værdipapirer, som ikke er noterede på en fondsbørs eller et tilsvarende reguleret marked (unoterede værdipapirer).

Stk. 2. Unoterede værdipapirer kan på en udsteders anmodning optages til handel på en alternativ markedsplads, såfremt lovens betingelser er opfyldt, de pågældende unoterede værdipapirer er omfattet af den alternative markedsplads' formålsbestemmelse, og den alternative markedsplads skønner, at handel med disse papirer har offentlig interesse.

Stk. 3. Vedtægterne for en alternativ markedsplads skal i formålsbestemmelsen indeholde oplysninger om, hvilke typer af unoterede værdipapirer der kan omsættes.

Til § 42 b, stk. 1: Begrebet alternativ markedsplads

Ved lov 604 af 24. juni 2005 blev kapitel 11 a indført i VHL med ikrafttræden 26. juni 2005, se herom *Charlotte Frederikke Malmqvist* og *Dan Moalem,* Regulering af alternative markedspladser i Danmark, Finans/Invest 2006, nr. 3, s. 19 ff. Herved indførtes mulighed for at danske små- og mellemstore virksomheder kan rejse kapital via det (nationalt) regulerede kapitalmarked, selvom sådanne virksomheder ikke nødvendigvis måtte være parate til en egentlig notering af eller handel med deres værdipapirer på en reguleret markedsplads – formentligt i praksis primært en fondsbørs.

Udbud på en alternativ markedsplads er ikke et udbud til offentligheden via et reguleret marked som eksempelvis fondsbørser og autoriserede markedspladser, jf. VHL kapitel 4 og 11. Der er derimod tale om en art udbud til offentligheden på vilkår, som kendes fra den almindelige danske aktieselskabsret tilsat kapitalmarkedsretlige elementer fra regulerede markedspladser.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Lovgivers intentioner med reguleringen af alternative markedspladser har været at skabe en markedsplads, hvor udstederne underlægges få administrative byrder samtidigt med, at fundamentale investorbeskyttelsesregler fra de regulerede markedspladser opretholdes, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 7075.

En alternativ markedsplads er primært nationalt reguleret, idet prospektkravene dog følger af EU's totalharmoniserende prospektdirektiv medmindre, der er tale om udbud under 100.000. euro. Det er ligeledes tvivlsomt, om alternative markedspladser kan friholdes fra MiFIDs bestemmelser om alternative handelssystemer, jf. i samme retning *Jesper Lau Hansen*, VHL med kommentarer, 2005, bind 2, 2. udg., s. 412. Sådanne alternative handelssystemer er reguleret efter VHL § 16, stk. 2 og bkg. 986 af 4. oktober 2004. Forarbejderne sondrer mellem alternative handelssystemer og alternative markedspladser, men bemærker også, at lov 604 af 24. juni 2005 ikke foregriber implementeringen af MiFID, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 7076. Det må således forventes, at reguleringen af alternative markedspladser omfattes af MiFID.

Som nævnt er det intentionen, at alternative markedspladser underlægges en smidigere og mindre administrations- og omkostningstung regulering end de regulerede markedspladser. Af samme årsag er de alternative markedspladser ikke omfattet af flere af VHL's bestemmelser.

Der stilles således ikke krav om indberetning af handler i aktier handlet på en alternativ markedsplads, jf. VHL kapitel 9, ligesom VHL kapitel 7 om udstederes og aktionærers oplysningspligt i det væsentligste ikke omfatter alternative markedspladser. Endelig er de alternative markedspladser ikke omfattet af regler om insideres handel med udstederens værdipapirer m.v., jf. VHL § 37, stk. 1-5.

I stedet er det forudsat i bemærkningerne til lovforslaget, at de alternative markedspladser i høj grad selv fastlægger en regulering på privatretligt grundlag, der sikrer den fornødne tillid til markedspladsen. Således henviser VHL § 42 d til §§ 41 og 42, der for de autoriserede markedspladsers vedkommende blandt andet bestemmer, at den autoriserede markedsplads skal fastsætte regler for optagelse af værdipapirer til handel på markedspladsen samt supplerende regler om udstederes og aktionærers oplysningsforpligtelser, jf. VHL § 41, stk. 3, nr. 1.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

De steder i VHL, hvor de eksisterende bestemmelser skal finde anvendelse på de alternative markedspladser, er der rent lovteknisk lavet en tilføjelse til bestemmelsen, der konstaterer, at den ligeledes skal finde anvendelse på de alternative markedspladser.

Derudover er kapitel 11 a bygget op på samme måde som kapitel 11 vedrørende virksomhed som autoriseret markedsplads.

Den alternative markedsplads skal som en såkaldt »§ 7-virksomhed« opfylde VHL's generelle krav om blandt andet (i) tilladelse, jf. § 8, stk. 1, (ii) krav om aktiekapital på mindst kr. 8 mio., jf. § 8, stk. 2, nr. 2, (iii) krav om ledelse på mindst 5 personer, jf. 12, stk. 1, (iv) mindstekrav til forretningsordenens indhold i selskaber med børsnoterede værdipapirer, jf. § 12, stk. 2 og, (v) aflæggelse af regnskab, jf. § 14, stk. 1-3.

I VHL § 17 er fastsat, at såfremt en fondsbørs tillige driver virksomhed som alternativ markedsplads, skal den opfylde betingelserne i VHL kapitel 11 a, jf. herom nedenfor. Dette må anses for uproblematisk og medfører velsagtens alene et forøget oplysningskrav overfor Københavns Fondsbørs' medlemmer, således forskellene mellem de to markedspladser tydeliggøres.

Københavns Fondsbørs A/S har etableret en alternativ markedsplads – First North.

First North, der er den første danske alternative markedsplads, har i sit regelsæt (»Regelsættet«) pkt. 2 fastsat regler om virksomhedsbeskrivelse ved ansøgning om aktiers optagelse til handel. Virksomhedsbeskrivelsen skal tjene som en art miniprospekt og skal ses i lyset af ønsket om en mindre administration for virksomheder med aktier optaget til handel på en alternativ markedsplads. Der er til Regelsættet knyttet et skema C, som skal anvendes ved beskrivelsen. Som konsekvens af prospektbekendtgørelserne vil denne virksomhedsbeskrivelses realistiske anvendelse formentligt være begrænset til (i) udbud under 100.000 euro, og (ii) udbud omfattet af de særlige undtagelsestilfælde i de to prospektbekendtgørelser. Det er imidlertid næppe foreneligt med ønsket om mindre regulering at pålægge en forpligtelse til at udarbejde en virksomhedsbeskrivelse i tilfælde, hvor prospektbekendtgørelserne ikke finder anvendelse. Derfor må det forventes, at den praktiske anvendelse af virksomhedsbeskrivelsen bliver ganske sparsom.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Regelsættets pkt. 2.2. opstiller visse krav til indholdet af virksomhedsbeskrivelsen, herunder om selskabet og de aktier, der skal optages til handel. Oplysningerne vedrører blandt andet:

- beskrivelse af selskabet,
- ejerforhold, ledelse og disses væsentligste erhverv,
- seneste resultater, aktiver og passiver m.v.,
- årsrapporter for de seneste to år,
- eventuelle aktieaflønningsprogrammer, ekstraordinære bonusordninger m.v.,
- eventuelle transaktioner mellem nærtstående,
- omkostninger ved udbud af aktier,
- finanskalender for det første år, samt
- oplysning om, hvem der er Godkendt Rådgiver, og hvilke eventuelle handelsformidlere der er tilknyttet selskabet.

Der stilles desuden krav om oplysninger angående den beslutning, der ligger til grund for udstedelsen af de nye aktier og anvendelse af provenu, emissionens størrelse, rettigheder knyttet til aktierne, tidsplan for udbuddet, at de nye aktier er omsætningspapirer og eventuelle indskrænkninger i den frie omsættelighed, fordeling m.v. Derudover skal selskabet give oplysninger vedrørende forløbet af selve aktieudbuddet. Disse krav er indholdsmæssigt identiske med kravene i Noteringsforpligtelserne Del II, afsnit 2, § 4 vedrørende meddelelse, når der ikke udarbejdes prospekt.

Selskabets bestyrelse og direktion skal i henhold til Regelsættet skema C afgive erklæring om virksomhedsbeskrivelsens rigtighed. Ledelsen skal således erklære, at virksomhedsbeskrivelsen, ledelsen bekendt, ikke er behæftet med udeladelser, der vil kunne forvanske det billede, som virksomhedsbeskrivelsen skal give.

Virksomhedsbeskrivelsen har til hensigt at give en investor en mindre detaljeret beskrivelse af virksomheden og de udbudte aktier end det, der normalt kendes fra prospekter. Det er dog ikke ensbetydende med, at en virksomhedsbeskrivelse skal være mindre korrekt end eksempelvis et prospekt. Udgangspunktet for virksomhedsbeskrivelser og prospekter er det samme, nemlig at de oplysninger, der faktisk er indeholdt i dokumentet, skal være korrekte og fuldstændige, jf. *UfR 2002.2067 H*, hvori dette princip også fastlås. Forskellen på et prospekt og en virksomhedsbeskrivelse er alene dybden af informationsniveauet ikke korrektheden af informationerne. Erklæringen fra sel-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

skabets ledelse er således også indholdsmæssigt identisk med formuleringen i Noteringsforpligtelserne Del II, afsnit 2, § 13.

Det bemærkes imidlertid, at der ikke i Regelsættet stilles krav om erklæringer fra selskabets revisor eller finansielle formidler. Sådanne krav findes heller ikke i Udbudsbkg. kapitel 3. I den forbindelse er det væsentligt at holde fast i, at udbud på alternative markedspladser minder om såkaldte *private placements*. Sådanne reguleres – når der bortses fra Udbudsbekendtgørelsen – primært af AL's bestemmelser. Således gælder bestemmelserne i AL, jf. AL § 29, stk. 2, nr. 3 om revisors erklæring, hvorved de almindelige hensyn til bestående og kommende aktionærer og udsteders kreditorer varetages på betryggende vis. Der er således ikke fra First Norths side fundet anledning til at stille yderligere krav til revisor, hvilket synes konsekvent henset til, at alternative markedspladser er placeret i feltet mellem kapitalmarkedsretten og de særlige hensyn, der knytter sig hertil, og den almindelige aktieselskabsret.

Offentliggørelse af en godkendt virksomhedsbeskrivelse skal ifølge First Norths regelsæt pkt. 2.4 ske via StockWise, Københavns Fondsbørs elektroniske system, senest samtidig med anden offentliggørelse og senest kl. 12.00 før første handelsdag. At offentliggørelsen skal ske senest samtidigt med anden offentliggørelse følger af det værdipapirhandelsretlige samtidighedskrav, der udspringer af princippet om ligelig behandling, jf. VHL § 18, stk. 2, nr. 2, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 1992.

Ved vedtagelsen af Ændringsloven implementeres som anført ovenfor EU's Overtagelsesdirektiv. Alternative markedspladser er ikke omfattet af overtagelsesdirektivet. Fra dansk side er det dog besluttet med gennemførelsen af Ændringsloven, at anvendelsesområdet for VHL § 31, stk. 1, også skal omfatte alternative markedspladser, fordi de alternative markedspladser ikke selv har mulighed for via tilslutningsaftaler at forpligte andre end udstedere og handelsberettigede. Desuden er lovregulering nødvendig, såfremt overtrædelser skal kunne strafsanktioneres.

VHL § 28 c implementerer overtagelsesdirektivets art. 6, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 7084. Herefter skal tilbudsgivers beslutning om at fremsætte et overtagelsestilbud fremsættes straks, hvilket i VHL er formuleret som »hurtigst muligt« i overensstemmelse med terminologien i § 27, stk. 1, hvorefter der ikke må gå et længere tidsrum mellem den begivenhed, der udløser offentliggørelsespligten og offentliggø-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

relsen af informationen, end hvad der er nødvendigt for, at selskabet kan foretage en forsvarlig vurdering, om oplysningerne om den relevante begivenhed udgør intern viden, der skal offentliggøres. Der må efter § 27, stk. 1, ikke gå et længere tidsrum mellem den begivenhed, der udløser offentliggørelsespligten og offentliggørelsen af informationen, end hvad der er nødvendigt for, at selskabet kan foretage en forsvarlig vurdering, om oplysningerne om den relevante begivenhed udgør intern viden, der skal offentliggøres. I relation til offentliggørelse efter § 28 c må der dog antages at være tale om en kort tidsmæssig udstrækning, idet der efter denne bestemmelse alene er tale om, at der er truffet en beslutning om fremsættelse af tilbud efter VHL kapitel 8, jf. *FT 2004-2005, till. A*, s. 7084.

Som en anden væsentlig materiel ændring som følge af overtagelsesdirektivets implementering kan nævnes VHL § 31, stk. 2. I det oprindelige lovforslag var bestemmelsen formuleret således, at det blot var minoritetsaktionærer, der skulle fremsættes tilbud overfor, men i ændringsforslaget blev det præciseret, at et frivilligt tilbud omfattet af § 31, stk. 2, skal fremsættes til samtlige af målselskabets aktionærer og ikke blot til selskabets minoritetsaktionærer. Med Ændringsloven er der imidlertid indsat en bestemmelse, hvorefter § 31, stk. 1, der fastlægger pligten til at fremsætte overtagelsestilbud, ikke finder anvendelse, såfremt overdragelsen er resultatet af et frivilligt tilbud til samtlige aktionærer om at overdrage deres aktier, og dette tilbud opfylder betingelserne i § 32, stk. 1.

De alternative markedspladser skal selv fastsætte bestemmelser om, hvilke pligter, der påhviler udstedere af værdipapirer i forbindelse med optagelse til handel på markedspladsen. Således er de alternative markedspladser ikke omfattet af VHL regulering af oplysningspligt i kapitel 7, men i stedet omfattet af § 41, jf. § 42 d – dvs. reglerne, der gælder for de mindre regulerede autoriserede markedspladser.

First North har i Regelsættet pkt. 3 fastlagt regler vedrørende oplysningsforpligtelser. Disse oplysningsforpligtelser er i det væsentlige indholdsmæssigt identiske med forpligtelserne, der gælder i Noteringsforpligtelserne. Regelsættets bestemmelser er dog mindre detaljeret, men der kan formentligt hentes inspiration til forståelsen af bestemmelserne i de af Københavns Fondsbørs A/S tilknyttede bemærkninger til Noteringsforpligtelserne. Oplysningsforpligtelserne i Regelsættet relaterer sig til følgende forhold:

- ligelig behandling,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

- kontinuerlig oplysningsforpligtelse om forhold, der kan have væsentlig betydning for vurderingen af selskabets situation,
- aflønningsprogrammer,
- handel på anden markedsplads,
- ændring af kapitalforhold eller forslag hertil,
- ændring i ledelse eller rådgivere,
- nyt udbud af nye aktier,
- meddelelse om et udbuds forkøb, herunder eventuel fuldtegning eller garanti,
- periodeoplysninger,
- årsrapport og offentliggørelse af denne,
- afholdelse af generalforsamling,
- offentliggørelses sprog,
- offentliggørelse via StockWise og
- tilgængelighed af offentliggjorte meddelelser.

Ovenstående forhold gennemgås – om end ikke kronologisk – i det følgende:

Princippet om ligelig behandling er knæsat i VHL § 18, stk. 2, nr. 2, og Noteringsforpligtelserne Del II, afsnit 3, § 4. I Noteringsforpligtelserne er anvendt terminologien »oplysninger, der kan få væsentlig betydning for kursdannelsen«. I Regelsættet pkt. 3.1 er anvendt udtrykket »væsentlig betydning for selskabets finansielle og økonomiske status«. Til trods for at der er anvendt to forskellige formuleringer, må det være sådan, at der ikke er nogen indholdsmæssig forskel på de to forpligtelser. Dette fordi den finansielle og økonomiske status, og forventningerne til udviklingen hertil, må antages at have afgørende betydning for kursdannelsen på en given aktie.

Den løbende oplysningsforpligtelse er indeholdt i Regelsættet pkt. 3.2. Bestemmelsen indebærer, at selskaberne *hurtigst muligt* offentliggør information, såfremt denne information kan antages at få væsentlig betydning for vurderingen af selskabets finansielle og økonomiske status. Såfremt der sker betydelige ændringer til tidligere offentliggjort information, skal dette offentliggøres umiddelbart efter, at disse ændringer er indtrådt. Tidskravet er identisk med den kontinuerlige oplysningsforpligtelse i VHL § 27. Der må derfor ikke gå et længere tidsrum mellem den begivenhed, der udløser offentliggørelsespligten og offentliggørelsen af informationen, end hvad der er nødvendigt for at kunne foretage en forsvarlig vurdering af, om oplysningerne kan

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

antages at få væsentlig betydning for vurderingen af selskabets økonomiske og finansielle status.

Det må antages, at der er en direkte sammenhæng mellem de situationer, der har betydning for kursdannelsen og information, der har væsentlig betydning for vurdering af et selskabs finansielle og økonomiske status. At der ikke er et sprogligt sammenfald skal derfor heller ikke i denne sammenhæng tillægges den store betydning. Endvidere er opremsningen i Regelsættet pkt. 3.2. vedrørende de tilfælde, der kan udgøre information, der skal offentliggøres, i det væsentligste sammenfaldende med kommentaren til Noteringsforpligtelserne § 16.

Beslutninger om indførelse af aktiebaserede aflønningsprogrammer, ekstraordinære bonusordninger og lignende, herunder markedsværdien af disse, skal offentliggøres i henhold til Regelsættet pkt. 3.3. Denne bestemmelse stemmer overens med Noteringsforpligtelserne Del II, afsnit 3, § 19. I Noteringsforpligtelserne er imidlertid indeholdt en opremsning af de oplysninger, som meddelelsen skal indeholde. Samme liste har ikke fundet vej til Regelsættet. Det må dog antages, at udstederne på First North kan søge inspiration i denne liste mhp. at sikre overholdelse af oplysningspligten.

Til brug for opfyldelsen af periodeoplysningsforpligtelserne skal Regelsættet skema D anvendes, om end selve skemaet ikke nødvendigvis skal anvendes ved opfyldelsen af oplysningsforpligtelserne. Periodeoplysninger skal gives for regnskabsårets tre første kvartaler, hvori udviklingen i det enkelte kvartal beskrives. I beskrivelsen inkluderes eventuelle regnskabstal. Offentliggørelsen af periodeoplysningerne skal ske senest to måneder efter kvartalets udløb.

Skema D indeholder krav til opstilling af hovedtal, beskrivelse af bestyrelsesbeslutninger, forklaring vedrørende egenkapitalen, selskabets aktiebesiddelser i selskabet, bestyrelsens og direktionens direkte og indirekte aktiebesiddelser i selskabet, Godkendt Rådgivers og dennes relevante medarbejderes samlede direkte og indirekte aktiebesiddelser i selskabet samt valgfrit beskrivelse af fremtidsudsigter. Som det fremgår af opremsningen, indeholder skemaet således flere af de ovenfor nævnte punkter. De oplysningskrav, der stilles i skemaet, og som overlapper dem, der er opremset i pkt. 3, vil således kunne efterkommes ved, at skemaet indsendes som påkrævet, dvs. hver tredje måned.

Periodeoplysningerne modsvarer Noteringsforpligtelserne Del II, afsnit 3, §§ 24 og 25 vedrørende finanskalender og delårsrapport. Bestemmelserne er imidlertid væsensforskellige, idet pkt. 3.9 i Regel-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

sættet i høj grad lægger op til en smidig opfyldelse af forpligtelsen ved, at skema D skal anvendes. Desuden er informationskravet i Regelsættet også mere beskedent. Der er blandt andet ikke krav om beskrivelse af forventet udvikling, som tilfældet er for børsnoterede selskaber for så vidt angår delårsrapporter og årsrapporter, jf. Noteringsforpligtelserne Del II, afsnit 3, § 30.

For så vidt angår indsendelse af årsrapport samt oplysninger herom, jf. Regelsættet pkt. 3.10, skal Regelsættets skema E vedlægges i udfyldt stand.

Selskabet skal umiddelbart efter afholdelsen af det bestyrelsesmøde, hvor årsrapporten behandles og senest 8 dage før generalforsamlingen offentliggøre årsrapporten og det udfyldte skema. Under alle omstændigheder skal offentliggørelse ske tre måneder efter regnskabsårets afslutning.

Bestemmelserne i Noteringsforpligtelserne Del II, afsnit 3, §§ 27 og 28 indeholder oplysningskrav, der afviger herfra i betydelig grad. For eksempel er der for koncernselskaber krav om aflæggelse af årsrapporten i overensstemmelse med den regnskabsmæssige IFRS standard, hvorimod der for de alternative markedspladsers vedkommende alene er krav om overholdelse af almindelige lovgivningsmæssige krav og standarder.

Senest ved indkaldelse til generalforsamlinger skal dagsorden med samtlige forslag offentliggøres. Årsagen til indkaldelsen skal i så fald angives, jf. Regelsættets pkt. 3.11. Der skal endvidere umiddelbart efter generalforsamlingens afholdelse offentliggøres en meddelelse om forløbet heraf indeholdende meddelelse om trufne beslutninger. Hvis generalforsamlingen afstedkommer væsentlige oplysninger, som ikke i forvejen er offentliggjort, skal disse imidlertid hurtigst muligt offentliggøres.

Regelsættet pkt. 3.11 er i sit indhold overensstemmende med Noteringsforpligtelserne Del II, afsnit 3, §§ 33 og 34. Der er imidlertid til Noteringsforpligtelserne knyttet en kommentar til den situation, hvor selskabet måtte være vidende om, at der på generalforsamlingen vil fremkomme oplysninger af betydning for kursdannelsen. I så fald skal selskabet offentliggøre de kurssensitive oplysninger senest samtidigt med generalforsamlingens begyndelse. Samme krav er ikke indeholdt i Regelsættet, men det må antages, at den løbende oplysningsforpligtelse i Regelsættet pkt. 3.2 må føre til det samme resultat.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Selskabernes offentliggørelse af meddelelser skal ske på enten dansk eller engelsk, jf. Regelsættet pkt. 3.12.

I Noteringsforpligtelserne Del II, afsnit 3, § 10 findes ligeledes krav vedrørende sprogkrav i forbindelse med offentliggørelse, om end udenlandske selskaber kan vælge at offentliggøre på dansk, svensk, norsk eller engelsk, hvilket ikke er tilfældet for aktier optaget til handel på First North.

Offentliggørelse skal ifølge Regelsættet ske via StockWise senest samtidig med anden offentliggørelse, jf. Regelsættet pkt. 3.13. Selskabets seneste to års meddelelser, der er offentliggjort via First North, skal i øvrigt til enhver tid være tilgængelige på selskabets hjemmeside, jf. Regelsættet pkt. 3.14.

Aktier optaget til handel på First North kan ikke handles på andre markedspladser. Derfor skal et selskab med aktier optaget til handel First North oplyse, hvis det søger sine aktier optaget på en anden markedsplads, jf. Regelsættet pkt. 3.4. Oplysningskravet (naturligvis ikke forbuddet mod optagelse til handel på andre børser) er ligeledes indeholdt i Noteringsforpligtelserne Del II, afsnit 3, § 23, stk. 1, 1. pkt. Noteringsforpligtelserne indeholder dog tillige bestemmelser i stk. 2-4, der angår selskabets oplysningsforpligtelse overfor Københavns Fondsbørs, hvis selskabet bliver bekendt med, at dets værdipapirer noteres og handles på et andet marked, samt oplysningsforpligtelsen hvis et selskabs værdipapirer er optaget til notering såvel på Københavns Fondsbørs som på udenlandske børser.

Ændring af kapitalforhold eller forslag hertil samt ændring af ledelse eller rådgivere kræver offentliggørelse, jf. Regelsættet pkt. 3.5, hvilket svarer til de mere detaljerede bestemmelser i Noteringsforpligtelserne Del II, afsnit 3, §§ 17 og 22. I forlængelse af kravet om oplysning om ændring i kapitalforhold skal der offentliggøres en meddelelse, hvori nye udbud af aktier beskrives, jf. Regelsættet pkt. 3.7. Meddelelsen skal som minimum opfylde kravene i Regelsættet pkt. 2.2, jf. ovenfor under pkt. 4. Efter et udbud er gennemført, skal forløbet heraf tillige beskrives, jf. Regelsættet pkt. 3.8. Det er i den forbindelse underordnet, om det sker i forbindelse med optagelse til handel eller ved senere udbud. Det skal af meddelelsen fremgå, om udbuddet er fuldtegnet, og en eventuel fordelingsnøgle inddelt på grupper af investorer skal fremgå. Hvis udbuddet ikke er fuldtegnet, men garanteret, skal det fremgå, hvor meget garanten eller garanterne

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

har overtaget. Ved introduktioner skal det endvidere fremgå, hvor mange nye aktionærer selskabet har fået.

VHL § 29 om storaktionærers oplysningsforpligtelser finder også anvendelse på aktionærer, der besidder aktier i selskaber, der har aktier optaget til handel på en alternativ markedsplads. Således skal der offentliggøres en meddelelse om en given aktiebesiddelse, når aktiernes stemmeret udgør mindst 5 % af aktiekapitalens stemmerettigheder, eller ændring i et allerede meddelt besiddelsesforhold bevirker, at grænser med 5 % mellemrum fra 10 % til 100 % samt grænser på 1/3 eller 2/3 af aktiekapitalens pålydende værdi nås eller ikke længere er nået, eller ændringen bevirker, at 5 %'s grænsen ikke længere er nået.

Reglerne i VHL kapitel 10 finder som udgangspunkt anvendelse på alternative markedspladser. Lovgiver har dog fundet det påkrævet, for at skabe den fornødne balance mellem niveauet for administrative byrder for de små og mellemstore virksomheder og sikring af fundamentale investorbeskyttelsesregler, at reglerne i VHL § 37, stk. 1-5 – om blandt andet insider lister – ikke finder anvendelse på en alternativ markedsplads.

First North har i Regelsættet pkt. 1.2. vedtaget, at »Selskabet og selskabets moderselskab skal have udarbejdet interne regler for bestyrelsesmedlemmers, direktørers og andre medarbejderes adgang til for egen eller tredjemands regning at handle med de af selskabet udstedte aktier, der er optaget til handel på First North og dertil knyttede finansielle kontrakter.« Desuden indeholder Regelsættet en bestemmelse i forlængelse af pkt. 1.2 om, at »Selskabet skal have udarbejdet interne regler for handel med selskabets egne aktier og for dertil knyttede finansielle kontrakter«. Kravene i pkt. 1.2 er indholdsmæssigt identiske med VHL § 37, stk. 1, og Noteringsforpligtelserne Del II afsnit 3, §§ 8 og 9, hvorved First North tilkendegiver, at netop sådanne foranstaltninger er væsentlige for sikre tilliden til markedspladsen.

I henhold til VHL § 41, stk. 3, skal den alternative markedsplads blandt andet selv fastsætte regler om optagelse til omsætning, regler om vilkårene for at være medlem, oplysningspligt (jf. ovenfor) samt indberetningsregler. Alternative markedspladser er således ikke omfattet af VHL kapitel 9.

Med hjemmel i VHL § 42 d indeholder Regelsættet pkt. 4.1 og pkt. 4.2 bestemmelser om frivillig og tvungen sletning.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Den frivillige sletning kan ske, hvis selskabets generalforsamling træffer beslutning herom med mindst to tredjedele såvel af de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede aktiekapital, hvilket vil sige det dobbelte majoritetskrav, der sædvanligvis kræves til vedtægtsændringer i aktieselskaber, jf. AL § 78. I sådanne tilfælde skal der i en efterfølgende periode på ikke under 10 uger være mulighed for at handle med selskabets aktier på First North, jf. Regelsættet pkt. 4.1.

Markedspladsen kan imidlertid nægte at slette selskabet, hvis markedspladsen finder, at ophøret ikke er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse. Regelsættet pkt. 4.1 fastslår, som ligeledes fremgår af VHL § 42, stk. 3, at et selskab, der har fået værdipapirer optaget til handel, ikke automatisk har krav på at få dem slettet igen, men at der i et vist omfang er overladt First North et skøn, om end formodningen taler for, at selskabet skal slettes, hvis det anmoder herom.

Et selskab kan ligeledes blive udsat for tvungen sletning efter Regelsættet pkt. 4.2, hvis visse betingelser er til stede. Betingelserne vedrører manglende Godkendt Rådgiver, at selskabet mister rådigheden over sit bo, at handelen ikke længere er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse, nedskrivelse af aktiekapitalen, ændringer i ledelsesforholdene m.v., hvilket i det væsentligste svarer til reglerne på børsområdet.

First North har i Regelsættets pkt. 5.1 indført krav om såkaldte Godkendte Rådgivere. Selve instituttet om en Godkendt Rådgiver er velkendt fra eksempelvis London Stock Exchanges – AIM, hvor denne rådgivertype benævnes *Nominated Advisor*. En udsteder på First North skal have en Godkendt Rådgiver fast tilknyttet. Den Godkendte Rådgiver skal hjælpe selskabet med at opfylde de forpligtelser, som følger af, at aktierne er optaget til handel. Ved nærmere gennemgang vil der formenligt kunne konstateres store ligheder mellem de funktioner, som en Godkendt Rådgiver udfører for et First North selskab, og de opgaver, der normalt varetages af en Investor Relation afdeling i et selskab med børsnoterede aktier.

Den Godkendte Rådgiver skal som minimum:

- Løbende være til rådighed for sparring med selskabets bestyrelse og direktion, herunder deltage i bestyrelsesmøder i det omfang, det måtte skønnes relevant.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

- Gennemgå meddelelser fra selskabet inden offentliggørelse, uden at det må forsinke tidspunktet for offentliggørelse.
- Opdatere selskabet om dets forpligtelser på First North.

Den Godkendte Rådgiver skal godkendes af First North. Det er et krav, at den Godkendte rådgiver kan:

- Fremvise tre års aktivitet indenfor rådgivning af selskabers kapitalstruktur, strategi, køb og salg af virksomheder eller relateret rådgivning hertil.
- Dokumentere inden for de seneste tre år at have gennemført (hvilket skal forstås bogstaveligt, således der skal være tale om en succesfuld transaktion) mindst én egenkapitalbaseret transaktion, som har indeholdt udarbejdelse af informationsmateriale.
- Have tilstrækkeligt med medarbejdere, som besidder den nødvendige erfaring fra ovennævnte transaktioner.
- Fremvise interne retningslinjer for handel med aktier i de selskaber, der modtager rådgivning. Disse regler skal gælde både for ansøgeren og for dennes medarbejdere, der bliver involveret i de enkelte selskaber.

Ansøgeren skal underskrive og indsende en ansøgning, som anført i skema G. First North har herefter fire uger til at bedømme, om ansøgeren har de tilstrækkelige kvalifikationer og i øvrigt findes egnet til at bestride hvervet efter en samlet vurdering.

Skema G indeholder desuden krav om, at den Godkendte Rådgiver informerer First North om alle ændringer i den Godkendte Rådgivers organisation, som måtte have betydning for dennes kompetencer, og den Godkendte Rådgiver skal løbende holde sig orienteret om de regler, som lovgivningen, Finanstilsynet og First North foreskriver.

I skema D (periodeoplysningsskemaet) og E (årsrapportskemaet) er der indsat oplysningspligt for så vidt angår den Godkendte Rådgivers og dennes relevante medarbejderes direkte og indirekte aktiebesiddelser i selskabet.

Hvis den Godkendte Rådgiver ikke løbende overholder markedspladsens krav, kan godkendelsen fratages rådgiveren igen, jf. Regelsættet pkt. 8.3 samt nedenfor. Ønsker den Godkendte Rådgiver derimod ikke længere at være Godkendt Rådgiver, skal han oplyse First North herom med seks måneders varsel via StockWise. Ønsket om ikke længere at være Godkendt Rådgiver skal begrundes. Denne frist

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

synes rimelig taget i betragtning af, at den Godkendte Rådgiver overfor markedet kommer til at fremstå som en art kvalitativ intern kontrolinstans i relation til oplysningsforpligtelserne, der påhviler selskaber på First North.

Den Godkendte Rådgivers rolle er således at agere corporate finance rådgiver i klassisk forstand, samt at være en oursourced *investor relation* funktion. Den Godkendte Rådgivers forpligtelse til at assistere selskabet med den løbende informationshåndtering samt First Norths godkendelse af rådgiveren indikerer, at rådgiveren i praksis vil komme til at varetage de forpligtelser, der for børsnoterede selskaber ligger hos selskabet selv, herunder primært investor relation funktionen. Dette bestyrkes af, at de forpligtelser, som selskaberne på den alternative markedsplads skal iagttage, i meget stort omfang er identiske med de for børsnoterede selskaber gældende forpligtelser. Visse afvigelser er naturligvis markante, blandt andet reglerne om interne regler, indberetning af handler m.v. Men dette kan ikke i sig selv begrunde, at de informationer, som nu engang skal kommunikeres til markedet ikke er i en form og af en sådan kvalitet, at markedet kan fæstne den fornødne tillid hertil.

Det kræver medlemskab af Københavns Fondsbørs A/S at blive handelsberettiget på First North, og en selvstændig handelsaftale skal i den forbindelse underskrives. En sådan handelsaftale findes i First Norths regelsæt skema H. Norex Member Rules kapitel 2-5 samt appendices finder som udgangspunkt anvendelse på medlemmer af First North. Dette gælder dog ikke punkt. 5.4.1 i Norex Member Rules, idet markedsværdien af hver enkelt handelspost svarer til ca. 1.000 kr. Punkt 4.11.1 i Norex Member Rules for medlemmer af First North vedrørende medlemmers overtrædelser finder heller ikke anvendelse. For medlemmer af First North finder Regelsættets pkt. 8.3 vedrørende Godkendte Rådgivere i stedet anvendelse, jf. nedenfor.

Såfremt selskabet og en handelsformidler har indgået en likviditetsstilleraftale, skal selskabet ifølge First Norths regelsæt opfylde et minimumskrav. Kravet er fastsat i First Norths regelsæt pkt. 7 og indebærer, at hvis der er indgået en likviditetsstilleraftale, der i en nærmere bestemt periode for aktierne stiller samtidige bud og udbud i handelssystemet med det formål at sikre, at investor i højere grad kan købe og sælge aktierne, skal tidsperioden, hvor prisstillelsen finder sted, som minimum offentliggøres via First North, inden det må fremgå af selskabets offentliggjorte meddelelser. Dette vil så fremgå af

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

First Norths hjemmeside samt af andet relevant materiale offentliggjort af First North.

First Norths regelsæt pkt. 8 indeholder overtrædelses- og dispensationsbestemmelser.

Sanktionerne for selskabernes, jf. pkt. 8.1, og medlemmernes, jf. pkt. 8.2, overtrædelse af forpligtelserne efter Regelsættet er i det væsentligste ens. Overtrædelse af forpligtelserne efter First Norths regelsæt kan medføre en påtale fra First North. Desuden kan First North pålægge selskabet/medlemmet en afgift på op til tre gange den årlige optagelsesafgift/medlemsafgift. Afgørelsen kan offentliggøres. Ved grov eller gentagen tilsidesættelse af lovgivningen eller af regler fastsat af First North kan markedspladsen træffe beslutning om sletning med 30 dages varsel/inddrage medlemskabet, jf. for så vidt angår sletning regelsættets pkt. 4.2 samt ovenfor. Bestemmelsen er hjemlet i VHL § 41, stk. 4, der bestemmer, at markedspladsen kan ophæve medlemskabet, hvis medlemmet groft eller gentagne gange tilsidesætter vilkårene for at være medlem.

De Godkendte Rådgivere kan ligeledes få en påtale, som kan offentliggøres, jf. pkt. 8.3. Ved grov eller gentagen tilsidesættelse af de gældende regler for First North kan godkendelsen som Godkendt Rådgiver inddrages.

First North kan for samtlige subjekters vedkommende i særlige tilfælde dispensere fra regelsættet, såfremt det ikke strider mod lovgivningen på området, jf. pkt. 8.4.

Samme type bestemmelser er indeholdt i Noteringsforpligtelserne, om end afgifterne heri er indeholdt beløbsmæssige afgrænsninger. Afgifterne er beløbsmæssigt afgrænset til mellem 25.000 kr. og 1 mio. kr. Tilsvarende gælder for medlemmer af Københavns Fondsbørs, jf. Norex Member Rules kapitel 4.11.1, om end bestemmelsen er en smule anderledes affattet. Desuden er der i Noteringsforpligtelserne knyttet kommentarer til bestemmelsernes anvendelse, men i praksis må man dog antage, at fortolkningen af First Norths sanktionsbestemmelser vil være i overensstemmelse med Noteringsforpligtelserne, og at grundlæggende principper som partshøring og kontradiktion vil blive iagttaget.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 42 b, stk. 2: Optagelse til handel på en alternativ markedsplads

Det er op til den enkelte alternative markedsplads at afgøre, om den ønsker at optage et unoteret værdipapir til handel. Optagelse kan dog under alle omstændigheder kun ske efter anmodning fra udstederen. Reglen svarer til, hvad der gælder for autoriserede markedspladser, jf. § 40, stk. 2.

Prospektdirektivet har som konsekvens, at VHL kapitel 6, der hidtil kun har reguleret udbud af værdipapirer på et reguleret marked, nu også omfatter udbud af unoterede værdipapirer, hvis udbudet har en værdi på over 2,5 mio. euro. VHL kapitel 12 regulerer derimod udbud på mellem 100.000 euro og 2,5 mio. euro. De nærmere bestemmelser om prospekters indhold m.v. er reguleret i bkg. 306 (udbud over 2,5 mio. euro) og 307 (udbud mellem 100.000 og 2,5 mio. euro) begge af 28. april 2005. Se om disse bekendtgørelser, *Ulrich Hejle*, *Christina Lund* og *Dan Moalem*, NTS 2006:1, s. 52 ff. og *David Moalem* og *Joseph Nivaro*, R&R 2005, nr. 9, s. 46ff.

Dette betyder, at den relevante alternative markedsplads næppe behøver at fastlægge særlige regler herfor, idet den praktiske anvendelse ikke synes at motivere sådanne særregler. Det må således forventes, at First Norths bestemmelser om den såkaldte *virksomhedsbeskrivelse* ikke får stor praktisk relevans. For en gennemgang af de særlige regler på First North se kommentaren til stk. 1 samt *Charlotte Frederikke Malmqvist* og *Dan Moalem,* Regulering af alternative markedspladser i Danmark, Finans/Invest 2006, nr. 3, s. 19ff.

Til § 42 b, stk. 3: Markedspladsens vedtægter skal angive værdipapirtyperne

At typer af unoterede værdipapirer, der kan handles, skal være omfattet af den alternative markedsplads' formålsbestemmelse følger af, hvad der tilsvarende gælder for fondsbørser i § 16, stk. 4 samt for autoriserede markedspladser i § 40, stk. 3. I relation til First North er det besluttet alene at lade aktier optage til handel.

§ 42 c **[Accessorisk virksomhed]** En alternativ markedsplads kan drive anden virksomhed, der er accessorisk til virksomhed som alternativ markedsplads, herunder som autoriseret markedsplads. Finanstilsynet kan beslutte, at den accessoriske virksomhed skal udøves i et andet selskab.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 2. Hvis en alternativ markedsplads tillige driver virksomhed som autoriseret markedsplads, finder bestemmelserne i kapitel 11 anvendelse på selskabets virksomhed.

Til § 42 c, stk. 1: Accessorisk virksomhed

Bestemmelsen giver den alternative markedsplads mulighed for at indgå aftaler med andre alternative markedspladser samt mulighed for at drive virksomhed som autoriseret markedsplads. Baggrunden for at alternative markedspladser ikke foreslås adgang til at drive virksomhed som fondsbørs, clearingcentral og værdipapirhandelscentral som accessorisk virksomhed, skyldes at kapitalkravet til disse typer af virksomheder er væsentligt højere (40 mio. kr.) end kapitalkravet til alternative markedspladser og autoriserede markedspladser (8 mio. kr.).

Finanstilsynet kan forlange, at den accessoriske virksomhed drives i et datterselskab. Om dette er nødvendigt vil afhænge af blandt andet den risiko, der er forbundet med den planlagte aktivitet, hvor forskellig fra den enkelte alternative markedsplads' kernevirksomhedsområde de planlagte aktiviteter vurderes at være, og om aktiviteterne har et stort volumen i forhold til virksomheden som alternativ markedsplads. Jf. i det hele *FT 2004-05, till. A* s. 7089.

Til § 42 c, stk. 2: Virksomhed som AMP

Bestemmelsen svarer til de gældende regler for fondsbørser i § 17 samt for autoriserede markedspladser i § 40 a.

§ 42 d **[Tilsvarende anvendelse]** §§ 41 og 42 finder tilsvarende anvendelse på virksomhed som alternativ markedsplads.

Til § 42 d: Genanvendelige forskrifter

§ 41 indeholder regler vedrørende bestyrelsens ansvar for markedspladsens hensigtsmæssige og betryggende drift øvrige pligter, herunder pligt til at fastsætte regler for optagelse af værdipapirer til handel, indberetningsregler, medlemskab og medlemsvilkår, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 7089. Spørgsmålet om ophør af handel af et værdipapir reguleres i § 42.

Med hjemmel i VHL § 42 d indeholder First North Regelsættet (»Regelsættet«) pkt. 4.1 og pkt. 4.2 bestemmelser om frivillig og tvungen sletning.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Den frivillige sletning kan ske, hvis selskabets generalforsamling træffer beslutning herom med mindst to tredjedele af såvel de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede aktiekapital, hvilket vil sige det dobbelte majoritetskrav, der sædvanligvis kræves til vedtægtsændringer i aktieselskaber, jf. ASL § 78. I sådanne tilfælde skal der i en efterfølgende periode på ikke under 10 uger være mulighed for at handle med selskabets aktier på First North, jf. Regelsættet pkt. 4.1.

Markedspladsen kan imidlertid nægte at slette selskabet, hvis markedspladsen finder, at ophøret ikke er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse. Regelsættet pkt. 4.1 fastslår, som ligeledes fremgår af VHL § 42, stk. 3, at et selskab, der har fået værdipapirer optaget til handel, ikke automatisk har krav på at få dem slettet igen, men at der i et vist omfang er overladt First North et skøn, om end formodningen taler for, at selskabet skal slettes, hvis det anmoder herom, jf. t.eks. i relation til § 42, stk. 3, *Paul Krüger Andersen* og *Nis Jul Clausen*, Børsretten, 2. udg., 2003, s. 215, og *Peer Schamburg-Müller*, Dansk Børsret, 1. del, almindelige emner, 1. udg., 2003, s. 157.

Et selskab kan ligeledes blive udsat for tvungen sletning efter Regelsættet pkt. 4.2, hvis en række nærmere angivet betingelser er opfyldt. Se herom kommentaren til § 42 b, stk. 1 samt *Charlotte Frederikke Malmqvist* og *Dan Moalem,* Regulering af alternative markedspladser i Danmark, Finans/Invest 2006, nr. 3, s. 19ff.

§ 42 e **[Finanstilsynet]** De beføjelser, der er tillagt en alternativ markedsplads efter bestemmelserne i § 42 b, stk. 2, og § 42 d, jf. § 42, udøves af Finanstilsynet, når en dansk eller udenlandsk fondsbørs, autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked eller en alternativ markedsplads ansøger om optagelse til handel af sine værdipapirer på en alternativ markedsplads.

Til § 42 e: Overgang til Finanstilsynet af markedspladsens kompetence til optagelse af en fondsbørs, en AMP mv.

Begrundet i konkurrence- og tilsynsmæssige hensyn er det Finanstilsynet, og ikke den alternative markedsplads selv, der træffer afgørelse om, hvorvidt en dansk eller udenlandsk fondsbørs, autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked eller en alternativ markedsplads søger om optagelse af sine værdipapirer til handel på en

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

alternativ markedsplads. Selvom ordlyden måske ikke er helt klar, må denne godkendelses delegation til Finanstilsynet også omfatte tilfælde, hvor det er den alternative markedsplads selv, der ønsker sine værdipapirer optaget til handel hos sig selv, jf. i samme retning *Jesper Lau Hansen,* VHL med kommentarer, 2005, bind 2, 2. udg., s. 414.

I et »tilsvarende reguleret marked« ligger, at en alternativ markedsplads ikke er et reguleret marked, om end der med ordvalget er åbnet op for indførelsen af nye regulerede markeder, der ikke er fondsbørser eller autoriserede markedspladser. Desuden omfatter ordlyden regulerede markeder i andre EU-medlemsstater, der hverken er fondsbørser eller autoriserede markedspladser.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 12

Prospekter ved første offentlige udbud af værdipapirer mellem 100.000 euro og 2.500.000 euro

§ 43 **[Første udbud]** Dette kapitel finder anvendelse på første udbud til offentligheden af værdipapirer, som ikke ønskes optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, når udbuddet er mellem 100.000 euro og 2.500.000 euro.

Stk. 2. Reglerne i dette kapitel omfatter følgende værdipapirer:

1. Aktier og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse,
2. obligationer med en løbetid på mindst 1 år og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse, og
3. alle andre omsættelige værdipapirer, hvormed værdipapirer som nævnt under nr. 1 eller 2 kan erhverves ved tegning eller ombytning.

Stk. 3. Finanstilsynet kan fastsætte regler om, at udbud af nærmere bestemte værdipapirer undtages fra denne lov.

Til § 43, stk. 1: Udbud af store emissioner, som ikke ønskes børs- eller AMP-noteret mv.

VHL kapitel 12 blev ændret ved lov 1460 af 22. december 2004 som led i implementeringen af Prospektdirektivet, herunder ved indsættelsen af VHL § 43, stk. 1. Offentlige udbud under 2,5 mio. euro er undtaget fra Prospektdirektivets krav, hvorfor der i forbindelse med implementeringen af Prospektdirektivet fra dansk side blev indført tilpasninger i værdipapirhandelslovens kapitel 12, der skal regulere prospekter ved første offentlige udbud af værdipapirer mellem 100.000 og 2,5 mio. euro, som ikke ønskes optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer. Der kan ifølge Prospektdirektivet ikke ved lovgivning stilles krav om offentliggørelse af prospekt, hvis udbuddet ikke overstiger 100.000 euro.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

På privatretligt grundlag har First North stillet krav om en Virksomhedsbeskrivelse, og denne vil alene være relevant for udbud under EUR 100.000. Se om reglerne på First North, *Charlotte Frederikke Malmqvist* og *Dan Moalem*, Finans/Invest 2006, nr. 3, s. 19ff. Optagelse til handel på en alternativ markedsplads medfører ikke i sig selv prospektpligt, hvis udbuddet er omfattet af en af undtagelserne i § 2.

Finanstilsynet har med hjemmel i Værdipapirhandelslovens kapitel 12 udstedt bkg. nr. 307 af 28. april 2005 om prospekter ved første offentlige udbud til offentligheden af værdipapirer mellem 100.000 og 2,5 mio. euro (»Udbudsbekendtgørelsen«), samt vejledning nr. 9320 af 7. juni 2005 til bkg. 307 af 28. maj 2005. Se om Udbudsbekendtgørelsen, *Ulrich Hejle, Christina Lund og Dan Moalem*, NTS 2006, s. 59ff. og *David Moalem og Joseph Nivaro*, R&R 2005, nr. 9, s. 46ff. Reglerne vedrørende disse udbud falder således udenfor direktivets anvendelsesområde og er alene reguleret af danske regler. Derfor skal prospektet også som minimum være affattet på dansk, jf. Udbudsbkg. § 15.

Der er imidlertid et vist sammenfald mellem reglerne for udbud over 2.500.000 euro og reglerne i denne bekendtgørelse. Et prospekt udarbejdet efter VHL kapitel 12 og Udbudsbekendtgørelsen har således ikke krav på gensidig anerkendelse i det øvrige EU/EØS. Udbudsbekendtgørelsen omfatter udbud i Danmark, uanset hvilken nationalitet udbyderen/udstederen har (se nærmere under kommentaren til § 1), hvorimod reglerne vedrørende udbud over 2.500.000 euro som hovedregel vedrører udbud, iværksat af danske udbydere/udstedere, uanset hvor udbuddet skal finde sted. Udbudsbekendtgørelsen har alene gyldighed inden for Danmarks grænser, og omfatter alene udbud rettet til investorer i Danmark.

Hvis der således er tale om et multinationalt udbud, er det afgørende alene, hvorvidt den *danske del* af udbuddet isoleret set er omfattet af Udbudsbekendtgørelsen. Omvendt vil udbud, der er rettet til investorer uden for Danmark, alene skulle afgøres efter disse landes lovgivning.

Det bemærkes, at såfremt værdipapiret skal optages til handel på et reguleret marked, skal der offentliggøres prospekt efter VHL kapitel 6, uanset størrelsen af udbuddet.

I relation til at vurdere, om en udsteder er underlagt kapitel 6 eller kapitel 12, er det kursværdien af det offentlige udbud, der skal lægges til grund ved vurderingen. I relation til valutakurser, er det Danmarks Nationalbanks offentliggjorte valutakurs ved udbuddets start, der skal

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

lægges til grund ved vurderingen af, om et offentligt udbud er over eller under 100.000 og 2.500.000 euro.

I relation til kvalifikationen af prospektpligten i relation til *første udbud til* offentligheden, kan inspiration hentes i bemærkningerne til den dagældende § 1 i lov 213 af 10. april 1991 om prospekter ved første offentlige udbud af visse værdipapirer. Heraf fremgik, at der ved *første udbud* forstås såvel emissioner af værdipapirer (primære marked) som en senere afhændelse af allerede emitterede værdipapirer (sekundære marked), som ikke i første omgang har været rettet til offentligheden. Kapitalforhøjelse er også at betragte som en ny emission, der kræver udarbejdelse af prospekt.

I en konkret sag har Fondsrådet vurderet, at der ikke er tale om »udbud til offentligheden«, såfremt udsteder intet foretager sig i relation til potentielle investorer. Finanstilsynet har i en anden konkret sag truffet afgørelse om, at det vil være i strid med forbuddet i VHL § 46, stk. 1, at lade investorer tegne aktier, forud for prospektets offentliggørelse (og dermed forud for, at Finanstilsynet har påset, at prospektet er i overensstemmelse med reglerne). Dette gælder uanset om tegningen er betinget af investorernes efterfølgende godkendelse af prospektet. Afgørelsen synes korrekt, når hensigten med prospektet er at tilvejebringe investor et oplyst investeringsbeslutningsgrundlag. Hvis beslutningen i realiteten træffes, forinden et godkendt prospekt foreligger, gør det godkendelsesinstituttet illusorisk.

Til § 43, stk. 2: De omfattede typer af værdipapirer

Udbudsbekendtgørelsen er anvendelig på de værdipapirtyper, der er nævnt i VHL § 43, stk. 2, jf. Udbudsbkg. § 1, hvilket konkret vil sige:

- Aktier og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse,
- obligationer med en løbetid på mindst 1 år og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse, og
- alle andre omsættelige værdipapirer, hvormed værdipapirer som nævnt under nr. 1 eller 2 kan erhverves ved tegning eller ombytning.

I relation til *aktier og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse,* omfatter dette aktier samt ejerandele i andre selskabstyper – herunder kommanditanparter, så længe kommanditanparten udbydes som et investeringsobjekt og har et finansielt sigte.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Erhvervsankenævnet har i kendelse af 21. juni 1993 – dvs. efter de gamle regler – udtalt, at et anpartsbevis i et anpartsselskab ikke er en aktie og heller ikke falder ind under begrebet »andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med aktier«, idet der er afgørende retlige forskelle mellem en aktie og et anpartsbevis. Dette skyldes, at disse anpartsbeviser typisk ikke har et *finansielt* sigte eller er knyttet til *kapitalmarkedet* i bred forstand. Det vil sige, at eksempelvis andelsbeviser og lignende ikke er omfattet, idet selve beviset er knyttet sammen med boligretten.

Fondsrådet har udtalt, at »units« eller »working interests« i diverse olie- og gasprojekter ikke er omfattet af den dagældende bekendtgørelse. I den konkrete sag var der tale om køb af en andel i rettigheder til udvinding af olie, gas og andre mineraler i et nærmere beskrevet område. Rettighederne, der omfattede retten til at udvinde råstoffer fra jorden samt til produktionsudstyr, blev tinglyst på ejendommen. Disse »working interests« var ikke omsættelige på nogen børs eller lignende markedsplads. Herudover havde formidleren forkøbsret til disse. Der var tale om direkte ejerskab, således at den enkelte investor hæftede personligt for eventuelle krav opstået som følge af produktionen. Fondsrådet lagde i sin afgørelse vægt på, at produktet var forbundet med et personligt ansvar, samt at der på tidspunktet for afgørelsen ikke var et egentligt marked for produktet. Fondsrådet anførte i sin afgørelse, at såfremt blot en af disse forudsætninger ændredes, skulle spørgsmålet forelægges Rådet igen.

Ligeledes har Erhvervs- og Selskabsstyrelsen vurderet, at udbud af interessentskabsandele normalt ikke vil være omfattet af bekendtgørelsen, idet disse typisk ikke har det fornødne finansielle sigte (dvs. mulighed for fortjeneste på den foretagne investering), ligesom der ikke var noget marked for sådanne beviser.

Finanstilsynet har i en afgørelse af 12. juli 2004 truffet afgørelse om, at handel med CO2-kvoter ikke er omfattet af reglerne i den finansielle lovgivning, samt at en CO2-kvote ikke kan anses for at være et værdipapir. Finanstilsynet har i afgørelsen vurderet, at CO2-kvoter har karakter af en råvare eller anden vare. Et derivat på en CO2-kontrakt , dvs. en option, future eller anden derivatkontrakt, hvor det underliggende aktiv er CO2-kvoter, vurderes imidlertid at udgøre et værdipapir, såfremt derivatkontrakten afregnes *kontant*. Udbud af CO2-derivater vil således være prospektpligtigt, medmindre en af undtagelserne i bkg. §§ 2 og 3 finder anvendelse.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

I relation til »*obligationer med en løbetid på mindst 1 år og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse*« omfatter dette bl.a. realkreditobligationer, statsobligationer og erhvervsobligationer. Bestemmelsen skal sammenholdes med undtagelserne fra Udbudsbekendtgørelsen i § 3, nr. 10-12. For så vidt angår 1 år skal dette forstås som 365 kalenderdage. Er løbetiden kortere, er udbuddet ikke omfattet hverken af Udbudsbekendtgørelsen eller øvrige regler, der påses af Fondsrådet eller Finanstilsynet. Fondsrådet har konkret fastslået, at også helt eller delvist indeksbaserede værdipapirer er omfattet.

Formuleringen »*alle andre omsættelige værdipapirer, hvormed værdipapirer som nævnt under 1 eller 2 kan erhverves ved tegning eller ombytning*« omfatter bl.a. tegningsretter, aktiebeviser, aktieretter, covered warrants, obligationer med warrants og konvertible obligationer.

For så vidt angår betegnelsen »*omsættelig*« gælder, at et værdipapir udmærket kan være omsætteligt i VHLs forstand, og samtidig være underlagt aftalte omsættelighedsbegrænsninger. Det kan f.eks. dreje sig om et krav om samtykke ved overdragelse, jf. AL § 20, eller der kan til værdipapiret være knyttet en forkøbsret, jf. AL § 19. Afledte instrumenter kan betragtes som *omsættelige*, selvom der ikke sker en overdragelse.

Til § 43, stk. 3: Mulighed for undtagelse af værdipapirer

Som bestemmelsens ordlyd tilsiger, kan Finanstilsynet fastsætte regler om, at udbud af nærmere bestemte værdipapirer undtages fra loven. Denne hjemmel er udnyttet ved Udbudsbkg. § 2. Prospektreglerne finder således ikke anvendelse på udbud af værdipapirer, der (i) udelukkende er rettet mod kvalificerede investorer, (ii) rettet mod færre end 100 fysiske eller juridiske personer pr. land indenfor Den Europæiske Union eller pr. land, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, (iii) udbud af værdipapirer, hvis pålydende pr. værdipapir beløber sig til mindst EUR 50.000, og (iv) udbud af værdipapirer, der kun kan erhverves mod en kontant modydelse for i alt mindst EUR 50.000 pr. investor for hvert særskilt udbud.

Indledningsvist skal det bemærkes, at hvis der er tale om et udbud over 2.500,000 euro, gælder reglerne i Prospektbekendtgørelsen. Udbudsbkg. §§ 2 og 3 opregner en række situationer m.v., hvor der ikke er pligt til at offentliggøre et prospekt ved første udbud af værdipapirer, der ikke ønskes optaget til notering på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§§ 2 og 3 gør udtømmende op med de situationer, hvor man kan undlade at udarbejde prospekt ved første udbud af visse værdipapirer. Med afsæt i hensynet til investorbeskyttelsen og markedsintegriteten har Finanstilsynet udtalt, at dispensationsanmodninger på andet grundlag ikke imødekommes, jf. Finanstilsynets Vejledning nr. 9320 af 7. juni 2005.

I relation til udnyttelse af *fortegningsrettigheder* (til eksisterende aktionærer) og deraf følgende kapitalforhøjelser gælder, at sådanne situationer ikke undtager fra prospektpligten, med mindre situationen er omfattet af andre af de i bestemmelsen anførte undtagelser.

I relation til undtagelserne i Udbudsbkg. § 2 gælder, at begrebet *kvalificeret investor* er defineret i Prospektbkg. § 2. Undtagelsen er motiveret i den forudsætning, at kvalificerede investorer forudsættes at have de fornødne kompetencer til at vurdere de udbudte værdipapirer. Det vil således være et ressourcespild, om udbud til kvalificerede investorer var underlagt prospektpligt. Når udbuddet er rettet til *færre end 100 fysiske eller juridiske personer i Danmark* (dvs. uanset hvor mange udbuddet retter sig til i alt), og disse ikke er *kvalificerede investorer*, er der ikke prospektpligt. Eventuelle kvalificerede investorer kan således trækkes fra det antal fysiske eller juridiske investorer, som et udbud er rettet til. Således kan et udbud være rettet til 110 investorer, hvoraf de 15 er kvalificerede investorer, således at udbuddet falder udenfor prospektpligten i medfør af en kombination af § 2, stk.1, nr. 1 og 2. I § 3 giver det derimod ikke mening at tale om kombination. § 2 vedrører således undtagelser, der er knyttet til udbuddet og § 3 vedrører undtagelser, der er knyttet til værdipapirerne.

Udbud af værdipapirer, der kun kan erhverves ved en kontant modydelse (dvs. kursværdien) på mindst 50.000 euro pr. investor for hvert særskilt udbud er undtaget fra prospektpligten. Det er således ydelsen, der erlægges kontant i forbindelse med tegningen/købet, der er væsentlig for beregningen af stykstørrelsen – ikke eventuelle yderligere forpligtelser, der påtages i forbindelse med tegningen/købet, herunder garantier og hæftelser.

I relation til værdipapirer, hvortil der er ikke er knyttet prospektpligt, opregner Udbudsbkg. § 3 12 undtagne værdipapirer. For værdipapirer omfattet af § 3, stk. 1, nr. 2 henvises til bkg. 1182 af 13. december 2003 om oplysninger i investeringsforeningers, specialforeningers og fåmandsforeningers prospekter, samt til bkg. 511 af 4. juni 2001 om oplysninger i innovationsforeningers prospekter.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

I relation til Udbudsbkg. § 3, stk. 1, nr. 4 har Fondsrådet fastslået, at der ikke var prospektpligt for et selskab, der havde udarbejdet et tilbudsdokument i forbindelse med afgivelsen af et overtagelsestilbud. Selskabet ønskede nu at forbedre tilbuddet for at opnå aktionærernes accept af tilbuddet. Selskabet ville således udover kontanter tilbyde aktionærerne i målselskabet aktier i et af selskabet nyoprettet aktieselskab. Fondsrådet lagde i sin afgørelse vægt på, at en håndhævelse af både prospekt- og overtagelsesbekendtgørelsen ville medføre visse utilsigtede konsekvenser, idet reglerne for offentliggørelse var modstridende.

Desuden lagde Fondsrådet vægt på, at beskyttelseshensynet overfor investorerne allerede var varetaget i tilstrækkeligt omfang af reglerne om overtagelsestilbud. Et prospekt i den konkrete situation ville således ikke tilføre markedet ny information i forhold til det forbedrede købstilbud, idet alle relevante oplysninger for aktionærerne i målselskabet skulle fremgå af tilbudsdokumentet. Endelig lagde rådet vægt på, at de sædvanlige begrundelser for at offentliggøre et prospekt i den konkrete situation ikke var til stede. Det skal i denne forbindelse bemærkes, at den pågældende sag blev afgjort i forhold til den tidligere prospektbekendtgørelse. Udgangspunktet vedrørende overtagelsestilbud i forhold til prospektreglerne er således præciseret med Udbudsbekendtgørelsen.

I relation til § 3, stk. 1, nr. 5 gælder, at værdipapirer, der udbydes, tildeles eller skal tildeles i forbindelse med en fusion, er undtaget fra prospektpligten, såfremt der tilvejebringes et dokument, der indeholder oplysninger, som svarer til prospektets. Som udgangspunkt vil de dokumenter, der er udarbejdet i forbindelse med fusionen i henhold til aktieselskabsloven, give investorerne de nødvendige og relevante informationer i denne sammenhæng. Denne undtagelse hænger således argumentationsmæssigt sammen med begrundelsen for fritagelse for prospektpligten i § 3, stk. 1, nr. 4.

Undtagelsen i § 3, stk. 1, nr. 9, vedrørende *værdipapirer, der udstedes ved konvertering af konvertible obligationer eller som følge af udøvelsen af rettigheder i henhold til warrants, for så vidt der er offentliggjort et prospekt i forbindelse med offentligt udbud af de pågældende warrants eller konvertible obligationer* medfører, at såfremt de bagvedliggende konvertible obligationer henholdsvis warrants ikke er omfattet af prospektpligten, er de papirer, der udstedes i henhold hertil, heller ikke omfattet. Såfremt de bagvedliggende konvertible obligationer eller

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

warrants er omfattede af prospektpligten, og der er sket offentliggørelse af et prospekt, er de værdipapirer, der efterfølgende udstedes, logisk nok ikke omfattet af prospektpligten. Såfremt de bagvedliggende konvertible obligationer eller warrants er omfattede af prospektpligten, men der ikke er sket offentliggørelse af et prospekt, skal der i henhold til praksis ske offentliggørelse af et prospekt angående de værdipapirer, der udstedes i henhold til gældsbrevene (de bagvedliggende konvertible obligationer eller warrants).

I relation til Udbudsbkg. § 3, stk. 1, nr. 10, har Finanstilsynet bestemt, at en banks løbende udstedelse med visse intervaller af serier af obligationer faldt ind under undtagelsen i daværende § 2, nr. 15 a, og var dermed undtaget fra prospektpligten. Fondsrådet fandt ligeledes, at en banks løbende udstedelse af obligationer i henhold til et udbudsprogram var undtaget fra prospektpligten. Der var i den pågældende sag tale om ca. 7-8 udstedelser om året, hvor der blev udarbejdet Pricing Supplement med detaljerede oplysninger om den konkrete udstedelse. Der var ikke tale om samme serie. Fondsrådet lagde ved afgørelsen vægt på, at obligationerne udstedtes løbende i henhold til samme udbudsprogram, og at en bank har tilladelse til at drive virksomhed, der består i fra offentligheden at modtage indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales samt i at yde lån for egen regning. Det skal i denne forbindelse bemærkes, at værdipapirer, der indgår i et offentligt udbud, hvor hele udbuddet beregnet over en periode på 12 måneder er 2.500.000 euro eller derover er omfattet af Prospektbekendtgørelsen. Konsekvensen for en udsteder, der udbyder værdipapirer i flere omgange er som udgangspunkt, at udbuddene er omfattet af Udbudsbekendtgørelsen. Hvis udbuddene derimod samlet set er over 2.500.000 euro beregnet over en periode på 12 måneder, vil udbuddene være omfattet af reglerne i Prospektbekendtgørelsen. Det er relevant at bemærke, at 12 måneders perioden er dynamisk forstået sådan, at der ved en 12 måneders periode forstås de seneste 12 måneder på et hvilket som helst tidspunkt.

I Prospektbkg. §§ 6 og 17, er der indført regler om udbudsprogrammer. For værdipapirer, der udstedes under et udbudsprogram eller udstedes løbende eller ad gentagne gange af kreditinstitutter, er det ikke nødvendigt at få et prospekt godkendt og offentliggjort, hver gang der udstedes nye værdipapirer. Det er derimod muligt at få et basisprospekt godkendt og offentliggjort i forbindelse med, at udbudsprogrammet startes, eller at værdipapirerne udstedes første gang.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 44 **[Prospektpligt ved offentlige udbud].** Ved første udbud af værdipapirer til offentligheden mellem 100.000 euro og 2.500.000 euro skal der med henblik på offentliggørelse foreligge et godkendt prospekt.

Stk. 2. Finanstilsynet træffer beslutning om prospektets godkendelse.

Stk. 3. Prospektet skal indeholde de oplysninger, der anses for fornødne for, at investorerne og deres investeringsrådgivere kan danne sig et velbegrundet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og fremtidsudsigter samt over en eventuel garant og over de rettigheder, der er knyttet til de værdipapirer, der udbydes til offentligheden.

Stk. 4. Et prospekt, der opfylder de krav, der er fastsat i §§ 23-24 og i regler udstedt i medfør af § 23, stk. 8 og 9, og § 24, stk. 2, kan træde i stedet for et prospekt som nævnt i stk. 1.

Stk. 5. Et prospekt, der opfylder kravene til prospekter efter bestemmelserne i direktiv 2003/71/EF, og som er godkendt af den kompetente myndighed i et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, sidestilles med et prospekt som nævnt i stk. 1. Prospektet skal inden offentliggørelse forelægges Finanstilsynet, der påser, at betingelserne efter 1. pkt. er opfyldt.

Stk. 6. Finanstilsynet fastsætter regler om prospektets indhold, sprog, indsendelse, gyldighed og annoncering.

Til § 44, stk. 1: Prospektpligt ved første udbud

§ 44 fik ændret affattelse ved lov 1460 af 22. december 2004, om end ordlyden blev tilpasset VHL § 23. Ved første udbud til offentligheden af værdipapirer mellem EUR 100.000 og 2,5 mio., skal der foreligge et af Finanstilsynet godkendt prospekt. I henhold til Udbudsbkg. § 17 skal prospekter indsendes til Finanstilsynet i 2 originale (underskrevne) eksemplarer. I tilfælde af, at prospektet indsendes elektronisk med digitale underskrifter, skal det udelukkende fremsendes i 1 eksemplar, idet dette eksemplar derefter kan videresendes elektronisk til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Finanstilsynet påser, at prospekter, som nævnt i Udbudsbkg. §§ 4-16, opfylder kravene i VHL kapitel 12 og kravene i Udbudsbekendtgørelsen. Finanstilsynet videregiver det ene af prospekterne til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Finanstilsynet godkender således prospekterne. Godkendelsen er gyldig i 12 måneder fra datoen for godkendelsen, jf. Udbudsbkg. § 16.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

I Finanstilsynets Vejledning til Udbudsbkg. nr. 8320 af 7. juni 2005 fremgår, at godkendelsen ikke er en materiel gennemgang af prospektet. Tilsynet påser alene, at prospektet lever op til kravene i kapitel 12 i lov om værdipapirhandel m.v. samt nærværende bekendtgørelse. Det vil sige, at det påses, at de nødvendige oplysninger er til stede, men det kontrolleres ikke, hvorvidt disse er korrekte. Dette ansvar påhviler de prospektansvarlige (se om disse § 4 samt kommentaren hertil). For en diskussion heraf, se kommentaren til VHL § 23.

Det er ikke tilladt for udsteder at benytte Finanstilsynets godkendelse af et prospekt som et element i sin annoncering. Fondsrådet og senere Finanstilsynet har således i et antal sager påtalt, at udsteder i sin annoncering har henvist til Fondsrådets/Finanstilsynets gennemgang af prospektet og har anført, at prospektet er godkendt af Fondsrådet/Finanstilsynet. Herudover har Forbrugerombudsmanden udtalt følgende i forbindelse med en annoncering med følgende fremhævelse: »Prospektet er udarbejdet i henhold til Lov om værdipapirhandel og har været forelagt Fondsrådet under Finanstilsynet«: »**[.....] en sådan fremhævning [er] efter Forbrugerombudsmandens opfattelse [.....] i strid med markedsføringslovens § 1. Det kan således ikke anses for at være i overensstemmelse med principperne for loyal konkurrence at anvende opfyldelsen af generelle myndighedskrav som et konkurrenceparameter, når tilsvarende udbud af værdipapirer skal ske efter samme regler og procedurer«.**

Til § 44, stk. 2: Finanstilsynets prospektgodkendelse

Finanstilsynet har bemyndigelse til at godkende prospekter, og med bestemmelsen i stk. 2, fremgår denne kompetence, om end der ikke med lov 1460 af 22. december 2004 blev ændret i kompetencen, der også hidtil lå hos Finanstilsynet, jf. *FT 2004-05, till. A*, s. 385, spalte 1 og 2. Finanstilsynets kompetence blev flyttet fra Fondsrådet til Finanstilsynet ved lov 491 af 9. juni 2004.

Til § 44, stk. 3: Grundlæggende prospektkrav

Som det tillige gælder for stk. 1, indeholder stk. 3 samme ordlyd som den tilsvarende bestemmelse i VHL § 23, stk. 3 om børsprospekter, jf. kommentaren til denne bestemmelse.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 44, stk. 4: »Rigtige« børsprospekter opfylder kravene i denne §
Bestemmelsen er ændret ved lov 1460 af 22. december 2004 og indebærer, at et prospekt der opfylder bestemmelserne i VHL §§ 23-24 og regler udstedt i medfør af § 23, stk. 8 og 9 og § 24, stk. 2 ligeledes kan anvendes i forbindelse med offentlige udbud mellem 100.000 og 2,5 mio. euro. Reglerne er fastsat i bkg. 307 af 28. april 2005.

Til § 44, stk. 5: Internationalt pas til prospekter
Prospekter, der opfylder kravene i Prospektdirektivet, og som er godkendt af den kompetente myndighed i det pågældende land indenfor Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, kan sidestilles med prospekter, som nævnt i bestemmelsen. Finanstilsynet skal påse, at prospektet opfylder kravene i Prospektdirektivet, og at det er godkendt af den kompetente myndighed i det pågældende medlemsland, jf. i det hele *FT 2004-05, till. A*, s. 385, sp. 2.

Til § 44, stk. 6: Finanstilsynet fastsætter nærmere regler
I denne bestemmelse, er Finanstilsynets hjemmel til at fastsætte regler præciseret. Hjemlen for Finanstilsynet til at fastsætte nærmere regler om prospekters indhold, sprog, indsendelse, gyldighed og annoncering har hidtil fulgt af princippet i dansk ret om, at overordnede bestemmelser om godkendelse af prospekter fastsættes i VHL, mens bestemmelser af teknisk karakter fastsættes på bekendtgørelsesniveau. Med ændringen af VHL i forbindelse med ovenstående lovændring, er der sket en fastsættelse af kompetencen med udgangspunkt i de dagældende regler med de justeringer, der er hensigtsmæssige set i forhold til de regler, som Finanstilsynet efter § 23, stk. 8 og 9 og § 24, stk. 2, fik hjemmel til at fastsætte, jf. i det hele *FT 2004-05, till. A*, s. 385, sp. 2.

De tekniske bestemmelser er placeret i Udbudsbkg. kapitel 3. Således foreskriver Udbudsbkg. § 4, at prospektet skal indeholde oplysninger om de ansvarlige for prospektet med angivelse af fulde navn, stilling og bopæl eller eventuel forretningsadresse samt om de forhold, der er angivet i Udbudsbkg. §§ 5-11. Samme bestemmelses stk. 2 foreskriver, at de prospektansvarlige skal erklære, at oplysningerne i prospektet dem bekendt er rigtige, og at prospektet efter deres overbevisning indeholder de oplysninger, der anses for fornødne for, at investorerne og deres investeringsrådgivere kan danne sig et velbe-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

grundet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og fremtidsudsigter samt over en eventuel garant og over de rettigheder, der er knyttet til de værdipapirer, der udbydes til offentligheden.

Bestemmelsen angiver visse krav til bl.a. oplysninger i prospektet vedrørende de ansvarlige for prospektet. Ved *de ansvarlige* forstås medlemmerne af direktion, bestyrelse og eventuelt repræsentantskab, der står bag udarbejdelsen af prospektmaterialet. Det er denne personkreds, der i udgangspunktet er de prospektansvarlige. Øvrige prospektansvarlige kan konkret eksempelvis være emissionsbanken, et revisionshus og et advokatkontor.

Af § 4, stk. 2, fremgår, at de ansvarlige for prospektet skal erklære, at oplysningerne i prospektet dem bekendt er rigtige og ikke som følge af udeladelser har forvansket det billede, prospektet skal give. I henhold til Fondsrådets og siden Finanstilsynets praksis skal denne skriftlige erklæring fra de ansvarlige – med disses underskrifter – foreligge forud for tilsynets godkendelse af prospektet. Underskrifterne skal være blækunderskrifter eller digitale signaturer.

I Udbudsbkg. § 5 oplistes en checkliste over oplysninger, der som minimum skal medtages i prospektet. Således foreskriver § 12, at i de særlige tilfælde, hvor de oplysninger, der i henhold til §§ 4-11 skal fremgå af prospektet, ikke findes på grund af udsteders aktivitetsområde eller udstederens organisation eller for de værdipapirer, som prospektet vedrører. Der skal i den situation udarbejdes et prospekt, der indeholder tilsvarende oplysninger.

I henhold til § 5 skal udstederens hovedaktiviteter beskrives. Der skal desuden oplyses om væsentlige hændelser, som har en påvirkning på udstederens aktiviteter, udstederens eventuelle afhængighed af patenter, licenser og aftaler af grundlæggende betydning samt om udsteders eventuelle igangværende væsentlige investeringer. Alt sammen således prospektet kan benyttes som det dokument, hvorpå en oplyst investeringsbeslutning kan træffes.

Udbudsbkg. § 8, stk. 5, stiller som krav, at såfremt selskabets udsteders revisor har taget forbehold eller har nægtet at påtegne års- og koncernregnskabet eller perioderegnskabet, skal dette oplyses i prospektet. Det skal endvidere oplyses, hvad årsagerne hertil er. Såfremt revisor har givet supplerende oplysninger i sin påtegning, skal dette tillige fremgå af prospektet.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Såfremt udstederen forinden offentliggørelse af et godkendt prospekt annoncerer om det forestående udbud, foreskriver Udbudsbkg. § 13, at udbudsmaterialet skal angive, at et prospekt er eller vil blive offentliggjort, samt hvor dette kan indhentes. Ved *udbudsmateriale* forstås reelt *markedsføringsmateriale*, der således ikke omfatter selve prospektet. Der må ikke erhverves værdipapirer på baggrund af udbudsmaterialet.

Funderet i præmissen om, at prospektet er det dokument, hvorpå der skal træffes en oplyst investeringsbeslutning bestemmer Udbudsbkg. § 14, at enhver ny omstændighed eller enhver væsentlig unøjagtighed i prospektet, der kan påvirke vurderingen af værdipapirerne, og som indtræder mellem tidspunktet for prospektets udarbejdelse og det endelige ophør af udbuddet til offentligheden, skal offentliggøres på samme måde som prospektet. I praksis betyder dette, at der skal udarbejdes et tillægsprospekt til det oprindelige prospekt. Dette tillægsprospekt skal gennemgå samme godkendelses- og offentliggørelsesprocedure som det oprindelige prospekt.

Fondsrådet har i en række konkrete afgørelser vurderet, at der er behov for udarbejdelse af tillægsprospekt i forbindelse med følgende typer ændringer:
– ændring af emissionsperioden
– udskydelse af meddelelse om tildeling af aktier
– udskydelse af indbetalingsfristen
– fastsættelse af dato fra hvilken aktierne giver ret til udbytte og andre rettigheder
– udsendelse af aktiebreve

Fondsrådet blev i en konkret sag af et selskab gjort opmærksom på, at selskabet havde foretaget ændringer i et prospekt, der var godkendt af Fondsrådet. Ændringerne bestod blandt andet i, at prospektet var opdateret med nye regnskabstal. Fondsrådet fandt, at selskabet havde overtrådt værdipapirhandelslovens §§ 44, stk. 1, og 45, stk. 1, samt prospektbkg. §§ 1, stk. 1, og 14 og indgav politianmeldelse.

Modsat har Fondsrådet konkret vurderet, at en ændring i et bilag ikke kræver udarbejdelse af tillægsprospekt. I den forbindelse gælder det almindelige obligationsretlige væsentlighedskriterium, som også anlagt af Højesteret i Hafnia-sagen *UfR 2002.2067 H*, jf. herom i kommentaren til VHL § 23.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Et prospekt er gyldigt i 12 måneder efter offentliggørelsen. Hvis et tillæg til prospektet er krævet i henhold til § 14, skal tillægget være godkendt som betingelse for prospektets gyldighed. De 12 måneder tælles pr. dato.

§ 45 **[Indsendelse til Finanstilsynet]** Prospekter som nævnt i § 44 skal indsendes til Finanstilsynet.

Stk. 2. Finanstilsynet påser, at prospekter som nævnt i § 44 opfylder forskrifterne i dette kapitel og bestemmelser fastsat i medfør heraf.

Stk. 3. Modtagelse af prospekter som nævnt i § 44 registreres i og offentliggøres af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Stk. 4. Finanstilsynet fastsætter regler om betaling af gebyrer for behandling af prospekter.

Stk. 5. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fastsætter regler om offentliggørelse af modtagelse af prospekter omfattet af dette kapitel og om betaling af gebyrer for offentliggørelsen.

Til § 45, stk. 1: Prospektindsendelse til Finanstilsynet

Finanstilsynet overtog ved lov 491 af 9. juni 2004 Fondsrådets kompetence.

Til § 45, stk. 4: Gebyrer

Hjemlen er ikke udnyttet.

Til § 45, stk. 5: Offentliggørelse

Denne hjemmel er udnyttet ved bkg. 961 af 1. december 2003 om Erhvervs- og Selskabsstyrelsens offentliggørelse af prospekter ved første offentlige udbud af visse værdipapirer, hvor gebyret for offentliggørelse er fastsat til 1.250 kr., jf. også Udbudsbkg. § 18. Prospekterne registreres og offentliggøres i Erhvervs- og Selskabsstyrelsens edb-informations-system. Offentliggørelsen sker typisk 1-2 dage efter, at prospektet er modtaget. Der sker ikke offentliggørelse i f.eks. Statstidende. Prospektet er offentligt tilgængeligt i Erhvervs- og Selskabsstyrelsens elektroniske system.

§ 46 **[Intet udbud før godkendelse]** Udbud til offentligheden må ikke finde sted, før prospektet er offentliggjort efter de regler, som er fastsat i medfør af § 45, stk. 5.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte regler om det nærmere indhold af udbudsmateriale.

Til § 46, stk. 1: Intet udbud før offentliggørelsen

I henhold til Udbudsbkg. § 19 gælder, at udbud til offentligheden først må finde sted fem arbejdsdage efter, at prospektet er offentliggjort, jf. samme bkg. § 18. Se ovenfor under VHL § 45, stk. 5. Motivationen for fristen på 5 arbejdsdage er, at investorerne skal have tilstrækkelig mulighed for at sætte sig ind i prospektmaterialet – ud over selve tegningsperioden. Selve offentliggørelsesdagen tæller med, således at et udbud, der baserer sig på et prospekt offentliggjort på et tidspunkt i løbet af en torsdag, må påbegyndes den følgende torsdag – ved kontortids begyndelse. Der tælles således ikke døgn. Finanstilsynet har mulighed for at dispensere fra denne 5 dages frist. Udsteder skal forud for udbuddets start henvende sig til Finanstilsynet og anmode om dispensation. Anmodningen skal være behørigt begrundet, og Finanstilsynet vil på dette grundlag vurdere, om det – ud fra hensynet til beskyttelsen af investorerne – er forsvarligt at forkorte fristen. Dispensation vil kun kunne komme på tale i situationer, hvor det f.eks. er af afgørende betydning for selskabets fortsatte eksistens, at udbuddet af værdipapirer starter før udløbet af 5-dages fristen, jf. Finanstilsynets Vejledning nr. 9320 af 7. juni 2005.

Hvis Udbudsbekendtgørelsens regler ikke overholdes, eksempelvis § 19, kan der pålægges bødestraf, jf. Udbudsbkg. § 20. Hvis således en udsteder uden at have fået et prospekt godkendt af Finanstilsynet henholdsvis registreret og offentliggjort i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen – har påbegyndt/gennemført et første udbud til offentligheden, ville dette kunne sanktioneres med bødestraf. Fondsrådet og Finanstilsynet har normalt indgivet politianmeldelse mod udbydere, der ikke har overholdt prospektpligten, jf. Finanstilsynets Vejledning nr. 9320 af 7. juni 2005.

Til § 46, stk. 2: Nærmere regler fra Finanstilsynet

Hjemmelen, der supplerer hjemmelen i VHL § 44, stk. 5, er udnyttet ved bkg. 166 af 4. oktober 2005.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 13

Værdipapirmæglere

§ 47 **[Værdipapirmæglervirksomhed]** Ved værdipapirmæglervirksomhed forstås regelmæssig drift af et marked, hvor der mellem værdipapirhandlere samt Danmarks Nationalbank sammenføres bud og udbud om køb og salg af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs.

Stk. 2. Finanstilsynet kan efter indstilling fra den fondsbørs, hvor det pågældende værdipapir er noteret eller handlet, tillade, at der etableres værdipapirmæglervirksomhed, og kan i forbindelse hermed fastsætte de nærmere vilkår for værdipapirmæglers virksomhed.

Til § 47, stk. 1: Begrebet værdipapirmægler

En værdipapirmægler (**interdealer-broker**) kendes fra udlandet som formidler af handel med værdipapirer, herunder typisk statsobligationer.

Ved **værdipapirmæglervirksomhed** forstås regelmæssig drift af et marked, hvor der mellem værdipapirhandlere samt Danmarks Nationalbank sammenføres bud og udbud om køb og salg af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, jf. VHL § 47, stk. 1. Værdipapir*mægleren* sammenfører således normalt værdipapir*handlerne* i kernemarkedet, og virksomheden rettes således mod professionelle aktører.

Værdipapirmæglernes virksomhed må ikke forveksles med værdipapirhandlerne efter § 4 eller fondsbørsmæglerselskaber efter FVL § 9, stk. 2, endsige mæglervirksomhed i fondsbørsforklædninger. Værdipapirmæglernes virksomhed udgør reelt et marked, og som sådan er værdipapirmæglerne en konkurrent til den fondsbørs, hvor værdipapirerne er noterede, hvorfor samtykke fra Københavns Fondsbørs kræves, jf. stk. 2.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Værdipapirmægleren skal opfylde kravene i VHL § 8 for at opnå tilladelse til at drive sin virksomhed, idet der er tale om § 7- virksomhed. Se også *Peer Schaumburg-Müller*, Dansk Børsret, 2. del, Værdipapirhandelsretten (2003), s. 136 og 137.

Til § 47, stk. 2: Værdipapirmæglervirksomhed i tilknytning til fondsbørs

Ved lov 491 af 9. juni 2004 blev Fondsrådets kompetence til at tillade værdipapirmæglervirksomhed flyttet til Finanstilsynet.

Før VHL havde værdipapirmæglere ikke adgang til at drive virksomhed i Danmark, men for at skabe en vis fremtidssikring af reguleringen **kan Finanstilsynet under visse betingelser tillade** etablering af en værdipapirmægler, fx i meget likvide statsobligationer, jf. VHL § 47, stk. 2. Finanstilsynet kan således efter indstilling fra den fondsbørs, hvor det pågældende værdipapir er noteret eller handlet, tillade, at der etableres værdipapirmæglervirksomhed, og Finanstilsynet kan i forbindelse hermed fastsætte de nærmere vilkår for værdipapirmægleres virksomhed. Dette gælder blandt andet, hvilke værdipapirer der må sammenføres i samarbejde med den indstillende fondsbørs. Typisk vil der være tale om sammenføringsvirksomhed inden for markedssegmenter, der er karakteriseret ved standardiserede instrumenter, så som meget likvide statsobligationer, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2004.

Værdipapirmægleren skal i så fald normalt være en selvstændig juridisk enhed, og der skal som nævnt foreligge **indstilling fra en fondsbørs**, hvor værdipapiret er noteret. Der kan, hvis værdipapirmæglerens virke er begrænset til bestemte typer af værdipapirer, foreskrives en hertil sigtende specialiseret betegnelse, fx »obligationsmægler«. Finanstilsynet kan desuden efter samråd med den indstillende fondsbørs bestemme, om sammenføring skal ske mellem værdipapirhandlere generelt eller alene mellem værdipapirhandlere, der samtidig er medlemmer af en fondsbørs eller et tilsvarende reguleret marked. Finanstilsynet kan tilsvarende træffe afgørelse om, hvorvidt værdipapirmæglerne skal optræde som rene markeder, det vil sige på ingen måde tage part i handelen, eller om de i afviklingsøjemed må tage part i handlerne for at sikre den fulde anonymitet parterne imellem, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2004-2005.

Værdipapirmægleren må kun formidle papirer, der er optaget til notering på en fondsbørs, mellem værdipapirhandlere og National-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

banken, og en værdipapirmægler retter sig således mod professionelle deltagere (kernemarkedet i modsætning til detailmarkedet).

Finanstilsynet har efter VHL § 33, stk. 2, kompetence til at pålægge værdipapirmæglere indberetningspligt.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 14

Pengemarkedsmæglere

§ 48 **[Pengemarkedsmæglervirksomhed]** Ved pengemarkedsmæglervirksomhed forstås regelmæssig drift af et marked, hvor der mellem deltagerne på pengemarkedet handles eller udveksles

1. ind- og udlån,
2. pengemarkedsrelaterede værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, og
3. andre pengemarkedsrelaterede værdipapirer.

Stk. 2. Udbud og bud om køb og salg af de i stk. 1, nr. 2, omfattede værdipapirer mellem værdipapirhandlere samt Danmarks Nationalbank kan kun regelmæssigt sammenføres af fondsbørser og pengemarkedsmæglere.

Stk. 3. Finanstilsynet kan fastsætte bestemmelser for pengemarkedsmægleres drift af markeder for pengemarkedsrelaterede værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs. Finanstilsynet kan bestemme, at en pengemarkedsmægler må udøve virksomhed som værdipapirmægler.

Til § 48, stk. 1: Begrebet pengemarkedsmæglervirksomhed

Pengemarkedet angår placering og finansiering af likviditet, normalt rede penge, og består derfor hovedsageligt mellem pengeinstitutter, hvor der udveksles ind- og udlånsforretninger med kort løbetid. Desuden anvendes pengemarkedet også til afdækning af kreditrisici, hvilket sker ved brug af dertil indrettede finansielle instrumenter, f.eks. genkøbsforretninger, FRA-kontrakter og swaps, jf. betænkning 1290/1995, bind 2, kapitel 14.

Pengemarkedsmægleres virksomhed afgrænses til drift af markeder for pengemarkedsprodukter mellem de professionelle deltagere på pengemarkedet. Som følge af den regelmæssige karakter af sammenføring af bud og udbud er der tale om en markedsplads (»et kernemarked«), hvor aktørerne på pengemarkedet kan udveksle likviditet eller omsætte korte pengemarkedsrelaterede instrumenter. Deltagerne

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

på pengemarkedet er således professionelle markedsaktører og vil typisk være pengeinstitutter samt Danmarks Nationalbank.

I modsætning til kernemarkedet er detailmarkedet kendetegnet ved udveksling af likvididitet mellem professionelle deltagere og deres kunder, det vil sige typisk investorer og større erhvervsvirksomheder. Likviditetsudvekslingen kan i praksis foregå både med og uden brug af mellemmænd, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2005.

Pengemarkedsmæglere havde allerede før VHL ageret som formidlere på pengemarkedet, og VHL sigter på at kunne **autorisere disse pengemarkedsmæglere**, såfremt de ønsker at formidle pengemarkedsrelaterede produkter, som er optaget til notering på en fondsbørs. Udgangspunktet i VHL er, at de skal følge bestemmelserne i AL og RL. Loven giver mulighed for, at Finanstilsynet kan fastsætte supplerende regler.

Pengemarkedsmægleren forestår regelmæssig drift af et marked, hvor der **mellem deltagerne på pengemarkedet handles eller udveksles**

1. indlån og udlån,
2. pengemarkedsrelaterede værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, og
3. andre pengemarkedsrelaterede værdipapirer,

De »**pengemarkedsrelaterede værdipapirer**« er i modsætning til andre værdipapirer karakteriseret ved en kort restløbetid, der i lighed med indlån og udlån gør deres afkast stærkt relateret til pengemarkedets øjeblikkelige situation.

I modsætning til værdipapirmægleren er en pengemarkedsmægler således én, der **formidler pengemarkedsprodukter** (aftaler om ind- og udlån, pengemarkedsrelaterede værdipapirer mv.) mellem de professionelle deltagere på pengemarkedet.

Pengemarkedsmægleren kan udelukkende optræde som formidler på pengemarkedet og kan således ikke selv være part i den enkelte handel.

Til § 48, stk. 2: Eneret hos pengemarkedsmæglere og fondsbørser

Virksomheden som pengemarkedsmægler er en § 7-virksomhed og kræver Finanstilsynets tilladelse efter § 8. Det er dog tilladt at drive pengemarkedsmæglervirksomhed uden tilladelse, hvis virksomheden

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ikke angår børsnoterede værdipapirer, hvorfor stk. 1, nr. 1 og 3, ikke er omfattet af bestemmelsen, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2005.

Københavns Fondsbørs skal ikke høres, når Finanstilsynet træffer afgørelse om meddelelse af tilladelse, således som det er tilfældet for værdipapirmæglere efter § 47, stk. 2. Finanstilsynet skal dog gribe ind, såfremt pengemarkedsmæglerne udvider markedet til også at omfatte børsnoterede produkter, der ikke kan karakteriseres som pengemarkedsinstrumenter, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2005.

Til § 48, stk. 3: Regler fra Finanstilsynet

Finanstilsynet har adgang til at afgrænse pengemarkedsmæglernes virksomhed i de børsnoterede pengemarkedsrelaterede værdipapirer.

Ved en ældre afgørelse meddelte Fondsrådet en pengemarkedsmægler tilladelse til at handle med danske børsnoterede obligationer med en restløbetid på op til 2 år, uanset om der var tale om statspapirer eller realkreditobligationer. Pengemarkedsmægleren havde tilsvarende efter VHL § 48, stk. 3, ansøgt om tilladelse til at kunne formidle handel med såkaldte »Specific Repos«. Fondsrådet meddelte imidlertid afslag på anmodningen herom, idet der på det foreliggende grundlag efter Fondsrådets opfattelse ikke var tale om handel med pengemarkedsrelaterede værdipapirer, men derimod om værdipapirmæglervirksomhed, jf. *Fondsrådets Beretning 1997*, kap. 2.2.

Ved lov 491 af 9. juni 2004 blev Fondsrådets kompetence flyttet til Finanstilsynet.

Hvis Finanstilsynet giver tilladelse til virksomhed som værdipapirmægler, må betingelserne i kapitel 13 skulle opfyldes af pengemarkedsmægleren.

§ 49 **[Drift af virksomhed]** En pengemarkedsmægler skal drive sin virksomhed på en redelig og gennemskuelig måde og sikre alle berørte en ligelig behandling inden for lovgivningens rammer.

Til § 49: Redeligheds- og gennemskuelighedskrav

Pengemarkedsmæglerne skal udøve deres virksomhed på en redelig og gennemskuelig måde. Da pengemarkedsmæglere har adgang til at sammenføre bud og udbud af børsnoterede pengemarkedsrelaterede værdipapirer, er det vigtigt, at denne virksomhed uden for børssystemer også foregår på redelig vis, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2006.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Således skal pengemarkedsmæglerne opfylde Værdipapirhandelslovens generelle regler, herunder VHL § 3 om god værdipapirhandelsskik samt kapitel 10 om forbuddet mod markedsmisbrug, jf. dog afgrænsningen i § 34, stk. 1.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 15

Clearingvirksomhed

§ 50 **[Definitioner].** Ved clearing forstås opgørelse af forpligtelser og rettigheder ved en aftalt udveksling af ydelser.

Stk. 2. Ved afvikling forstås udveksling af ydelser til opfyldelse af parternes forpligtelser.

Stk. 3. Ved netting som anført i § 57 forstås omregning til en nettofordring eller en nettoforpligtelse af fordringer og forpligtelser, der følger af overførselsordrer, som en eller flere deltagere udsteder til eller modtager fra en eller flere andre deltagere, med det resultat, at der kun kan gøres en nettofordring eller nettoforpligtelse gældende.

Stk. 4. Ved værdipapirclearingvirksomhed forstås regelmæssig virksomhed, som består i på en clearingdeltagers vegne at gennemføre clearing, afvikling eller clearing og afvikling af transaktioner med værdipapirer, herunder at indtræde som part i transaktionerne eller på anden måde sikre transaktionernes gennemførelse. Finanstilsynet afgør i tvivlstilfælde, om der foreligger værdipapirclearingvirksomhed.

Stk. 5. Ved clearingdeltager forstås en part, der har indgået en aftale med en clearingcentral om regelmæssigt at deltage i clearing, afvikling eller clearing og afvikling.

Stk. 6. Ved indirekte deltager forstås et kreditinstitut som defineret i art. 1, første led, i direktiv 77/780/EØF, som har indgået en aftale med et institut, der er deltager i et registreret betalingssystem, eller tilsvarende virksomhed udøvet af Danmarks Nationalbank, hvorved kreditinstituttet bliver i stand til at sende overførelsesordrer gennem systemet.

Til § 50, stk. 1: Definition af »clearing«

VHL § 50, stk. 1, indeholder definitionen af clearing. Herved forstås opgørelse af forpligtelser og rettigheder ved en aftalt udveksling af ydelser.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Som defineret i stk. 1 dækker clearing alene den proces, hvor parternes rettigheder og forpligtelser opgøres, og ikke selve udvekslingen af ydelser, således som begrebet clearing ses anvendt i andre sammenhænge, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2006.

En clearing vil ofte indebære, at der mellem to eller flere markedsdeltagere udregnes en nettokøbs- og salgsposition i hvert enkelt værdipapir og en nettolikviditetsposition.

Ved handel med derivater sker der normalt en løbende opgørelse af forpligtelser og rettigheder ud fra aktuelle markedsforhold, bl.a. med henblik på beregning af marginkrav. En sådan løbende opgørelse er omfattet af definitionen i stk. 1, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2006.

For at kunne gennemføre en clearing forudsættes det, at de involverede parter er enige om vilkårene for transaktionens gennemførelse.

Handelssammenføringssystemer, dvs. systemer der alene har til formål at sikre, at to parter er enige om handelsvilkårene, er ikke omfattet af clearingdefinitionen i stk. 1, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2006.

I overensstemmelse med Finality-direktivet (1998/26/EF) omfatter »ydelser« både værdipapirer og betalinger.

Forskellen mellem *clearing* i henhold til stk. 1 og *netting* i henhold til stk. 3 er, at der ved clearing er tale om en beregning af parternes forpligtelser og fordringer over for hinanden, hvilket kan ske på såvel netto som brutto basis, hvorimod der ved netting er tale om, at der efter beregning af parternes forpligtelser og rettigheder over for hinanden opgøres en enkelt nettoforpligtelse eller nettofordring, som er juridisk bindende, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3258.

Til § 50, stk. 2: Definition af »afvikling«

VHL § 50, stk. 2, indeholder definitionen af afvikling. Herved forstås udveksling af ydelser til opfyldelse af parternes forpligtelser.

Ifølge lovbemærkningerne (*FT 1995-96, till. A*, s. 2006) omfatter definitionen bl.a. følgende udvekslinger af ydelser:

1. udveksling af værdipapirer mod penge, således som det kendes fra Værdipapircentralens virksomhed,
2. tilfælde, hvor der ikke udveksles hovedstole (værdipapirer mod penge), men i stedet sker en beregning og overflytning af et difference- eller nettobeløb (kontant afvikling), fx i forbindelse med udløb af visse options- og futureskontrakter, samt
3. indgåelse af en optionskontrakt, hvor der sker en udveksling af optionskontrakten mod betaling af en optionspræmie.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 50, stk. 3: Definition af »netting«

VHL § 50, stk. 3, indeholder definitionen af netting efter § 57. Herved forstås omregning til en nettofordring eller en nettoforpligtelse af fordringer og forpligtelser, der følger af overførselsordrer, som en eller flere deltagere udsteder til eller modtager fra en eller flere andre deltagere, med det resultat, at der kun kan gøres en nettofordring eller nettoforpligtelse gældende.

Bestemmelsen er en implementering af art. 2k i Finalitydirektivet (1998/26/EF).

Netting er en form for modregning, hvor deltagernes indbyrdes fordringer/forpligtelser opgøres samlet, således at der alene tilbagestår en nettofordring eller – forpligtelse.

Forskellen mellem *clearing* i henhold til stk. 1 og *netting* i henhold til stk. 3 er, at der ved clearing er tale om en beregning af parternes forpligtelser og fordringer over for hinanden, hvilket kan ske på såvel netto som brutto basis, hvorimod der ved netting er tale om, at der efter beregning af parternes forpligtelser og rettigheder over for hinanden opgøres en enkelt nettoforpligtelse eller nettofordring, som er juridisk bindende, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3258.

Til § 50, stk. 4: Definition af »værdipapirclearingvirksomhed«

VHL § 50, stk. 3, indeholder definitionen af værdipapirclearingvirksomhed. Herved forstås regelmæssig virksomhed, som består i på en clearingdeltagers vegne at gennemføre clearing, afvikling eller clearing og afvikling af transaktioner med værdipapirer, herunder at indtræde som part i transaktionerne eller på anden måde sikre transaktionernes gennemførelse. Finanstilsynet afgør i tvivlstilfælde, om der foreligger værdipapirclearingvirksomhed.

Værdipapirclearingvirksomhed kræver en tilladelse som clearingcentral af Finanstilsynet og må alene udøves af clearingcentraler og Danmarks Nationalbank, jf. VHL §§ 7, 8 og 51. Denne afgrænsning indebærer, at den form for clearing og afvikling, kreditinstitutter udfører på andres vegne som led i deres normale forretningsområde, herunder gennem tilslutning til en clearingcentral som direkte clearingdeltager, ikke som udgangspunkt er omfattet af definitionen. Et kreditinstituts clearing og afvikling kan imidlertid få et sådant omfang, at det må betragtes som værdipapirclearingvirksomhed. Dette vil være tilfældet, hvis clearingen og afviklingen får et så stort og markedsdominerende omfang, at det må anses som problematisk, at en værdi-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

papirhandler varetager denne funktion, der fordrer en vis neutralitet i forhold til de involverede parter, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2006.

For at der vil være tale om værdipapirclearingvirksomhed, kræves det, at clearingen og afviklingen har forbindelse med værdipapirtransaktioner. Virksomheder, der alene forestår clearing og afvikling af valutahandler, pengemarkedstransaktioner eller andet, der falder uden for værdipapirdefinitionen i VHL § 2, vil derfor ikke være omfattet af definitionen, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2007.

Clearingvirksomhed omfatter tillige de tilfælde, hvor en clearingcentral indtræder som part i transaktioner med værdipapirer eller sikrer transaktionernes gennemførelse på anden vis, fx i forbindelse med clearing af options- og futureskontrakter samt i forbindelse med garantier over for en udlandscentral om at levere fondsaktiver i den efterfølgende afvikling, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2007.

Til § 50, stk. 5: Definition af »clearingdeltager«

VHL § 50, stk. 5, indeholder definitionen af clearingdeltager. Herved forstås en part, der har indgået en aftale med en clearingcentral om regelmæssigt at deltage i clearing, afvikling eller clearing og afvikling.

Bestemmelsen skal ses i sammenhæng med VHL § 54, der omfatter tilslutningsaftalen.

Af lovbemærkningerne til § 54 fremgår, at der ikke er fastsat grænser for, hvem der kan blive clearingdeltager i de tilfælde, hvor der cleares på *egne vegne*. Dermed vil det være muligt for andre end værdipapirhandlere (kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber) at kunne cleare og afvikle. Af størst interesse er, at der gives mulighed for, at eksempelvis forsikringsselskaber, pensionskasser, ATP og LD kan få adgang til at blive clearingdeltagere, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2008.

Til § 50, stk. 6: Definition af »indirekte deltager«

VHL § 50, stk. 6, indeholder definitionen af indirekte deltager. Herved forstås et kreditinstitut som defineret i art. 1, første led, i direktiv 77/780/EØF (1. bankdirektiv), som har indgået en aftale med et institut, der er deltager i et registreret betalingssystem, eller tilsvarende virksomhed udøvet af Danmarks Nationalbank, hvorved kreditinstituttet bliver i stand til at sende overførelsesordrer gennem systemet.

Ifølge bestemmelsen kan alene *kreditinstitutter* være indirekte deltagere.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Betalingssystemet skal være registreret efter VHL § 57 a, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3258.

Sammenhængen ml. direkte og indirekte deltagere er, at en direkte deltager repræsenterer den indirekte deltager i systemet. Dette har som konsekvens, at den indirekte deltager – også i tilfælde af betalingsstandsning eller konkurs – er forpligtet til at respektere det nettoresultat, der følger af clearingen og afviklingen i et betalingssystem af de overførselsordrer, som den indirekte deltager har meddelt til betalingssystemet via den direkte deltager. En forudsætning for at den indirekte deltager opnår denne retsstilling er, at den indirekte deltager er kendt af betalingssystemet og, at de transaktioner, der vedrører den indirekte deltager, kan identificeres, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3258 f.

§ 51 **[Værdipapirclearingvirksomhed].** Værdipapirclearingvirksomhed må alene drives af clearingcentraler og Danmarks Nationalbank.

Til § 51: Drift af værdipapirclearingvirksomhed

Bestemmelsen i VHL § 51 knæsætter eneretten for clearingcentraler og Danmarks Nationalbank til at foretage clearing og afvikling af værdipapirer. Omvendt betyder bestemmelsen, at anden clearingvirksomhed er fri.

§ 52 **[Bestyrelsens ansvar og krav til clearingcentralen].** Bestyrelsen for en clearingcentral er ansvarlig for, at centralens virksomhed foregår på en hensigtsmæssig og betryggende måde. Det påhviler den enkelte clearingcentral at fastsætte regler for clearing og afvikling og sikre alle berørte ligelig behandling. Vilkår for clearingcentralers betalingsafvikling i Danmarks Nationalbank er ikke omfattet af 2. pkt.

Stk. 2. En clearingcentral kan fastsætte nærmere regler om de værdipapirer, der kan cleares, afvikles eller cleares og afvikles i centralen.

Til § 52, stk. 1: Krav til en clearingcentral

VHL § 52, stk. 1, *1. pkt.*, fastlægger, at bestyrelsen for en clearingcentral er ansvarlig for, at centralens virksomhed foregår på en hensigtsmæssig og betryggende måde. Da en clearingcentral skal organiseres som et aktieselskab, jf. VHL § 7, stk. 1, nr. 6, er bestemmelsen

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

blot en gentagelse af det almindelige ansvar, der påhviler bestyrelsen i et aktieselskab, jf. AL kapitel 9.

VHL § 52, stk. 1, *2. pkt.*, fastlægger, at det påhviler den enkelte clearingcentral at fastsætte regler for clearing og afvikling og sikre alle berørte ligelig behandling. I overensstemmelse med lighedsgrundsætningen i VHL § 18, stk. 2, nr. 2, knæsætter bestemmelsen et forbud mod diskretionær forskelsbehandling. En forskelsbehandling, der beror på objektive og saglige kriterier, er derfor tilladt. Ligebehandlingsprincippet medfører derfor alene, at alle, der befinder sig i samme situation, skal behandles ens, jf. *FT 1997-98, till. A*, s. 1110. I tråd hermed hindrer reglerne ikke »lagdelt clearing«, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2007. Et eksempel herpå fremgår af VHL § 54, stk. 2, hvorefter det alene er værdipapirhandlere, clearingcentraler, Økonomistyrelsen og Danmarks Nationalbank, der kan cleare og afvikle transaktioner på vegne af tredjemand.

VHL § 52, stk. 1, *3. pkt.*, fastlægger, at vilkår for clearingcentralers betalingsafvikling i Danmarks Nationalbank ikke er omfattet af 2. pkt. Herved præciseres, at en clearingcentrals forpligtelser til (herunder gennem regelfastsættelse) at sikre alle berørte en ligelig behandling ikke vedrører betalingsafviklingen og betingelserne herfor i Danmarks Nationalbank, jf. *FT 1997-98, till. A*, s. 1110. Ifølge lovbemærkningerne har Værdipapircentralen og Danmarks Nationalbank indgået en bilateral aftale indeholdende vilkårene for betalingsafviklingen, der dels er fastsat efter forhandling med clearingcentraler og betalingssystemer, hvor betalingen afvikles over konti i Nationalbanken, dels har baggrund i internationale regelsæt. Herigennem sikrer Nationalbanken bl.a., at betalingssystemerne overholder Lamfalussystandarderne som aftalt mellem EU-centralbankerne. Disse standarder foreskriver bl.a., at multilaterale nettingsystemer skal have objektive og offentliggjorte adgangskriterier, som sikrer fair og åben adgang.

Til § 52, stk. 2: Clearingcentralens hjemmel til at fastsætte nærmere regler

Clearingcentralens hjemmel til at fastsætte nærmere regler er indsat for at fastslå, at clearingcentraler kan fastsætte kontraktbetingelser, som har bindende virkning for andre end clearingdeltagerne. Lovbemærkningerne nævner som eksempel prospekter og kontraktbetingelser (herunder kontraktbetingelser for kunder) for Garantifonden for Danske Optioner og Futures. Sidstnævnte regulerer en række defini-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

tioner, der anvendes i prospekterne, og fælles forhold vedrørende kunders oplysningspligt, rettigheder og forpligtelser i kontrakternes løbetid samt beskrivelse af kunders retsstilling ved clearingdeltagerens betalingsstandsning, konkurs og eksklusion. Endvidere er clearingdeltageres retsstilling i forbindelse med kunders misligholdelse beskrevet, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2007.

§ 53 **[Clearingcentralens virksomhed].** En clearingcentral kan føre kontantkonti for clearingdeltagerne og foranstalte långivning og låntagning af penge og værdipapirer i forbindelse med clearing, afvikling eller clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner. Nærmere regler herom fastsættes i en tilslutningsaftale, jf. § 54.

Stk. 2. En clearingcentral kan drive accessorisk virksomhed. Finanstilsynet kan beslutte, at den accessoriske virksomhed skal udøves i et andet selskab.

Stk. 3. Hvis en clearingcentral tillige driver børsvirksomhed, finder bestemmelserne i § 16, stk. 3 og 4, §§ 18-20, samt kapitlerne 6-10 anvendelse på selskabets virksomhed. Regler udstedt i medfør af § 19, stk. 1 og 2, og kapitlerne 6-10 finder tilsvarende anvendelse.

Stk. 4. Hvis en clearingcentral tillige driver virksomhed som værdipapircentral, finder bestemmelserne i § 8, stk. 3, § 60, §§ 62-82 og §§ 90 og 91 anvendelse på selskabets virksomhed.

Stk. 5. Hvis en clearingcentral tillige driver virksomhed som autoriseret markedsplads, finder bestemmelserne i kapitel 11 anvendelse på selskabets virksomhed.

Stk. 6. Hvis en clearingcentral tillige driver virksomhed som alternativ markedsplads, finder bestemmelserne i kapitel 11 a anvendelse på selskabets virksomhed.

Stk. 7. Hvis en clearingcentral tillige driver værdipapirmæglervirksomhed, finder bestemmelserne i kapitel 13 anvendelse.

Til § 53, stk. 1: Clearingcentralens virksomhed

VHL § 53, stk. 1, 1. pkt., fastsætter, at en clearingcentral kan føre kontantkonti for clearingdeltagerne og foranstalte långivning og låntagning af penge og værdipapirer i forbindelse med clearing, afvikling eller clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner.

Når clearingcentralen fører kontantkonti for clearingdeltagerne, er der ikke tale om, at der drives pengeinstitutvirksomhed efter lov om finansiel virksomhed. Dette skyldes, at clearingcentralen kun driver

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

denne virksomhed for sine deltagere og ikke henvender sig til offentligheden om modtagelse af indlån, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2007.

Stk. 1 giver desuden en clearingcentral mulighed for at formidle eller indgå som part i udlån af penge og værdipapirer i forbindelse med clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner.

Ifølge VHL § 53, stk. 1, *2. pkt.*, fastsættes de nærmere regler om førelse af kontantkonti henholdsvis foranstaltning af långivning og låntagning af penge og værdipapirer i en tilslutningsaftale, jf. § 54.

Til § 53, stk. 2: Accessorisk virksomhed

Ifølge VHL § 53, stk. 2, *1. pkt.*, kan en clearingcentral – foruden clearingvirksomhed – også drive accessorisk virksomhed. Den accessoriske virksomhed skal ligge i naturlig forlængelse af selskabets virksomhed. Der stilles ikke krav om, at den accessoriske virksomhed skal være forbundet med varetagelse af funktioner i selskabets virksomhedsområde, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2007.

VHL § 53, stk. 3-7, indeholder forskellige typer af accessorisk virksomhed. Disse bestemmelser finder alene anvendelse, såfremt clearingvirksomheden og den i stk. 3-7 opregnede accessoriske virksomhed drives i samme juridiske person. Organiseres den pågældende virksomhed derimod som et selvstændigt aktieselskab, skal dette selskab på normal vis opfylde kravene hertil, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2008.

Ifølge VHL § 53, stk. 2, *2. pkt.*, kan Finanstilsynet beslutte, at den accessoriske virksomhed skal udøves i et andet selskab. I denne vurdering vil Finanstilsynet inddrage (i) den risiko, der er forbundet med de planlagte aktiviteter, (ii) hvor forskellig fra en clearingcentrals kerneområde de planlagte aktiviteter vurderes at være, og (iii) om aktiviteterne har en stor volumen i forhold til clearingvirksomheden, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2008.

Til § 53, stk. 3: Clearingcentral driver børsvirksomhed

VHL § 53, stk. 3, fastlægger de krav, en clearingcentral skal opfylde, såfremt den ønsker at drive accessorisk børsvirksomhed.

Følgende regler finder i så fald anvendelse:

- adgang til fondsbørsen,
- fondsbørsens virksomhed,
- pligt til at meddele lovovertrædelser til Finanstilsynet,
- tavshedspligtsbestemmelsen,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

- optagelse af værdipapirer til notering,
- oplysningsforpligtelser,
- overtagelsestilbud,
- indberetning, og
- markedsmisbrug.

Derimod er der ikke krav om indbetaling af yderligere kapital, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2008.

Til § 53, stk. 4: Clearingcentral driver værdipapircentral

VHL § 53, stk. 4, fastlægger de krav, en clearingcentral skal opfylde, såfremt den ønsker at drive accessorisk virksomhed som værdipapircentral.

Som følge af at den registreringsvirksomhed, der udøves, er af offentligretlig karakter, skal en clearingcentral opfylde en række særbestemmelser, når den driver virksomhed som værdipapircentral, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2008.

Til § 53, stk. 5: Clearingcentral driver autoriseret markedsplads

VHL § 53, stk. 5, fastlægger de krav, en clearingcentral skal opfylde, såfremt den ønsker at drive accessorisk virksomhed som autoriseret markedsplads. I så fald skal bestemmelserne om autoriserede markedspladser i værdipapirhandelslovens kapitel 11 iagttages.

Til § 53, stk. 6: Clearingcentral driver alternativ markedsplads

VHL § 53, stk. 6, fastlægger de krav, en clearingcentral skal opfylde, såfremt den ønsker at drive accessorisk virksomhed som alternativ markedsplads. I så fald skal bestemmelserne om alternative markedspladser i værdipapirhandelslovens kapitel 11 a iagttages.

Til § 53, stk. 7: Clearingcentral driver værdipapirmæglervirksomhed

VHL § 53, stk. 7, fastlægger de krav, en clearingcentral skal opfylde, såfremt den ønsker at drive accessorisk værdipapirmæglervirksomhed. I så fald skal bestemmelserne om værdipapirmæglervirksomhed i værdipapirhandelslovens kapitel 13 iagttages.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 16

Tilslutning til en clearingcentral

§ 54 **[Tilslutning til en clearingcentral].** En clearingdeltager skal indgå en tilslutningsaftale med clearingcentralen. Tilslutningen kan ske med henblik på at cleare og afvikle egne, tredjemands eller egne og tredjemands transaktioner med værdipapirer.

Stk. 2. Alene værdipapirhandlere, clearingcentraler, Økonomistyrelsen og Danmarks Nationalbank kan cleare og afvikle transaktioner på vegne af tredjemand.

Stk. 3. Værdipapirhandlere har adgang til at indgå tilslutningsaftale med clearingcentralen, såfremt de opfylder betingelserne i stk. 4. Clearingcentralen kan bestemme, at andre kan få adgang til at indgå tilslutningsaftale.

Stk. 4. Clearingcentralen fastsætter reglerne for tilslutningen som clearingdeltager, herunder de betingelser, som clearingdeltagere skal opfylde for at deltage i clearing og afvikling af egne, tredjemands eller egne og tredjemands transaktioner.

Stk. 5. Hvis en clearingdeltager groft eller gentagne gange tilsidesætter vilkårene for tilslutning, kan clearingcentralen ophæve tilslutningsaftalen.

Til § 54, stk. 1: Indgåelse af tilslutningsaftale

VHL § 54, stk. 1, *1. pkt.*, fastlægger, at den primære regulering af forholdet mellem clearingdeltageren (som defineret i VHL § 50, stk. 5) og clearingcentralen bygger på selve *tilslutningsaftalen*. Lovgivers hensigt har i den sammenhæng været at undgå at lægge snævre lovgivningsmæssige bånd på clearing- og afviklingsstrukturen, men i stedet – inden for nogle overordnede rammer – at overlade den konkrete afgrænsning af kredsen af clearingdeltagere til clearingcentralen.

At afgrænsningen ikke er diskretionær fremgår af lovbemærkningerne, der fremhæver, at danske og udenlandske kreditinstitutter og investeringsselskaber (fondsmæglerselskaber) samt Danmarks Nationalbank som minimum skal have mulighed for at cleare og afvikle

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

transaktioner med værdipapirer gennem en clearingcentral, såfremt de opfylder de generelle betingelser og indgår en tilslutningsaftale, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2008.

Ifølge VHL § 54, stk. 1, *2. pkt.*, kan tilslutningsaftalen give adgang til følgende:

1. clearing af egne værdipapirtransaktioner,
2. clearing af tredjemands værdipapirtransaktioner (indirekte clearing), eller
3. clearing af egne og tredjemands værdipapirtransaktioner.

Hermed indføres den væsentlige sondring mellem *egne* og *tredjemands* transaktioner, jf. kommentarerne herom nedenfor under VHL § 54, stk. 2.

Til § 54, stk. 2: Clearing af tredjemands værdipapirtransaktioner

VHL § 54, stk. 2, fastlægger, at alene værdipapirhandlere, clearingcentraler, Økonomistyrelsen og Danmarks Nationalbank kan cleare og afvikle transaktioner på vegne af tredjemand (lagdelt clearing). Denne begrænsning er indført ud fra hensynet til clearing- og afviklingssystemets sikkerhed. At værdipapirhandlere er medtaget, skyldes, at disse har tilladelse til at udøve investeringsservice over for tredjemand og er underlagt finansielt tilsyn, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2008. Som følge af begrænsningen vil andre selskaber alene kunne opnå adgang til at cleare og afvikle *egne* værdipapirtransaktioner.

Tredjemand skal forstås bredt og kan derfor omfatte institutionelle investorer, privatpersoner samt kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2008.

Til § 54, stk. 3: Krav til værdipapirhandlere og andre

VHL § 54, stk. 3, *1. pkt.*, fastlægger, at værdipapirhandlere – såfremt de opfylder betingelserne i stk. 4 – har adgang til at indgå en tilslutningsaftale med clearingcentralen.

Ifølge VHL § 54, stk. 3, *2. pkt.*, kan clearingcentralen bestemme, at andre kan få adgang til at indgå tilslutningsaftale. Det betyder, at andre end værdipapirhandlere (kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber) vil kunne få adgang til at cleare og afvikle *egne* værdipapirtransaktioner (men altså ikke tredjemands), jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2008. I praksis betyder dette blandt andet, at fx forsikringsselskaber, pensionskasser, ATP og LD kan få adgang til at blive clearingdeltagere.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 54, stk. 4: Vilkårene for tilslutning

VHL § 54, stk. 4, fastlægger, at det er clearingcentralen, der fastsætter reglerne for tilslutningen som clearingdeltager, herunder de betingelser, som clearingdeltagere skal opfylde for at deltage i clearing og afvikling af egne, tredjemands eller egne og tredjemands transaktioner.

Eftersom det er clearingcentralen, der skal sikre, at clearingen og afvikling foregår på sikker og effektiv vis, jf. VHL § 52, vil der typisk være tale om tekniske og uddannelsesmæssige krav til deltagerne samt krav om at gennemgå en test for at sikre, at deltagerne kan anvende det pågældende clearing- og afviklingssystem korrekt, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2009.

Ifølge lovbemærkningerne er udgangspunktet, at clearingcentralen kan fastsætte nærmere krav til clearingdeltagernes kapitalgrundlag, så længe kravene er sagligt begrundede og ikke-diskriminerende. En clearingcentral vil tillige kunne træffe afgørelse om, at det er en betingelse for at indgå en tilslutningsaftale, at der tillige er indgået en aftale om netting efter kapitel 18. Lovbemærkningerne understreger, at disse eksempler ikke er udtømmende, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2008.

Som følge af VHL § 54, stk. 4, skal clearingcentralen tillige fastsætte de betingelser, som centralen stiller til clearingdeltagerne om dækning af risici, herunder vedrørende margin- eller anden sikkerhedsstillelse (fx krav om pengeinstitutgaranti).

Såfremt clearingcentralen afslår en aktørs anmodning om at blive clearingdeltager, kan dette afslag indbringes for Finanstilsynet, jf. VHL § 88, stk. 3.

Til § 54, stk. 5: Ophævelse af tilslutningsaftalen

VHL § 54, stk. 5, præciserer clearingcentralens beføjelse til at fratage en clearingdeltager retten til at være tilsluttet centralen, såfremt clearingdeltageren ikke overholder vilkårene i tilslutningsaftalen, og der er tale om grove eller gentagne overtrædelser, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2010.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 17

Risikoafdækning

§ 55 **[Risikoafdækning].** Yder en clearingcentral eller clearingdeltager lån til en clearingdeltager i forbindelse med afviklingen af værdipapirhandler eller betalinger i clearingcentralen, kan det forinden være aftalt med låntager, at de af låntagerens fondsaktiver, der opbevares i et eller flere af låntageren udpegede depoter i en værdipapircentral, kan tjene til pant for indfrielsen af lånet.

Stk. 2. Yder et registreret betalingssystem eller en deltager i et sådant system lån til en deltager eller en indirekte deltager i systemet i forbindelse med afviklingen af betalinger i systemet, kan det forinden være aftalt med låntager, at de af låntagerens fondsaktiver, der opbevares i et eller flere af låntageren udpegede depoter i en værdipapircentral, kan tjene til pant for indfrielsen af lånet.

Stk. 3. Hvis værdipapirclearingvirksomhed udøves, eller et betalingssystem drives af Danmarks Nationalbank, og værdipapirclearingvirksomheden, betalingssystemet eller en deltager i værdipapirclearingvirksomheden eller betalingssystemet yder lån til en deltager eller en indirekte deltager i forbindelse med afviklingen i systemet, kan det forinden være aftalt med låntager, at de af låntagerens fondsaktiver, der opbevares i et eller flere af låntageren udpegede depoter i en værdipapircentral, kan tjene til pant for indfrielsen af lånet.

Stk. 4. Er en aftale som nævnt i stk. 1, 2 eller 3 registreret i en værdipapircentral, og ydes der lån til brug for afvikling, kan der i tilknytning til afviklingen anmeldes panteret i de pågældende fondsaktiver, jf. stk. 1-3, over for værdipapircentralen med henblik på registrering. Alene ved en sådan registrering opnås beskyttelse mod retsforfølgning og aftaleerhververe efter reglerne i kapitel 22.

Stk. 5. Har en clearingcentral eller en clearingdeltager betalt for en andens erhvervelse af fondsaktiver, som afvikles gennem

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

en clearingcentral, kan der i en værdipapircentral til sikkerhed for betalerens krav mod erhververen registreres pant i den del af de erhvervede fondsaktiver, som samtidig registreres på erhververens konto i værdipapircentralen, og som ikke efter aftale med betaleren er videreoverdraget ved salg afviklet på samme tidspunkt som erhvervelsen. Ved registreringen af panteretten opnås beskyttelse mod retsforfølgning og aftaleerhververe efter reglerne i kapitel 22.

Stk. 6. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om, inden for hvilken tidsfrist en långiver ved meddelelse skal fastholde den i henhold til stk. 4 og 5 anmeldte panteret. Registrering af panteretten slettes uden meddelelse efter § 68, såfremt retten ikke er fastholdt inden fristens udløb. En værdipapircentral kan udskyde den i 2. pkt. nævnte frist, såfremt Danmarks Nationalbank har meddelt, at Danmarks Nationalbanks betalingssystemer er ude af funktion som følge af tekniske problemer.

Til § 55, stk. 1: Sikkerhedsstillelse ved afvikling i clearingcentral

VHL § 55 indeholder en regulering af risikoafdækning i forbindelse med *professionelle* markedsdeltageres handel på værdipapirmarkedet. Den særlige sikkerhedsstillelse kan således ikke anvendes over for almindelige kunder, jf. *FT 2000-01, till. A*, s. 1908.

Reguleringens formål er at tilvejebringe et godt grundlag for, at professionelle markedsdeltagere kan stille sikkerhed for kreditter, som clearingcentraler og clearingdeltagere stiller til rådighed i umiddelbar forbindelse med afvikling af værdipapirhandler i clearingcentraler, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2010.

Reguleringen skal ses i lyset af den generelle fokus på de risici, der knytter sig til værdipapirmarkedets infrastruktur hos såvel myndigheder som aktørerne på værdipapirmarkedet. Denne fokus på risikobegrænsende foranstaltninger skyldes i særdeleshed de meget betragtelige beløb, der omsættes på markederne, og det forhold, at disse i høj grad udgør »gensidigt forbundne kar«, hvilket medfører en vis risiko for, at utilsigtede dominoeffekter vil resultere i betydelig økonomisk ustabilitet.

Omvendt har lovgiver ønsket, at sikkerhedsstillelsen ikke skulle lægge begrænsninger på værdipapirernes generelle omsættelighed, og at markedsdeltagerne har mulighed for at være part i handler, hvor de samme værdipapirer købes og sælges gennem flere led med samme afviklingspunkt. I den sammenhæng har panteretten lighedstræk med

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

kreditkonsignation, idet panthaver antages at have ret til at videresælge de pantsatte værdipapirer.

Reguleringen i § 55 omhandler alene sikkerhedsstillelse for afviklingskreditter, der ydes af clearingcentraler og tilsluttede clearingdeltagere i tilknytning til afvikling af værdipapirhandler, og omfatter derfor alene sikkerhedsstillelse for transaktioner med værdipapirer, der afvikles i en *clearingcentral*, jf. VHL §§ 50 og 54. Det er ikke en betingelse, at den pågældende clearingcentral eller clearingdeltager er direkte part i den konkrete transaktion, der afvikles. Clearingdeltageren kan fx være et kreditinstitut, der yder lån i forbindelse med afviklingen af en transaktion, hvori en af kreditinstituttets kunder er part, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2010.

Reguleringen i § 55 er afgrænset ved, at sikkerheden skal have form af fondsaktiver, dvs. værdipapirer, der er registeret (dematerialiserede og omsættelige) i en værdipapircentral efter § 59, stk. 2, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2010.

VHL § 55, stk. 1, giver clearingcentraler og clearingdeltagere (som defineret i § 54, stk. 2) mulighed for at indgå aftale med en låntager om, at dennes fondsaktiver – beroende i et af låntageren udpeget depot i en værdipapircentral – skal tjene til sikkerhed for lån, der i forbindelse med afvikling af værdipapirhandler ydes af enten clearingcentralen eller en clearingdeltager.

Lånet skal være ydet i forbindelse med afviklingen af enten værdipapirer eller betalinger.

Pantsætningsaftalen skal omfatte de til enhver tid værende fondsaktiver, der befinder sig i depotet efter de enkelte afviklinger, dvs. inklusive de fondsaktiver, der i et afviklingsforløb overføres til depotet, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2011. Herved har panteretten karakter af flydende pant.

Pantsætningsaftalen er ikke i sig selv udtryk for et retskrav med virkning over for tredjemands rettigheder over for låntager, men er derimod alene en legitimering af, at depotet er omfattet af en pantsætningsaftale, og at der på den pågældende långivers vegne kan anmeldes pant i det af låntageren udpegede depot i umiddelbar forbindelse med, at denne stiller et træk til rådighed for låntager til afviklingens gennemførelse, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2011.

Såfremt der i forbindelse med en afvikling konstateres et behov for at yde en afviklingskredit, kan sikkerhedsretten mod låntager udnyttes ved anmeldelse til registrering af en panteret i den pågældende

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

værdipapircentral sammen med afviklingen (automatisk pant). Herved udføres sikringsakten, jf. § 55, stk. 4.

Til § 55, stk. 2: Sikkerhedsstillelse ved afvikling i registreret betalingssystem

VHL § 55, stk. 2, udgør en udvidelse af den i § 55, stk. 1, hjemlede ret for clearingcentraler og clearingdeltagere til etablering af sikkerhedsret i forbindelse med afvikling af værdipapirhandler. Ifølge § 55, stk. 2, gælder denne sikkerhedsret tillige for registrerede betalingssystemer samt deltagerne i disse vedrørende lån ydet i forbindelse med afvikling af betalinger i systemerne. Låntagerne kan være såvel direkte som indirekte deltagere i systemerne, jf. *FT 2000-01, till. A*, s. 1908.

Denne adgang til at etablere sikkerhedsret i forbindelse med afvikling i registrerede betalingssystemer skal ses i lyset af den øgede fokus på de risici, der er forbundet med omsætningen af penge og finansielle instrumenter, samt betalinger knyttet hertil.

Direkte deltagere i registrerede betalingssystemer kan være kreditinstitutter, investeringsselskaber, offentlige myndigheder eller andre, der efter Finanstilsynets vurdering har væsentlig betydning for betalingsafviklingen. Derimod følger det af § 57 a, stk. 1, at alene kreditinstitutter kan være indirekte deltager, jf. tillige *FT 2000-01, till. A*, s. 1908.

Sikkerhedsretten kan anvendes:

- mellem betalingssystemet og de direkte deltagere,
- mellem betalingssystemet og de indirekte deltagere, eller
- mellem de direkte og indirekte deltagere.

Sikkerhedsretten kan derimod ikke anvendes mellem clearingcentralers eller betalingssystemers deltagere og disses almindelige kunder, jf. *FT 2000-01, till. A*, s. 1908.

Til § 55, stk. 3: Sikkerhedsstillelse, hvor Nationalbanken er driftsherre

I sin egenskab af centralbank driver Danmarks Nationalbank de væsentligste danske betalingssystemer, der ikke skal registreres i henhold til § 57 a, stk. 1. Herudover kan Danmarks Nationalbank drive værdipapirclearingvirksomhed, jf. § 51, stk. 1. Som følge heraf udvider § 55, stk. 3, sikkerhedsretten efter stk. 1 og 2 til også at gælde i for-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

bindelse med afviklingen i de af Danmarks Nationalbank drevne systemer, jf. *FT 2000-01, till. A*, s. 1908.

Til § 55, stk. 4: Anmeldelse af panteret til Værdipapircentralen ved långivning

VHL § 55, stk. 4, *1. pkt.*, forudsætter, at afvikling og registrering kan foretages af to forskellige aktører. Det betyder, at lån og anmeldelse af panteretten kan foretages uafhængigt af afviklingen, dog forudsat at der er en sammenhæng mellem lån og afvikling, jf. *FT 2001-02, till. A*, s. 4797.

VHL § 55, stk. 4, *2. pkt.*, angiver, at sikringsakten for panteretten efter stk. 1-3 er registrering i Værdipapircentralen.

Til § 55, stk. 5: Anmeldelse af panteret til Værdipapircentralen ved betaling

Af VHL § 55, stk. 5, følger, at clearingcentraler og clearingdeltagere – der i forbindelse med afvikling af handel med fondsaktiver finansierer andres erhvervelse af fondsaktiver (betaler) – kan få en lovbestemt panteret i den del af de af erhververen anskaffede fondsaktiver, som ikke er videreoverdraget ved salg afviklet på samme tidspunkt som erhvervelsen.

Heri ligger, at panteretten knytter sig til »nettoerhvervelsen« af fondsaktiver. Panteretten forhindrer ikke, at en køber erhverver fondsaktiver, som videresælges med samme afviklingstidspunkt som købet, ligesom panteretten kan gøres gældende af både en sælgende og en långivende part, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2011.

Panteretten skal kunne opgives ved aftale, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2011.

Som følge af at panteretten knytter sig til nettoerhvervelsen, må betaleren sikre sig, at de beløb, som erhververen af værdipapirerne modtager for videresolgte fondsaktiver, anvendes til nedbringelse af betalers krav, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2011. I en clearingcentrals betalingsformidling kan dette enten ske ved, at betaler fører både erhververens pengekonto og depoter over fondsaktiver eller ved, at der i værdipapircentralen etableres de fornødne styringsmekanismer, der sikrer, at fondsaktiver ikke videreoverdrages, uden at betalerens krav er indfriet og samtidig sikrer, at fondsaktiverne ikke i forbindelse med videresalg afhændes til underpris, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2011.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

For at panthaveren kan opnå beskyttelse over for retsforfølgning og aftaleerhververe, skal panteretten registreres på erhververens konto i Værdipapircentralen samtidig med, at nettoerhvervelsen af fondsaktiver registreres på kontoen, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2011.

Til § 55, stk. 6: Finanstilsynets hjemmel til at fastsætte nærmere regler om tidsfrist

VHL § 55, stk. 6, *1. pkt.*, fastlægger, at Finanstilsynet skal fastsætte frister for den tidsmæssige udstrækning af retten til at etablere pant. Finanstilsynet har med hjemmel heri udstedt bkg. 1032 af 5. december 1996 om tidsfrister for at gøre retten til automatisk pant og betalingsforbehold gældende. Det følger af bkg. § 1, at panthaveren skal gøre panteretten gældende inden kl. 15.00 på afviklingsdagen.

Af VHL § 55, stk. 6, *2. pkt.*, følger, at panteretten slettes, såfremt retten ikke er fastholdt inden tidsfristens udløb. Er retten til pant bortfaldet, kan den ikke senere genetableres eller på anden måde påberåbes, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2011.

VHL § 55, stk. 6, *3. pkt.*, sikrer, at fristen til at fastholde panteretten ikke vil springe i de tilfælde, hvor Danmarks Nationalbank har meddelt, at dets betalingssystemer er ude af funktion som følge af tekniske problemer. Lovbemærkningerne forudsætter i den forbindelse, at Danmarks Nationalbank straks orienterer alle clearingdeltagere om de tekniske problemer og udsættelsen, jf. *FT 1998-99, till. A*, s. 3459.

§ 56 **[Straks-realisering af panteret].** Fondsaktiver, hvori der er registreret pant i henhold til § 55, stk. 4 eller 5, kan, hvis der er indgået en forudgående aftale herom, eller hvis handlen er indgået mellem en værdipapirhandler og en værdipapirhandler eller en institutionel investor eller en tilsvarende professionel investor, realiseres straks efter udløbet af den af Finanstilsynet i medfør af § 55, stk. 6, fastsatte frist, såfremt låntageren ikke forinden har opfyldt sine forpligtelser. Den i 1. pkt. nævnte frist kan fraviges efter aftale mellem parterne, såfremt pantet er registreret i henhold til § 55, stk. 4 og 5.

Stk. 2. Værdipapirer, der er stillet til sikkerhed over for en clearingcentral eller en clearingdeltager til opfyldelse af clearingcentralens regler om sikkerhedsstillelse, kan realiseres straks, hvis der er indgået en forudgående aftale herom, og der foreligger en misligholdelse af clearingcentralens regler om sikkerhedsstillelse.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 56, stk. 1: Straks-realisering af panteret i fondsaktiver ved misligholdelse

Den professionelle værdipapirhandel er karakteriseret ved, at der omsættes for meget store beløb pr. transaktion, og at de samme værdipapirer oftest omsættes mange gange i løbet af en dag. Med henblik på at bevare dynamikken i denne handel er det væsentligt, at den, der har fået sikkerhed i en post fondsaktiver, også får adgang til at realisere denne *straks*, såfremt debitor ikke dækker afviklingskreditten ind inden for den tidsfrist, der er fastsat for handel med en pågældende type værdipapirer, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2011. Dette er baggrunden for § 56's fravigelse af realisationsfristen på én uge i Rpl § 538a, stk. 2.

Ved indførelsen af bestemmelsen, vurderede lovgiver, at hensynet til at beskytte debitor mod at blive påført unødige tab ved en hurtig realisation ikke var så tungtvejende, at det burde forhindre adgangen til straks-realisering. I den sammenhæng var det afgørende, at realisationsadgangen alene berører en begrænset kreds af professionelle aktører, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2012.

Som følge af ovenstående betragtninger bestemmer § 56, stk. 1, at parterne kan aftale, at retsplejelovens § 538a ikke skal finde anvendelse på realisation af de pågældende fondsaktiver. En sådan aftale kan fx være en del af en løbende kreditaftale eller kan indgås som et led i aftalen om den enkelte transaktion, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2012.

Til § 56, stk. 2: Straks-realisering af panteret i værdipapirer ved misligholdelse

VHL § 56, stk. 2, bygger på de samme hensyn som gengivet ovenfor under § 56, stk. 1.

Herefter kan parterne aftale at retsplejelovens § 538a ikke skal finde anvendelse på realisation af værdipapirer, der er stillet til sikkerhed over for en clearingcentral eller en clearingdeltager til opfyldelse af clearingcentralens krav om sikkerhedsstillelse (margin) til begrænsning af risici i forbindelse med afvikling af værdipapirhandler eller garanti for opfyldelse af options- og futureskontrakter eller lignende, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2012.

Bestemmelsen nødvendiggøres af, at det i denne situation ikke er clearingcentralen eller clearingdeltageren, der yder et lån, for hvilket der stilles sikkerhed, men clearingdeltageren eller køberen/sælgeren af en kontrakt, der stiller en foreskrevet sikkerhed over for en clearing-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

central eller clearingdeltager i den pågældende clearingcentral, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2012.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 18

Betalingssystemer, netting mv.

§ 57 **[Netting].** En aftale mellem to eller flere parter om, at samtlige anmeldte fordringer, der har tilknytning til en clearingcentrals udøvelse af værdipapirclearingvirksomhed, jf. § 50, stk. 4, eller forbindelse til clearing af betalinger udøvet af Danmarks Nationalbank eller et registreret betalingssystem, skal nettes, kan med retsvirkning over for boet og kreditorerne tillige indeholde en bestemmelse om, at de pågældende fordringer skal nettes, cleares og afvikles eller føres tilbage i deres helhed, såfremt en af parterne erklæres konkurs, eller der anmeldes betalingsstandsning eller åbnes tvangsakkord.

Stk. 2. Aftaler om netting med udenlandske clearingcentraler og betalingssystemer, der er anmeldt til Kommissionen i medfør af art. 10, 1. afsnit, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF har samme retsvirkning som aftaler nævnt i stk. 1.

Stk. 3. Finanstilsynet kan godkende, at en aftale om netting med udenlandske clearingcentraler og betalingssystemer eller tilsvarende udenlandske virksomheder, der udøver værdipapirclearingvirksomhed eller clearing af betalinger uden for Den Europæiske Union eller lande, som Unionen har indgået aftale med, får retsvirkning i henhold til stk. 1.

Stk. 4. En aftale som nævnt i stk. 1 skal for at have retsvirkning over for boet og kreditorerne inden konkursen, anmeldelsen af betalingsstandsning eller åbning af tvangsakkord være indsendt til Finanstilsynet.

Stk. 5. Aftaler i henhold til stk. 1 og 3 skal indeholde objektive betingelser for, i hvilke tilfælde anmeldte, men endnu ikke opfyldte fordringer enten

1. opfyldes i overensstemmelse med nettingaftalen eller
2. tilbageføres i deres helhed.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 57, stk. 1: Nettingaftalens retsvirkning over for boet og kreditorer

VHL kapitel 18 blev indført i forbindelse med Børsreform II ved lov 1072 af 20. december 1995. Kapitlet er siden hen blevet ændret i forbindelse med implementeringen af Finalitydirektivet (1998/26/EF) ved lov 283 af 26. april 2000 og igen som følge af implementeringen af Collateraldirektivet (2002/47/EF) ved lov 1171 af 19. december 2003, hvor den tidligere § 58 blev erstattet af to nye kapitler i værdipapirhandelslovens kapitel 18 a og 18 b.

Formålet med indførelsen af kapitel 18 var (og er stadig) at styrke den finansielle infrastruktur ved at mindske risikoen for, at problemer i enkelte institutter spreder sig gennem betalingssystemer og clearingcentraler m.v. til hele det finansielle system med risiko for at dette helt eller delvist bryder sammen, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2012.

VHL § 57, stk. 1, implementerer Finalitydirektivets (1998/26/EF) art. 3, nr. 1.

Bestemmelsen fastlægger, at en bilateral (to parter) eller multilateral (flere parter) aftale om netting, clearing og afvikling kan tillægges retsvirkning over for boet eller kreditorerne, uanset at en af parterne erklæres konkurs eller der anmeldes betalingsstandsning eller åbnes tvangsakkord. Bestemmelsen sikrer således, at nettingsystemet kan gennemføre afviklingen, uanset at en deltager er gået konkurs efter at have afgivet en overførselsordre. Tilsvarende afskæres et konkursbo fra at gribe ind i afviklingen ved at gøre indtrædelsesretten i henhold til konkursloven gældende. Konkursboet kan således ikke indtræde i handler, der er fordelagtige for boet og undlade at indtræde i de ufordelagtige handler, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3259.

Netting efter § 57, stk. 1, vil kunne finde sted, uanset at der ikke er gensidighed, dvs. at fordringerne ikke består mellem de samme parter, og uanset fordringernes beskaffenhed, dvs. at fx værdipapirer og betaling samt fordringer i forskellige valutaer kan modregnes, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2013.

I tidsmæssig henseende må det antages, at være et krav, at overførselsordren er indgået i systemet forinden insolvensbehandlingen er påbegyndt, jf. art. 3, nr. 1, 1. afsnit i Finalitydirektivet (1998/26/EF) samt de tidligere lovbemærkninger i *FT 1995-96, till. A*, s. 2013. Aftalen må tillige kunne opretholdes for de overførselsordrer, der gennemføres på selve dagen for insolvensbehandlingen, såfremt systemet kan løfte bevisbyrden for, at man ikke havde viden eller burde have

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

viden om insolvensbehandlingen, jf. art. 3, nr. 1, 2. afsnit i Finalitydirektivet (1998/26/EF). Som skæringstidspunkter anses henholdsvis anmeldelse af betalingsstandsning, konkursdekretets afsigelse eller åbning af tvangsakkord, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2013.

Den lovbestemte fravigelse af konkursloven gælder dog alene selve systemets clearing og afvikling. Det hindrer derfor ikke et efterfølgende opgør i form af fx en omstødelsessag, da dette ikke vil aktualisere den systemiske risiko, der begrunder fravigelsen af konkursloven, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3259, der må antages at implementere præambel 13 i Finalitydirektivet (1998/26/EF).

Til § 57, stk. 2: Gensidig anerkendelse af nettingaftaler under EU-systemer

VHL § 57, stk. 2, blev indsat ved lov 283 af 26. april 2000. Bestemmelsen gennemfører den gensidige anerkendelse af systemer, der opfylder kravene i Finalitydirektivet (1998/26/EF), og som er anmeldt til Kommissionen i henhold direktivets art. 10.

Bestemmelsen indebærer, at nettingaftaler der er indgået med systemer, der er omfattet af Finalitydirektivet (1998/26/EF), har samme retsvirkning, som aftaler indgået med danske systemer.

Til § 57, stk. 3: Finanstilsynets hjemmel til at godkende yderligere nettingaftaler

VHL § 53, stk. 3, indeholder hjemmel for Finanstilsynet til at godkende nettingaftaler, der er indgået med systemer, der ligger uden for EU/EØS.

Til § 57, stk. 4: Anmeldelse af nettingaftale til Finanstilsynet

VHL § 57, stk. 4, fastlægger, at anmeldelse af nettingaftalen til Finanstilsynet er en gyldighedsbetingelse for at aftalen har retsvirkning overfor konkursboet og kreditorer. Det er et krav, at aftalen er *indsendt* til Finanstilsynet.

Af lovbemærkningerne fremgår, at nettingaftalen forudsættes at indeholde principperne for kursfastsættelse. Der kan således ikke være tale om diskretionære beføjelser for den enkelte clearingcentral, det enkelte betalingssystem eller for den enkelte part. Lovgiver forudsætter i den sammenhæng, at der for hvert system er tale om standardaftaler, som den enkelte clearingcentral/betalingssystem udarbejder, jf. FT 1995/96, Tillæg A, s. 2013.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 57, stk. 5: Krav om objektive kriterier i nettingaftale

VHL § 57, stk. 5, fastlægger, at nettingaftaler efter stk. 1 og 3 skal indeholde *objektive kriterier*. Som nævnt ovenfor under § 57, stk. 4, kan der ikke være tale om diskretionære beføjelser for den enkelte clearingcentral, det enkelte betalingssystem eller for den enkelte part.

Lovbemærkningerne nævner, at en objektiv betingelse for gennemførelse af nettingen kunne være, »at den restfordring, der efter clearingen og afviklingen er gennemført som følge af nettingen opstår på den konkursramte part, er mindre end et i forvejen aftalt beløb«, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2013.

§ 57 a **[Betalingssystemer].** Finanstilsynet kan registrere et betalingssystem, hvis systemet er underlagt dansk ret, og en deltager har sit hovedsæde i Danmark med den virkning, at nettingaftaler og aftaler om sikkerhedsstillelse vedrørende afvikling af betalinger får retsvirkning i henhold til bestemmelserne i § 57, stk. 1, jf. dog § 57, stk. 4, samt bestemmelserne i § 57 b, stk. 1 og 2. Deltagere i betalingssystemet skal være kreditinstitutter som defineret i art. 1, første led, i direktiv 77/780/EØF, investeringsselskaber som defineret i art. 1, nr. 2, i direktiv 93/22/EØF, offentlige myndigheder eller andre, der efter Finanstilsynets vurdering har væsentlig betydning for betalingsafviklingen. Indirekte deltagere i betalingssystemet skal være kreditinstitutter som defineret i art. 1, første led, i direktiv 77/780/EØF.

Stk. 2. Finanstilsynet skal påse, at de for systemet og deltagerne gældende regler og tilslutningsaftaler indeholder bestemmelser om,

- at systemet er underlagt dansk ret,
- hvem der kan være direkte deltagere i systemet,
- hvem der kan være indirekte deltagere i systemet,
- på hvilke betingelser deltagere kan repræsentere indirekte deltagere,
- hvilke krav til sikkerheder og sikkerhedsstillelse systemet stiller med henblik på at sikre afviklingen i systemet,
- de i § 57 c nævnte forhold samt
- vilkår i eventuelle aftaler, som systemet har indgået med et afregningsfirma eller et clearinginstitut som defineret i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF, art. 2, litra d og e.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 3. Finanstilsynet kan give et registreret betalingssystem pålæg om at ændre de efter stk. 2 udstedte regler og tilslutningsaftaler.

Stk. 4. Finanstilsynet kan fastsætte krav til et registreret betalingssystems kapitalgrundlag, krav til ledelse, jf. § 9, krav om revision og udarbejdelse af driftsplaner, forretningsgange samt tilstrækkelige kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger, herunder på edb-området.

Stk. 5. Systemet skal meddele Finanstilsynet, hvem der deltager direkte eller indirekte i systemet, samt eventuelle ændringer heri.

Til § 57 a, stk. 1: Registrering af betalingssystem

VHL § 57 a implementerer art. 2 i Finalitydirektivet (1998/26/EF) og blev indført ved lov 283 af 26. april 2000.

For at et betalingssystem kan blive registreret af Finanstilsynet i henhold til § 57 a, skal systemet opfylde de betingelser, der fremgår af stk. 1 og 2. Registreringens retsvirkning er, at nettingaftaler samt aftaler om sikkerhedsstillelse får retsvirkning i henhold til §§ 57, stk. 1, og 57 b, stk. 1 og 2.

Ifølge § 57 a, stk. 1, 2. pkt., kan følgende være *direkte deltagere* i betalingssystemet:

- Kreditinstitutter (herunder realkreditinstitutter) som defineret i art. 1, første led i 1. bankdirektiv (77/780/EØF),
- investeringsselskaber som defineret i art. 1, nr. 2 i Investeringsservicedirektivet (92/22/EØF), og
- offentlige myndigheder eller andre, der efter Finanstilsynets vurdering, har væsentlig betydning for betalingsafviklingen.

Lovbemærkningerne nævner, at Værdipapircentralen og FUTOP Clearingcentralen er systemer med *væsentlig betydning for betalingsafviklingen*, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3260.

Ifølge § 57 a, stk. 1, 3. pkt., kan alene kreditinstitutter (herunder realkreditinstitutter) være *indirekte deltagere* i betalingssystemet. En indirekte deltager vil derfor være et kreditinstitut, som har indgået aftale med en direkte deltager, hvorved den indirekte deltager (kreditinstituttet) bliver i stand til at sende overførselsordrer gennem betalingssystemet.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 57 a, stk. 2: Minimumskrav til regler og tilslutningsaftale

VHL § 57 a, stk. 2, indeholder minimumskravene til de for betalingssystemet og deltagerne gældende regler og tilslutningsaftaler. Finanstilsynet skal påse at disse er opfyldt.

Betalingssystemet vil være underlagt dansk ret efter nr. 1, såfremt mindst én af deltagerne har sit hovedsæde i Danmark, og betalingssystemet har valgt at være undergivet dansk ret.

Ifølge nr. 4 skal det bl.a. fremgå af betalingssystemets regler, »på hvilke betingelser deltagere kan repræsentere indirekte deltagere«. Dette giver mulighed for, at en direkte deltager kan aftale med en indirekte deltager, at sidstnævnte – også i tilfælde af betalingsstandsning eller konkurs – er forpligtet til at respektere det nettoresultat, der følger af clearingen og afviklingen i et betalingssystem af de transaktioner, som den indirekte deltager meddeler til betalingssystemet via den direkte deltager. En sådan aftale forudsætter, at betalingssystemet kender den indirekte deltagers identitet og kan identificere de pågældende transaktioner, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3260.

Nr. 7 bestemmer, at »vilkår i eventuelle aftaler, som systemet har indgået med et *afregningsfirma* eller et *clearinginstitut*«, tillige skal være fastlagt i betalingssystemets regler og tilslutningsaftalen. Bestemmelsen bygger på den forudsætning, at et betalingssystem kan være opbygget på en sådan måde, at de enkelte dele af clearing og afvikling er fordelt på flere enheder. Ved *afregningsfirma* forstås en enhed, der stiller afregningskonti til rådighed for de institutter, der deltager i betalingssystemet, til anvendelse ved afregning af overførselsordrer inden for betalingssystemet, og som eventuelt yder kredit til deltagerne i forbindelse med afregningen. Et *clearinginstitut* er en enhed, der er ansvarlig for beregningen af deltagerens nettoposition, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3260.

Såfremt reglerne og/eller tilslutningsaftalerne efterfølgende ændres, skal dette meddeles Finanstilsynet, der herefter må tage stilling til, hvorvidt registreringen – på baggrund af de nye oplysninger – kan opretholdes.

Til § 57 a, stk. 3: Finanstilsynets pålæg om ændring af regelsæt og tilslutningsaftaler

Ifølge VHL § 57 a, stk. 3, kan Finanstilsynet give et registreret betalingssystem pålæg om at ændre de efter stk. 2 udstedte regler og tilslutningsaftaler. Sådanne ændringspålæg vil blive givet på baggrund

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

af en konkret vurdering af samtlige de oplysninger, som Finanstilsynet har modtaget/indhentet i forbindelse med registreringen, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3260.

Til § 57 a, stk. 4: Finanstilsynets hjemmel til at fastsætte nærmere krav

Ifølge VHL § 57 a, stk. 4, kan Finanstilsynet fastsætte krav til et registreret betalingssystem vedrørende følgende forhold:

- kapitalgrundlag,
- krav til ledelse, jf. § 9,
- krav om revision,
- og udarbejdelse af driftsplaner, forretningsgange samt tilstrækkelige kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger, herunder på edb-området

Disse krav vil blive vurderet i forhold til det konkrete betalingssystem. I denne vurdering vil i særdeleshed indgå den risiko, som den valgte organisation af betalingssystemet medfører, herunder risikoen for tab for den enkelte deltager samt størrelsen af et eventuelt samlet tab for sektoren, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3261.

Til § 57 a, stk. 5: Betalingssystemets oplysningspligt vedrørende deltagere i systemet

VHL § 57 a, stk. 5, fastlægger en oplysningspligt, hvorefter betalingssystemet skal meddele Finanstilsynet, hvem der deltager direkte eller indirekte i systemet, samt eventuelle ændringer heri. Bestemmelsen er en implementering af art. 10, stk. 2 i Finalitydirektivet (1998/26/EF).

§ 57 b **[Omstødelige dispositioner mv.].** Dispositioner, hvorved der stilles sikkerhed over for Danmarks Nationalbank, en clearingcentral, et registreret betalingssystem eller deltagere i sådanne systemer, kan ikke omstødes efter konkurslovens § 70, stk. 1, eller § 72, stk. 2. Omstødelse kan dog ske, såfremt

– sikkerheden ikke er stillet uden unødigt ophold, efter at mangelen på sikkerhed er opstået, eller
– sikkerheden er stillet under sådanne omstændigheder, at den ikke fremstår som ordinær.

Stk. 2. Er en sikkerhed som nævnt i stk. 1 stillet i form af værdipapirer eller kontoindestående, kan sikkerheden realiseres straks, hvis der er indgået en forudgående aftale herom, og deltageren ikke forinden har opfyldt sine forpligtelser over for Dan-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

marks Nationalbank, en clearingcentral eller et registreret betalingssystem eller over for deltagerne i sådanne systemer.

Stk. 3. Stk. 1 og 2 finder tilsvarende anvendelse på sikkerheder stillet i forbindelse med clearingcentraler og betalingssystemer, der er anmeldt til Kommissionen i medfør af art. 10, 1. afsnit, i Europa-Parlamenets og Rådets direktiv 98/26/EF, hvis sikkerheden er stillet i overensstemmelse med clearingcentralens eller betalingssystemets regler. Tilsvarende gælder sikkerhed stillet over for centralbanker i deres egenskab af centralbanker i Den Europæiske Union eller lande, som Unionen har indgået aftale med.

Stk. 4. Finanstilsynet kan godkende aftaler om sikkerhedsstillelse indgået med udenlandske clearingcentraler eller betalingssystemer eller tilsvarende udenlandske virksomheder, der udøver værdipapirclearingvirksomhed eller clearing af betalinger uden for Den Europæiske Union eller lande, som Unionen har indgået aftale med med den virkning, at sikkerhedsstillelse i overensstemmelse med en sådan aftale er omfattet af stk. 1 og 2.

Til § 57 b, stk. 1: Omstødelige dispositioner

VHL § 57 b implementerer art. 9 i Finalitydirektivet (1998/26/EF), hvorefter sikkerhed, der er stillet til fordel for Danmarks Nationalbank, en clearingcentral, et registreret betalingssystem eller deltagere i sådanne systemer, ikke berøres af deltagerens insolvens.

Som følge heraf bestemmer VHL § 57 b, stk. 1, at sådan sikkerhedsstillelse ikke omstødes efter reglerne i konkurslovens §§ 70, stk. 1, og 72, stk. 2, men derimod kan omstødes såfremt:

1. sikkerheden ikke er stillet uden unødigt ophold, efter at mangelen på sikkerhed er opstået, eller
2. sikkerheden er stillet under sådanne omstændigheder, at den ikke fremstår som ordinær.

Denne fravigelse af konkurslovens regler er begrundet i, at Finalitydirektivet (1998/26/EF) understøtter den grundlæggende sikkerhed i netting- og clearingsystemer, som består i en eliminering af afviklings- og systemrisici, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3261.

VHL § 57 b, stk. 1, *nr. 1*, fastlægger, at omstødelse kan ske såfremt »sikkerheden ikke er stillet uden unødigt ophold, efter at mangelen på sikkerhed er opstået«. Af lovbemærkningerne fremgår, at systemets regler skal fastsætte de nærmere procedurer for at sikkerhedsstillelse

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

sker i overensstemmelse hermed. Såfremt reglerne indeholder sådanne bestemmelser og de konkret anses for overholdt, vil sikkerheden følgelig ikke kunne omstødes, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3261.

VHL § 57 b, stk. 1, *nr. 2*, fastlægger, at omstødelse kan ske såfremt »sikkerheden er stillet under sådanne omstændigheder, at den ikke fremstår som ordinær«. Lovbemærkningerne fremhæver, at sikkerheden vil fremstå som ordinær, såfremt den er stillet i overensstemmelse med systemets regler, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3261.

VHL § 57 b, stk. 1, forhindrer alene omstødelse af sikkerhedsstillelse stillet til fordel for Danmarks Nationalbank, en clearingcentral, et registreret betalingssystem eller deltagere i sådanne systemer. Det betyder, at såfremt en deltager går konkurs el.lign, vil boet fortsat have mulighed for *efterfølgende* at føre omstødelsessager mod de deltagere, der har modtaget en omstødelig betaling eller sikkerhedsstillelse.

Med hjemmel i VHL § 57 d, stk. 1, har Finanstilsynet udstedt bkg. 140 af 2. marts 2006 om, med hvilke clearingcentraler og betalingssystemer, der kan indgås aftaler med retsvirkning efter § 57 b, stk. 1. Følgende enheder er omfattet heraf:

- Værdipapircentralen A/S.
- Sumclearingen (Finansrådets betalingssystem).
- KRONOS.
- DN-Forespørgselsservice.

Til § 57 b, stk. 2: Straks-realisering af værdipapirer eller kontoindestående

VHL § 57 b, stk. 2, indebærer en fravigelse af realisationsfristen på én uge i Rpl § 538a, stk. 2. Således kan realisationen – såfremt betingelserne er opfyldt – iværksættes *straks*.

Bestemmelsen er indført af hensyn til systemernes mulighed for at afvikle planmæssigt, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3262. Se tillige bemærkningerne vedrørende den lignende fravigelse i § 56.

Med hjemmel i VHL § 57 d, stk. 1, har Finanstilsynet udstedt bkg. 140 af 2. marts 2006 om, med hvilke clearingcentraler og betalingssystemer, der kan indgås aftaler med retsvirkning efter § 57 b, stk. 2. Følgende enheder er omfattet heraf:

- Værdipapircentralen A/S.
- Sumclearingen (Finansrådets betalingssystem).
- KRONOS.
- DN-Forespørgselsservice.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 57 b, stk. 3: Clearingcentraler/betalingssystemer inden for EU/EØS

VHL § 57 b, stk. 3, fastsætter, at reglerne i stk. 1 og 2 tillige finder anvendelse på clearingcentraler og betalingssystemer i andre EU-/EØS-lande, såfremt systemet er anmeldt til Kommissionen efter art. 10 i Finalitydirektivet (1998/26/EF). I så fald giver bestemmelsen den samme retsbeskyttelse mod omstødelse og adgang til straks-realisation af sikkerhed, som følger af dansk ret.

Til § 57 b, stk. 4: Finanstilsynets godkendelse af aftaler om sikkerhedsstillelse

VHL § 57 b, stk. 4, fastsætter, at reglerne i stk. 1 og 2 tillige finder anvendelse på clearingcentraler og betalingssystemer uden for EU-/EØS-lande, såfremt Finanstilsynet godkender disse. I så fald medfører bestemmelsen den samme retsbeskyttelse mod omstødelse og adgang til straks-realisation af sikkerhed som følger af dansk ret.

§ 57 c **[Krav til regler og tilslutningsaftaler].** Gældende regler og tilslutningsaftaler for en clearingcentral, et registreret betalingssystem eller for tilsvarende virksomhed udøvet af Danmarks Nationalbank skal indeholde bestemmelser om,

1. hvornår en overførelsesordre anses for indgået i systemet, samt
2. tidspunktet eller tidspunkterne for, hvornår en overførselsordre, der er indgået i systemet, ikke længere kan tilbagekaldes af en deltager eller en tredje part.

Til § 57 c: Krav til regler og tilslutningsaftaler

VHL § 57 c implementerer art. 3 og 5 i Finalitydirektivet (1998/26/EF) og fastlægger visse krav, der skal være indeholdt i regelsæt og tilslutningsaftaler.

Ifølge *nr. 1* skal disse indeholde bestemmelser om, »hvornår en overførelsesordre anses for *indgået* i systemet«. Kravet hænger sammen med, at dette tidspunkt er afgørende for, hvornår overførselsordrer og netting har retsvirkning og er bindende over for tredjemand.

Ifølge *nr. 2* skal disse tillige indeholde bestemmelser om, »tidspunktet eller tidspunkterne for, hvornår en overførselsordre, der er indgået i systemet, ikke længere kan *tilbagekaldes* af en deltager eller en tredje part«. Herved søges det forhindret, at deltagere fx prøver at

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

stoppe betalinger til en konkursramt deltager med den følge, at afviklingen ikke vil kunne gennemføres.

Overførselsordre er defineret således i art. 2, litra i, i Finalitydirektivet (1998/26/EF):

1. en instruks fra en deltager om at stille et pengebeløb til rådighed for en modtager ved en postering på et kreditinstituts, en centralbanks eller et afregningsfirmas konto, eller en instruks, som indebærer overtagelse eller indfrielse af en betalingsforpligtelse som defineret i systemets regler, eller
2. en instruks fra en deltager om at overføre ejendomsretten eller andre rettigheder til et eller flere værdipapirer ved notering i et register eller på anden vis.

§ 57 d **[Finanstilsynets liste over godkendte clearingcentraler og betalingssystemer].** Finanstilsynet udfærdiger en liste over de clearingcentraler og betalingssystemer, hvormed der kan indgås aftaler med retsvirkning i henhold til bestemmelserne i § 57, stk. 1, og § 57 b, stk. 1 og 2. Listen offentliggøres ved bekendtgørelse.

Stk. 2. Finanstilsynet anmelder de af stk. 1 omfattede clearingcentraler og betalingssystemer samt betalings- og værdipapirclearingsystemer, der drives af Danmarks Nationalbank, til Kommissionen, jf. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF, art. 10.

Stk. 3. Hvis en deltager i en clearingcentral eller et betalingssystem omfattet af stk. 2 anmelder betalingsstandsning, eller der af skifteretten afsiges konkursdekret eller åbnes tvangsakkordforhandling for en sådan deltager, giver skifteretten straks meddelelse herom til Finanstilsynet. Finanstilsynet videregiver straks denne meddelelse til de øvrige lande i Den Europæiske Union samt lande, som Fællesskabet har indgået aftale med, jf. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF, art. 6, stk. 3.

Til § 57 d, stk. 1: Liste over godkendte clearingcentraler og betalingssystemer

Med hjemmel i VHL § 57 d, stk. 1, har Finanstilsynet udstedt bkg. 140 af 2. marts 2006 om, med hvilke clearingcentraler og betalingssystemer, der kan indgås aftaler med retsvirkning efter §§ 57, stk. 1 samt 57 b, stk. 1 og 2. Følgende enheder er omfattet heraf:

• Værdipapircentralen A/S.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

- Sumclearingen (Finansrådets betalingssystem).
- KRONOS.
- DN-Forespørgselsservice.

Til § 57 d, stk. 2: Finanstilsynets anmeldelse af liste til Kommissionen

Denne anmeldelse af de i bkg. 140 af 2. marts 2006 opregnede enheder er en forudsætning for, at indgåede aftaler om netting og sikkerhed vil nyde beskyttelse mod national insolvensret efter §§ 57 og 57 b.

Til § 57 d, stk. 3: Skifterettens meddelelse til Finanstilsynet

VHL § 57 d, stk. 3, implementerer art. 6, nr. 3 i Finalitydirektivet (1998/26/EF). Bestemmelsen medfører, at Skifteretten underretter Finanstilsynet om den danske enheds insolvens, som herefter underretter de øvrige EU-/EØS-lande.

§ 57 e **[Lovvalg ved insolvens].** Hvis en deltager i en clearingcentral, et registreret betalingssystem eller tilsvarende virksomhed udøvet af Danmarks Nationalbank går konkurs, anmelder betalingsstandsning, der åbnes tvangsakkordforhandling eller anden form for insolvensbehandling, som defineret i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF, art. 2, litra j, skal de rettigheder og forpligtelser, der følger af eller har forbindelse med den pågældendes deltagelse i systemet, fastlægges efter den lovgivning, som systemet er underlagt. Tilsvarende gælder for danske deltagere i udenlandske clearingcentraler og betalingssystemer, der er anmeldt til Kommissionen i medfør af art. 10, 1. afsnit, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF.

Til § 57e: Lovvalg ved insolvens

VHL § 57e implementerer art. 8 i Finalitydirektivet (1998/26/EF).

Bestemmelsen indeholder en lovvalgsregel, der – under hensyntagen til Finalitydirektivets formål – må antages at være begrænset til de spørgsmål, der har betydning for selve afviklingen af transaktioner i et system.

Lovvalgsreglen indebærer, at systemets ret alene finder anvendelse, hvor brug af den ret, der i øvrigt finder anvendelse på en deltagers konkurs, vil hindre eller begrænse den planmæssige gennemførelse af transaktionerne i systemet, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3262.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Ovenstående betyder, at et konkursbo ikke under henvisning til den insolvenslovgivning, der i øvrigt finder anvendelse på konkursen, kan forhindre gennemførelsen af de aftaler, som den konkursramte deltager har indgået via det pågældende system. Lovbemærkningerne fremhæver som eksempel herpå, at en dansk deltagers konkursbo derfor ikke vil kunne påberåbe sig reglerne i den danske konkurslov over for et system, der er underlagt engelsk ret, såfremt dette umuliggør eller begrænser den planmæssige afvikling af transaktionerne i systemet. Tilsvarende vil en udenlandsk deltager i et system, der er underlagt dansk ret, i tilfælde af konkurs, skulle anvende den danske konkurslov for så vidt angår de bestemmelser, der påvirker gennemførelsen af transaktionerne i det danske system, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3263.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 18 a

Aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse og slutafregning m.v.

§ 58 **[Kapitel 18 a's anvendelsesområde].** Bestemmelserne i dette kapitel finder anvendelse på aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse og på sikkerheder, når disse er stillet. En sikkerhed anses for stillet, når den relevante sikringsakt er foretaget.

Stk. 2. §§ 58 h og 58 i finder dog anvendelse, uanset om en aftale om slutafregning eller løbende netting er indgået som led i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse.

Til § 58, stk. 1: Kapitel 18 a's anvendelsesområde

Kapitel 18 a blev indsat i VHL ved lov 1171 af 19. december 2003 og udgjorde herved en implementering af Collateraldirektivet (2002/47/EF). Lovændringen betød, at den daværende bestemmelse i VHL § 58 blev ophævet og erstattet af de nugældende kapitel 18 a og 18 b.

Den tidligere bestemmelse i § 58 videreførtes dog i de nugældende §§ 58 h og 58 i og gælder tillige fortsat for aftaler indgået førend den 1. januar 2004, jf. § 8, stk. 2 i lov 1171 af 19. december 2003. Om slutafregning efter den tidligere § 58, se *Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen*; Slutafregning, 2005, s. 33-35 samt s. 89 f. Om de danske overvejelser i forbindelse med implementeringen af Collateraldirektivet (2002/47/EF), se *Økonomi- og Erhvervsministeriets* »Rapport om gennemførelse af direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse«, 2003.

I modsætning til den tidligere bestemmelse i VHL § 58, er de nugældende regler ikke – når der bortses fra slutafregningsaftaler med ikke-erhvervsdrivende – begrænset til fordringer hidrørende fra valuta- og værdipapirhandel. Det betyder, at slutafregningsreglerne – trods deres placering i VHL – ikke alene har betydning i kapitalmarkedsforhold men derimod for kreditretlige forhold generelt. Eftersom slutafregningsreglerne i flere henseender giver parterne en bedre rets-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

stilling overfor tredjemand end den almindelige modregningsadgang efter dansk ret, er reglerne af væsentlig praktisk betydning.

Collateraldirektivet (2002/47/EF) er et minimumsdirektiv, hvis formål er, at fremme en effektiv brug af grænseoverskridende sikkerhedsstillelse blandt aktørerne på de finansielle markeder og reducere den risiko, markedsdeltagerne har på hinanden, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 289.

Bestemmelsen i VHL § 58, stk. 1, fastslår, at kapitel 18 a finder anvendelse på aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse som defineret i VHL § 58 a. Bestemmelsen implementerer art. 1, stk. 5 i Collateraldirektivet (2002/47/EF), hvorefter den eneste sikringsakt som en medlemsstat må kræve er, at den finansielle sikkerhed leveres, overdrages, besiddes eller på anden måde bringes i sikkerhedshavers eller en på dennes vegne handlende persons besiddelse eller under dennes kontrol.

Såfremt pantet består af værdipapirer på en individuel konto, betyder ovenstående, at sikringsaktien opfyldes ved registrering i Værdipapircentralen. jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 294.

I overensstemmelse med det almindelige bevisbyrdeprincip i Danmark, skal den der gør gældende, at sikringsakten er foretaget, kunne føre og løfte bevisbyrden herfor. Der er fri bevisbedømmelse efter dansk ret, men bevis kan til eksempel føres ved fremlæggelse af skriftlig dokumentation for sikringsaktens foretagelse, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 294.

At slutafregningsreglerne i kapitel 18a finder anvendelse, når sikkerheden *er* stillet, betyder fx, at § 58 k om opretholdelse af aftaler om overdragelse af ejendomsret først finder anvendelse, når den relevante sikringsakt er foretaget. § 58 l's regler om supplerende sikkerhed finder tillige alene anvendelse på ændringer i værdien af en sikkerhed, såfremt den relevante sikringsakt er foretaget, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 294.

Til § 58, stk. 2: Særbestemmelse om anvendelsesområdet

Bestemmelsen i VHL § 58, stk. 2, fastlægger, at reglerne i §§ 58 h og 58 i finder anvendelse på aftaler, der alene indeholder bestemmelse om slutafregning og løbende netting som defineret i §§ 58 h og 58 i. Det betyder, at §§ 58 h og 58 i gælder for slutafregningsaftaler, uanset om aftalen er indgået som led i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 58 a **[Definition af aftale om finansiel sikkerhedsstillelse].** Ved en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse forstås en aftale mellem parter omfattet af § 58 b om sikkerhedsstillelse for finansielle forpligtelser, jf. § 58 e, i form af sikkerheder omfattet af § 58 f. Ved sikkerhedsstillelse forstås overdragelse af ejendomsret til sikkerhed samt pantsætning.

Stk. 2. En aftale om finansiel sikkerhedsstillelse skal for at være omfattet af dette kapitel være skriftlig eller skal kunne dokumenteres på anden måde, der retligt kan sidestilles dermed.

Til § 58 a, stk. 1: Definition af aftale om finansiel sikkerhedsstillelse

Bestemmelsen i VHL § 58 a, stk. 1, rummer definitionen af en *aftale om finansiel sikkerhedsstillelse*, der altså er forskellig fra en aftale om slutafregning, se § 58 h. Bestemmelsen er en implementering af art. 2, stk. 1, litra a-c.

Bestemmelsen har til formål at sikre, at der inden for EU opnås ensartede regler for behandlingen af repo-forretninger (genkøbsaftaler). Det skyldes, at EU-landene ikke har ensartede regler for, om repo-forretninger betragtes som pantsætning eller for en overdragelse af ejendomsretten til de underliggende værdipapirer. Der savnes derfor klare regler for, hvilken sikringsakt sikkerhedshaver skal iagttage for at sikre sig mod sikkerhedsstillers kreditorer. På den baggrund præciserer VHL § 58 a, stk. 1, at en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse er beskyttet mod sikkerhedsstillers kreditorer efter nationale regler om overdragelse af ejendomsret til de underliggende aktiver, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 295.

Til § 58 a, stk. 2: Dokumentationskrav

VHL § 58 a, stk. 2, implementerer art. 1, stk. 5, 3. afsnit, i Collateraldirektivet (2002/47/EF). Ifølge bestemmelsen skal aftalen være skriftlig eller dokumenteret på en måde, der retligt kan sidestilles hermed. Formålet hermed er, at sikre bevis for dels, hvad der stilles sikkerhed for, og dels hvad sikkerheden kan bestå i, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 295.

Det følger af art. 2, stk. 3, i Collateraldirektivet (2002/47/EF), at skriftlighedskravet kan være opfyldt ved elektronisk lagring eller lagring ved hjælp af et andet varigt medium, hvilket betyder, at aftalen skal kunne dokumenteres på en måde, der i bevismæssig henseende

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

kan tillægges samme værdi som en aftale, der er indgået skriftligt, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 295.

Skriftlighedskravet i § 58 a, stk. 2, gælder tillige for aftaler, der indeholder bestemmelser om slutafregning, jf. VHL § 58 h, stk. 7.

§ 58 b **[Aftalens parter].** En part i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan kun være følgende:

1. En offentlig myndighed, dog ikke offentligt garanterede virksomheder, medmindre disse falder ind under nr. 2-6, herunder
   a. offentlige organer i Den Europæiske Unions medlemslande samt lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, der er ansvarlige for eller medvirker ved forvaltningen af offentlig gæld,
   b. offentlige organer i Den Europæiske Unions medlemslande samt lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, der er bemyndiget til at føre konti for kunder.
2. En centralbank, Den Europæiske Centralbank, Den Internationale Betalingsbank, en multilateral udviklingsbank som defineret i art. 1, nr. 19, i direktiv 2000/12/EF, Den Internationale Valutafond og Den Europæiske Investeringsbank.
3. En finansiel institution, som er underlagt tilsyn, herunder
   a. et kreditinstitut som defineret i art. 1, nr. 1, i direktiv 2000/12/EF, herunder institutterne på listen i direktivets art. 2, stk. 3,
   b. et investeringsselskab som defineret i art. 1, nr. 2, i direktiv 93/22/EØF,
   c. et finansieringsinstitut som defineret i art. 1, nr. 5, i direktiv 2000/12/EF,
   d. et forsikringsselskab som defineret i art. 1, litra a, i direktiv 92/49/EØF og et forsikringsselskab som defineret i art. 1, litra a, i direktiv 92/96/EØF,
   e. et institut for kollektiv investering i værdipapirer som defineret i art. 1, stk. 2, i direktiv 85/611/EØF eller
   f. et investeringsforvaltningsselskab som defineret i art. 1 a, nr. 2, i direktiv 85/611/EØF.
4. En central medkontrahent, et afregningsfirma eller et clearinginstitut som defineret i art. 2, litra c, d og e, i direktiv 98/26/EF, herunder lignende institutioner reguleret efter national lov, som handler på markedet for futures, optioner og

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

afledte finansielle instrumenter, i det omfang de ikke er omfattet af nævnte direktiv.

5. En juridisk person, som handler i sin egenskab af formueforvalter eller befuldmægtiget på vegne af en eller flere personer, herunder indehavere af obligationer eller andre former for gældsbreve, eller for institutioner som defineret i nr. 1-4.
6. En juridisk person, der ikke er omfattet af nr. 1-5, herunder ikke registrerede virksomheder og interessentskaber, samt enkeltmandsvirksomheder.

Til § 58 b: Aftalens parter

Bestemmelsen i VHL § 58 b fastlægger, *hvem* der kan være parter i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse og implementerer art. 1 stk. 2 i Collateraldirektivet (2002/47/EF).

Det følger af VHL § 58 b, at alene de opregnede kategorier retmæssigt kan være part i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse. Det betyder, at reglerne ikke vil finde anvendelse på aftaler, hvori den ene eller begge parter er en fysisk person, der ikke driver enkeltmandsvirksomhed, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 295.

For så vit angår aftaler ml. *kategori 6-personer*, indeholder VHL § 58 e, stk. 3, en præcisering af, hvilke typer forpligtelser der anses for finansielle forpligtelser og dermed omfattes af reglerne. Det følger af VHL § 58 b, nr. 6, at kapitel 18 a omfatter enkeltmandsvirksomheder, men ikke fysiske personer i øvrigt. Heraf følger, at de forpligtelser, som en fysisk person måtte pådrage sig, men som ikke har tilknytning til dennes enkeltmandsvirksomhed, fx et banklån til privat forbrug, ikke anses for en finansiel forpligtelse efter VHL § 58 e, stk. 2, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 295.

§ 58 c **[Krav til aftalens indhold].** Bestemmelserne i dette kapitel finder anvendelse på aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, der indeholder bestemmelse om

1. netting ved slutafregning og løbende netting, jf. §§ 58 h og 58 i,
2. realisation af sikkerheder, jf. § 58 j,
3. supplerende sikkerhedsstillelse, jf. § 58 l,
4. substitutionsret, jf. § 58 m, eller
5. brugsret, jf. § 58 g.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 58 c: Krav til aftalens indhold

Bestemmelsen i VHL § 58 c opregner fem forhold, der kan reguleres i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, og som vil være reguleret af kapitel 18 a.

Af lovbemærkningerne – se *FT 2003-04, till. A*, s. 295 – fremgår, at dette gælder uanset, om der er tale om en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse i form af overdragelse af ejendomsret eller i form af pantsætning. En aftale om finansiel sikkerhedsstillelse i form af pantsætning kan endvidere indeholde bestemmelse om brugsret, dvs. en bestemmelse der giver sikkerhedshaver ret til at råde over de modtagne sikkerheder, som om vedkommende var ejer. I aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse i form af overdragelse af ejendomsret følger sikkerhedshavers ret til at råde over de modtagne sikkerheder allerede af, at sikkerhedshaver har fået disse overdraget til eje, jf. § 58 k.

§ 58 d **[Realisation på forretningsmæssige vilkår].** Realisation i henhold til § 58 j, stk. 1, eller værdiansættelse af sikkerheder eller fordringer, der modregnes eller tilegnes i henhold til § 58 g, § 58 h, § 58 j, stk. 2-4, og § 58 k, skal ske på forretningsmæssigt rimelige vilkår.

Til § 58 d: Realisation på forretningsmæssige vilkår

Bestemmelsen i VHL § 58 d har til formål, at skabe en balance mellem de mål, der søges opnået over for beskyttelse af den misligholdende part og dennes kreditorers interesser, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 295 f.

Dette formål søges sikret ved at fastlægge et krav om, at realisationen eller værdiansættelsen af finansiel sikkerhed skal ske på »forretningsmæssigt rimelige vilkår«. Bestemmelsen implementerer art. 4, stk. 6, i Collateraldirektivet (2002/47/EF).

§ 58 e **[Definition af og krav til finansielle forpligtelser].** Det skal fremgå af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, hvilke af parternes eller tredjemands eksisterende eller fremtidige, faktiske, betingede eller potentielle finansielle forpligtelser aftalen omfatter.

Stk. 2. Ved finansielle forpligtelser forstås forpligtelser, der giver sikkerhedshaver ret til kontant afregning eller levering af værdipapirer.

Stk. 3. Er begge parter i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse omfattet af § 58 b, nr. 6, anses alene fordringer hidrø-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

rende fra handel med valuta og værdipapirer, handel på råvarebørser samt indlån og udlån for finansielle forpligtelser.

Stk. 4. Er kun den ene eller ingen af parterne i en aftale om slutafregning efter § 58 h omfattet af § 58 b, anses alene fordringer hidrørende fra handel med valuta og værdipapirer for finansielle forpligtelser.

Til § 58 e, stk. 1: Krav til aftaler om finansielle forpligtelser

VHL § 58 e implementerer art. 2, stk. 1, litra f i Collateraldirektivet (2002/47/EF).

Bestemmelsen i VHL § 58 e, stk. 1, indeholder visse beskrivelseskrav til, hvilke forpligtelser en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse omfatter.

Det skal fremgå af aftalen om finansiel sikkerhedsstillelse, hvilke fordringer der er sikrede, og som således i tilfælde af misligholdelse kan fyldestgøres via sikkerhedens værdi. Heraf følger, at en finansiel sikkerhed ikke automatisk ligger til sikkerhed for enhver finansiel forpligtelse, som sikkerhedsstiller måtte pådrage sig overfor sikkerhedshaver.

Bestemmelsen hindrer ikke, at en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan omfatte samtlige parternes finansielle forpligtelser. Såfremt parterne har indgået aftale om slutafregning, kan disse begrænse sikkerhedsstillelsen til at omfatte slutafregningssaldoen.

En panthaver, der realiserer pantet, er forpligtet til at afregne den del af provenuet fra realisation, der overstiger den sikrede fordring, til pantsætter, jf. princippet i *UfR1959H66*. Panthaver kan således ikke til skade for skyldners øvrige kreditorer eller en sekundær panthaver opfylde denne forpligtelse ved at modregne overfor pantsætter med usikrede krav på denne. VHL § 58 e ændrer ikke herpå. Et overskud efter realisation af en sikkerhed er således ikke en finansiel sikkerhed, der kan indgå i en slutafregning Det følger af VHL § 58 b, nr. 6, at kapitel 18 a omfatter enkeltmandsvirksomheder, men ikke fysiske personer i øvrigt. Heraf følger, at de forpligtelser, som en fysisk person måtte pådrage sig, men som ikke har tilknytning til dennes enkeltmandsvirksomhed, fx et banklån til privat forbrug, ikke anses for en finansiel forpligtelse efter VHL § 58 e, stk. 2, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 296.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 58 e, stk. 2: Definition af finansielle forpligtelser

VHL § 58 e, stk. 2, fastlægger definitionen af »finansiel forpligtelse«. Som eksempel på forpligtelser, der umiddelbart er omfattet af stk. 2, nævner lovbemærkningerne følgende, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 296:

– ind- og udlån,
– forpligtelse til levering af værdipapirer,
– forpligtelser hidrørende fra valuta- og værdipapirhandel samt fra børshandel i øvrigt.

Det følger af VHL § 58 b, nr. 6, at kapitel 18 a omfatter enkeltmandsvirksomheder, men ikke fysiske personer i øvrigt. Heraf følger, at de forpligtelser, som en fysisk person måtte pådrage sig, men som ikke har tilknytning til dennes enkeltmandsvirksomhed, fx et banklån til privat forbrug, ikke anses for en finansiel forpligtelse efter VHL § 58 e, stk. 2, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 296.

Til § 58 e, stk. 3: Særregel for kategori 6-personer

For så vidt angår aftaler ml. *kategori 6-personer* efter § 58 b, nr. 6, indeholder VHL § 58 e, stk. 3, en præcisering af, hvilke typer forpligtelser der anses for finansielle forpligtelser og dermed omfattes af reglerne. Det betyder fx, at fordringer der hidrører fra parternes løbende samhandel, fx tilgodehavender for levering af varer m.v. (bortset fra handel på råvarebørser) således ikke er omfattet af stk. 3, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 296.

Til § 58 e, stk. 4: Særregel for fysiske personer

Bestemmelsen i VHL § 58 e, stk. 4, er en videreførelse af den tidligere bestemmelse i VHL § 58 om slutafregningsaftaler, hvor den ene eller begge parter er *fysiske personer*. I så fald anses alene fordringer hidrørende fra handel med valuta og værdipapirer for finansielle forpligtelser.

§ 58 f **[Omfattede sikkerhedsformer m.v.].** Sikkerhed i henhold til en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan kun bestå af kontanter, hvorved der forstås penge, der er krediteret en konto, eller værdipapirer omfattet af § 2, stk. 1, nr. 1-5.

Stk. 2. En sikkerhedsstillers egne aktier, aktier i tilknyttede virksomheder, som omhandlet i direktiv 83/349/EØF, og aktier i virksomheder, der udelukkende har til formål at eje produkti-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

onsmidler, der er af afgørende betydning for sikkerhedsstillers virksomhed, kan ikke anvendes som sikkerhed i henhold til en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse. Det samme gælder aktier i selskaber, som har til formål at eje fast ejendom til brug for aktionærerne.

Stk. 3. Kontantindeståender, der ikke kan gøres til genstand for retsforfølgning, kan hverken anvendes som sikkerhed i henhold til en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse eller gøres til genstand for slutafregning.

Stk. 4. Ved tilsvarende sikkerhed forstås et beløb af samme størrelse og i samme valuta som den oprindelig stillede sikkerhed, hvis denne er stillet i form af kontanter eller værdipapirer, der er identiske med den oprindelig stillede sikkerhed, hvis denne er stillet i form af værdipapirer.

Stk. 5. Det kan i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse bestemmes, at en tilsvarende sikkerhed kan bestå af en anden valuta eller andre værdipapirer, der har en værdi, der svarer til værdien af de oprindelig stillede sikkerheder på det tidspunkt, hvor den tilsvarende sikkerhed stilles eller leveres.

Til § 58 f, stk. 1: Omfattede sikkerhedsformer

VHL § 58 f implementerer art. 1, stk. 4, og art. 2, stk. 1, litra i, i Collateraldirektivet (2002/47/EF).

Ifølge VHL § 58 f, stk. 1, kan en sikkerhed i henhold til en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse alene bestå af kontanter, hvorved der forstås penge, der er krediteret en konto, eller værdipapirer omfattet af VHL § 2, stk. 1, nr. 1-5. Det er dog væsentligt, at reglerne ikke hindrer, at der stilles anden form for sikkerhed, men en sådan vil alene være omfattet af reglerne i VHL §§ 58 g samt 58 j-58 m, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 296.

Med kravet om, at kontanter skal være »krediteret en konto«, præciseres, at fysiske penge er undtaget. Lovbemærkningerne nævner tillige, at simple fordringer ikke kan anvendes som sikkerhed i henhold til en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, medmindre der er tale om et kontoindestående, hvorved forstås penge, der er krediteret en konto (typisk i form af et indskud i et pengeinstitut). Det betyder bl.a. at fakturakrav ikke er omfattet, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 296.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 58 f, stk. 2: Udelukkede sikkerhedsformer

Ifølge VHL § 58 f, stk. 2, kan en sikkerhedsstillers (i) egne aktier, (ii) aktier i tilknyttede virksomheder, som omhandlet i det 7. selskabsdirektiv om konsoliderede regnskaber, og (iii) aktier i virksomheder, der udelukkende har til formål at eje produktionsmidler, der er af afgørende betydning for sikkerhedsstillers virksomhed, ikke anvendes som sikkerhed i henhold til en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse. Det samme gælder aktier i selskaber, som har til formål at eje fast ejendom til brug for aktionærerne.

Lovbemærkningerne anfører, at formålet med bestemmelsen er, at sikkerhedsstillerens kreditværdighed ikke indirekte skal give mulighed for uomstødelig supplerende sikkerhedsstillelse efter § 58 l, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 296 f.

Til § 58 f, stk. 3: Undtagelse for visse kontantindeståender

VHL § 58 f, stk. 3, har ikke en direkte pendant i Collateraldirektivet (2002/47/EF), men søger at sikre opfyldelsen af direktivets formål, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 297.

Ifølge bestemmelsen kan kontantindeståender, der *ikke* kan gøres til genstand for retsforfølgning, hverken anvendes som sikkerhed i henhold til en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse eller gøres til genstand for slutafregning. Lovbemærkningerne – se *FT 2003-04, till. A*, s. 297 – nævner følgende eksempler på indlån, der typisk vil være undtaget fra retsforfølgning:

– skattebegunstigede opsparingsordninger med særlige formål,
– klientkonti, og
– erstatninger.

Til § 58 f, stk. 4: Definition af »tilsvarende sikkerhed«

VHL § 58 f, stk. 4 og 5, implementerer art. 2, stk. 1, litra i, i Collateraldirektivet (2002/47/EF) om »tilsvarende sikkerhed«.

Ifølge bestemmelsen forstås ved tilsvarende sikkerhed en sikkerhed af samme type og værdi som den oprindeligt stillede sikkerhed.

Bestemmelsen vil bl.a. have praktisk betydning i forbindelse med pantsætning med brugsret samt ved repo-aftaler (genkøbsaftaler), hvor der sker overdragelse af ejendomsretten til sikkerhed. Det skyldes, at værdipapirhandelen i praksis normalt ikke tillægger det nogen større betydning, hvorvidt det er det samme værdipapir, der anvendes som sikkerhed eller blot en tilsvarende sikkerhed.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 58 f, stk. 5: Aftale om tilsvarende sikkerhed

VHL § 58 f, stk. 4 og 5, implementerer art. 2, stk. 1, litra i i Collateraldirektivet (2002/47/EF) om »tilsvarende sikkerhed«.

Ifølge stk. 5, kan det i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse bestemmes, at en tilsvarende sikkerhed kan bestå af en anden valuta eller andre værdipapirer, der har en værdi, der svarer til værdien af de oprindelig stillede sikkerheder på det tidspunkt, hvor den tilsvarende sikkerhed stilles eller leveres.

En aftale i henhold til stk. 5, kan indeholde begrænsninger i, hvilke typer sikkerheder sikkerhedshaver kan vælge at tilbagelevere. Eksempelvis kan det være bestemt, at der skal være tale om aktier, der indgår i et bestemt aktieindeks, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 297.

Uanset at der efter den oprindelige aftale foreligger en pligt til at tilbagelevere sikkerheder af samme type, står det parterne frit for efterfølgende at aftale, at der kan ske levering af sikkerheder af en anden type, blot værdien heraf svarer til værdien af de oprindeligt stillede sikkerheder, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 297.

§ 58 g **[Aftalt brugsret ved pantsætning].** En aftale om finansiel sikkerhedsstillelse i form af pantsætning kan indeholde bestemmelse om brugsret. Ved aftalt brugsret kan sikkerhedshaver i overensstemmelse med vilkårene i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse overdrage de modtagne sikkerheder eller nogle af disse til tredjemand til eje eller sikkerhed.

Stk. 2. Har sikkerhedshaver udnyttet en brugsret efter stk. 1, skal sikkerhedshaver tilbagelevere en tilsvarende sikkerhed senest på det tidspunkt, hvor den eller de sikrede fordringer forfalder. Den tilbageleverede sikkerhed anses for stillet i henhold til aftalen om finansiel sikkerhedsstillelse på samme tidspunkt som den oprindelige sikkerhed.

Stk. 3. Tilbagelevering i henhold til stk. 2 kan alene omstødes, hvis betingelserne i konkurslovens § 74 er opfyldt.

Stk. 4. Tilbagelevering efter stk. 2, 1. pkt., kan undlades, i det omfang sikkerhedens værdi i overensstemmelse med vilkårene i aftalen om finansiel sikkerhedsstillelse modregnes med de sikrede finansielle forpligtelser eller gøres til genstand for slutafregning, idet fordringen på tilbagelevering anses for opstået på det tidspunkt, hvor den oprindelige sikkerhed blev stillet.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 58 g, stk. 1: Aftalt brugsret ved pantsætning

VHL § 58 g implementerer art. 5 i Collateraldirektivet (2002/47/EF) om sikkerhedshavers aftalte brugsret til sikkerheder modtaget som pant.

Ifølge lovbemærkningerne – se *FT 2003-04, till. A*, s. 297 – er formålet med brugsretten:

- at sikre, at der ikke opstår mangel på værdipapirer i takt med, at anvendelsen af sikkerhed i finansielle forhold øges,
- at skabe indtjening for sikkerhedshaver, og
- at reducere finansieringsomkostningerne for sikkerhedsstiller.

Den aftalte brugsret giver sikkerhedshaver mulighed for at udøve en ejers rådighed over det pantsatte ved salg eller ved anvendelse af det pantsatte som sikkerhed, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 297.

Ifølge VHL § 58 g, stk. 1, kan sikkerhedshaver indrømme tredjemand en ret over den stillede sikkerhed.

Såfremt den stillede sikkerhed består af værdipapirer på en individuel konto i en værdipapircentral, kan sikkerhedshaver have en interesse i at overføre de værdipapirer, som sikkerhedshaver har brugsret til, til en af sine egne konti, forinden brugsretten udnyttes. Dette skyldes bl.a., at sikkerhedshaver derved over for Værdipapircentralen fremstår som legitimeret til senere at råde over værdipapirerne uden sikkerhedsstillers samtykke. Denne legitimation kan være afgørende for, om brugsretten kan udnyttes hurtigt og effektivt, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 297.

I tilknytning til ovenstående må det bemærkes, at en brugsret ikke i sig selv berettiger sikkerhedshaver til at overføre den stillede sikkerhed til sin egen konto, men det kan i aftalen om finansiel sikkerhedsstillelse udtrykkeligt aftales, at sikkerhedshaver er berettiget til at overføre værdipapirerne til egen konto, selvom brugsretten endnu ikke er udnyttet, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 297.

Til § 58 g, stk. 2: Tilbagelevering af tilsvarende sikkerhed

VHL § 58 g, stk. 2, implementerer art. 5, stk. 2 og 4 i Collateraldirektivet (2002/47/EF).

Bestemmelsen i stk. 2, *1. pkt.*, bestemmer, at såfremt sikkerhedshaver har udnyttet en brugsret efter stk. 1, skal sikkerhedshaver tilbagelevere en tilsvarende sikkerhed senest på det tidspunkt, hvor den eller de sikrede fordringer forfalder.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Frem til det tidspunkt, hvor sikkerhedshaver udnytter sin brugsret til sikkerheden, forbliver ejendomsretten hertil hos sikkerhedsstiller.

Ifølge bestemmelsen i stk. 2, *2. pkt.*, anses den tilbageleverede sikkerhed for stillet i henhold til aftalen om finansiel sikkerhedsstillelse *på samme tidspunkt* som den oprindelige sikkerhed. Dette har den væsentlige retsvirkning, at den tilbageleverede sikkerhed ikke kan omstødes efter KL § 70, såfremt sikkerhedsstiller erklæres konkurs. Lovbemærkningerne – se *FT 2003-04, till. A*, s. 297 – fremhæver, at dette skal ses i lyset af, at sikkerhedsstiller ikke har haft rådighed over sikkerheden hverken før eller under udnyttelsen af brugsretten.

Art. 5, stk. 4 i Collateraldirektivet (2002/47/EF) omtaler alene sikkerhedshavers rettigheder ved *sikkerhedsstillers konkurs*. Direktivet omtaler derimod ikke muligheden for at omstøde selve tilbageleveringen i tilfælde af *sikkerhedshavers konkurs*. Omstødelse af selve tilbageleveringen vil alene være relevant ved sikkerhedshavers konkurs og udelukkende, hvor der er overskydende sikkerhed i form af værdipapirer, det vil sige i tilfælde, hvor sikkerhedernes værdi overstiger værdien af den sikrede finansielle forpligtelser. Såfremt brugsretten til sikkerhed i form af værdipapirer ikke er udnyttet, eller sikkerhederne er tilbageleveret, vil sikkerhedsstiller have et separatistkrav i boet på de sikkerheder, der ikke medgår til dækning af sikkerhedshaverens krav. Kravet vil have været et simpelt krav på et beløb svarende til værdien af den overskydende sikkerhed, såfremt tilbagelevering ikke har fundet sted, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 297 f.

Til § 58 g, stk. 3: Omstødelse af tilbagelevering efter stk. 2

VHL § 58 g, stk. 3, bestemmer, at omstødelse af en tilbagelevering i henhold til stk. 2, alene vil kunne ske efter KL § 74. Bestemmelsen er begrundet i en afvejning af hensynet til markedets behov for sikkerhed for, at indbyrdes mellemværender kan opgøres på et sikkert grundlag og hensynet til øvrige kreditorer, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 298.

Det betyder, at ond tro om insolvensen ikke alene vil kunne danne grundlag for omstødelse.

Omstødelse efter KL § 74 antages ikke at kunne ske, såfremt tilbageleveringen sker som et normalt led i parternes forretningsaktiviteter, fx hvor en sikkerhedshaver har udnyttet brugsretten og skabt indtjening ved at udlåne værdipapirer, der er modtaget som sikkerhed, og derefter tilbageleverer papirerne, når udlånet ophører, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 298.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Derimod må det anses for utilbørligt at foretage en tilbagelevering, der alene har til formål at begunstige en kreditor på en eller flere andres bekostning, fx hvor værdipapirer flyttes fra et pantsat depot, hvor brugsretten ikke indtil da er udnyttet, til et andet, hvor brugsretten er udnyttet, med det formål at skaffe en bestemt kreditor separatiststilling i boet på en andens bekostning, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 298.

Til § 58 g, stk. 4: Modregning/slutafregning som alternativ til tilbagelevering

VHL § 58 g, stk. 4, implementerer art. 5, stk. 2, 2. afsnit og art. 5, stk. 5, i Collateraldirektivet (2002/47/EF).

VHL § 58 g, stk. 4, regulerer såvel modregning som slutafregning som alternativ fyldestgørelse i stedet for tilbagelevering af sikkerheden.

I forhold til *modregning* giver bestemmelsen mulighed for, at parterne kan aftale, at sikkerhedshaver, i stedet for at tilbagelevere tilsvarende sikkerhed ved den eller de sikrede fordringers forfald, kan anvende sikkerhedens værdi til modregning i den sikrede fordring. I så fald træder værdien af sikkerheden i stedet for sikkerheden selv.

Bestemmelsen giver endvidere mulighed for, at sikkerhedens værdi kan indgå i en *slutafregning* efter § 58 h. Ifølge lovbemærkningerne tager denne del af stk. 4 sigte på den situation, hvor parternes mellemværende skal opgøres og slutafregnes som følge af misligholdelse, mens brugsretten er udnyttet, og de tilsvarende sikkerheder endnu ikke er tilbageleveret til sikkerhedsstiller, jf. *FT 2003-04, till. A,* s. 298.

Baggrunden for, at »fordringen på tilbagelevering anses for opstået på det tidspunkt, hvor den oprindelige sikkerhed blev stillet« er, at selve udnyttelsen af brugsretten ikke bør medføre, at sikkerhedshaver stilles ringere i relation til modregning og omstødelse, da modregningsretten alene erstatter den tidligere sikkerhed. Bestemmelsen udelukker således, at der kan ske omstødelse af en modregning i den sikrede fordring med henvisning til, at brugsretten først blev udnyttet efter fristdagen, da tilbageleveringskravet ikke først anses for stiftet ved udnyttelsen af brugsretten, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 298.

§ 58 h **[Gyldighed og retsvirkning af aftaler om slutafregning].** En aftale kan med retsvirkning for tredjemand, jf. dog stk. 3-6,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

indeholde bestemmelse om, at de af aftalen omfattede finansielle forpligtelser, jf. § 58 e, skal nettes ved slutafregning, hvis en af parterne misligholder aftalen, herunder at der skal ske slutafregning, hvis en part tages under insolvensbehandling, eller der bliver foretaget udlæg i en fordring omfattet af slutafregningsbestemmelsen. Ved insolvensbehandling forstås konkurs, akkordforhandling, betalingsstandsning, insolvent dødsboskifte, gældssanering samt andre danske og udenlandske former for likvidation og saneringsforanstaltninger begrundet i skyldnerens insolvens, som defineret i art. 2, nr. 1, litra j og k, i direktiv 2002/47/EF.

Stk. 2. Det kan med retsvirkning for boet og kreditorerne aftales, at i tilfælde af, at der indtræder en misligholdelse, jf. stk. 1, skal slutafregning først ske, når den ikke misligholdende part giver meddelelse herom til den misligholdende part. I tilfælde, hvor den misligholdende part tages under insolvensbehandling, kan denne part dog kræve, at slutafregningen gennemføres således, at parterne stilles, som om slutafregning var sket uden unødigt ophold efter det tidspunkt, hvor den ikke misligholdende part vidste eller burde vide, at den misligholdende part blev undergivet insolvensbehandling.

Stk. 3. En fordring, der er omfattet af konkurslovens § 16, stk. 1, 3. pkt., kan indgå i en slutafregning efter stk. 1, medmindre den ikke misligholdende part vidste eller burde vide, at betalingsstandsning var anmeldt, da fordringen opstod.

Stk. 4. En af stk. 1 omfattet slutafregning, som gennemføres, efter at den misligholdende part er erklæret konkurs, kan omfatte fordringer, der er opstået før det tidspunkt, hvor den ikke misligholdende part kendte eller burde kende de omstændigheder, der etablerede fristdagen, jf. konkurslovens § 1. Fordringer opstået efter udløbet af det døgn, hvor konkursen blev bekendtgjort i Statstidende, kan dog ikke indgå i en slutafregning.

Stk. 5. En fordring, der er omfattet af bestemmelserne i konkurslovens § 42, stk. 3 og 4, kan indgå i en slutafregning efter stk. 1, medmindre den ikke misligholdende part vidste eller burde vide, at den misligholdende part var insolvent, da fordringen på denne blev erhvervet henholdsvis opstod.

Stk. 6. Slutafregning efter stk. 1 kan alene omstødes efter konkurslovens § 69, hvis slutafregningen omfattede fordringer, som ikke kunne have indgået i en aftalt slutafregning i tilfælde af konkurs, jf. stk. 4 og 5.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 7. Bestemmelserne i § 58 a, stk. 2, § 58 d, § 58 e, og § 58 f, stk. 3, finder tilsvarende anvendelse på en aftale om slutafregning, der ikke er en del af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse.

Til § 58 h, stk. 1: Aftale om netting ved slutafregning

VHL § 58 h implementerer art. 7 i Collateraldirektivet (2002/47/EF) om slutafregning (på engelsk »close-out netting«).

Bestemmelsens formål er at sikre, at aftaler om slutafregning har gyldighed og retsvirkning overfor tredjemand, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 298. Hovedreglen er, at alle typer finansielle forpligtelser kan omfattes af en aftale om slutafregning, jf. VHL § 58 e om, hvilke forpligtelser der anses for finansielle forpligtelser.

VHL § 58 h, stk. 1, knæsætter, at aftaler om slutafregning er gyldige og derfor skal respekteres af tredjemand. Bestemmelsen omfatter ikke alene aktuel misligholdelse, men tillige indledning af insolvensbehandling. Herudover vil et udlæg i en fordring, der er omfattet af en slutafregningsbestemmelse, kunne være slutafregningsgrund.

At slutafregningsaftalen skal respekteres af tredjemand, betyder, at en person, der har gjort udlæg i eller fået transport i et krav, som er omfattet af en slutafregningsbestemmelse, skal respektere slutafregningsbestemmelsen, uanset om dette medfører en fravigelse af de almindelige principper i Gbl § 28, jf. *FT 2003-04, till. A*,s. 299.

Derimod ændrer VHL § 58 ikke på retsstillingen for en erhverver af negotiable fordringer. For en sådan erhverver af en negotiabel fordring, der er omfattet af en slutafregningsbestemmelse, gælder, at slutafregning alene kan ske såfremt betingelserne i Gbl § 18 er opfyldt, jf. *FT 2003-04, till. A*,s. 299.

VHL § 58 h, stk. 1, medfører ikke, at det er udelukket at foretage udlæg i en fordring, der omfattes af en aftale om slutafregning, eller i parternes rettigheder i henhold til en aftale i sin helhed, dvs. i en eventuel *slutafregningssaldo i skyldnerens favør*. Såfremt der foretages et sådant udlæg, har udlægshaver ikke krav på, at der foretages slutafregning, før der opstår en slutafregningsgrund. Udlægshaver må derfor respektere parternes aftale, herunder at modparten alene er berettiget til at foretage slutafregning, såfremt der foreligger et forhold, der i aftalen er gjort til slutafregningsgrund, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 299.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Såfremt der foretages udlæg i en fordring/forpligtelse, der er omfattet af en slutafregningsaftale (fx en pengeinstitutkonto), kan udlægshaver som udgangspunkt kræve, at udlægget fyldestgøres ved træk på skyldnerens konto. Er det aftalt, at udlæg er slutafregningsgrund, er pengeinstituttet dog berettiget til at gennemføre slutafregning, så snart det får viden om udlægget, uanset om slutafregningssaldoen er i pengeinstituttets favør, og udlægget derved bliver værdiløst, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 299.

Det antages, at udlægshaver formentlig må respektere de vilkår for udbetaling, som skyldneren selv var underlagt, herunder en eventuel bindingsperiode på en indskudskonto. Det betyder, at udlægget kan blive værdiløst forinden udbetalingen til udlægshaver, såfremt pengeinstituttet med hjemmel i slutafregningsaftalen gennemfører en slutafregning i bindingsperioden, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 299.

Såfremt der med hjemmel i slutafregningsaftalen foretages en slutafregning som følge af skyldnerens konkurs, kan dette ske uden hensyn til udlæg, der bortfalder som følge af konkursen og dette uanset om modparten derved måtte blive bedre stillet, end før konkursen indtrådte. De beløb, der er udbetalt til udlægshaver inden konkursen, kan dog ikke kræves tilbageført, men derimod søges inddraget i konkursboet i henhold til konkurslovens regler herom.

Til § 58 h, stk. 2: Aftale om slutafregning ved misligholdelse

Ifølge VHL § 58 h, stk. 2, kan slutafregning betinges af, at der gives meddelelse. Dette gælder uanset, om det er aftalt, at indledning af insolvensbehandling mod en af parterne skal være misligholdelsesgrund.

Ovenstående betyder, at såfremt det er aftalt, at slutafregning kræver meddelelse, kan kurator i en misligholdende parts konkursbo ikke kræve, at opgørelse sker pr. dekretdagen (såkaldt »automatic early termination«), jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 299.

Såfremt den ikke-misligholdende part får viden om en slutafregningsgrund i form af indledning af insolvensbehandling, er vedkommende ikke forpligtet til at give meddelelse og gennemføre slutafregning straks. Boet vil dog i disse tilfælde kunne kræve at blive stillet som om, slutafregningen var foretaget uden unødigt ophold efter det tidspunkt, hvor den anden part kom i ond tro, hvorved spekulation på de øvrige kreditorers bekostning undgås, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 299.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Med formuleringen »uden unødigt ophold« i VHL § 58 h, stk. 2, 2. pkt., tilsigtes, at slutafregning skal finde sted så hurtigt som muligt. I nogle tilfælde kan dette være *straks*, mens det i andre – fx som følge af tidsforskelle – kan være nogle dage jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 299. Bestemmelsen udelukker ikke, at der konkret kan træffes anden aftale, fx såfremt kurator anser det for fordelagtigt at udskyde afregningen helt eller delvist.

Slutafregningsaftalen omfatter alene de forpligtelser, der er omfattet af slutafregningsbestemmelsen. Parterne kan i den forbindelse aftale, at de til enhver tid værende finansielle fordringer, som parterne måtte have eller få på hinanden, skal være omfattet, jf. FT 2003-04, till. A, s. 299.

Til § 58 h, stk. 3: Slutafregning med krav der erhverves under en betalingsstandsning

VHL § 58 h, stk. 3, *1. led*, fastlægger hovedreglen, hvorefter slutafregning kan ske, selv om de to fordringer ligger på hver sin side af fristdagen (indtræder ved anmeldelse af betalingsstandsning, jf. KL § 1, stk. 1, nr. 1). Ifølge bestemmelsens *2. led* gælder dette dog ikke, såfremt skyldnerens fordring på den ikke-misligholdende part er opstået efter, at sidstnævnte kom i ond tro om anmeldelsen af betalingsstandsningen. I den forbindelse er »burde viden« tilstrækkelig.

Til § 58 h, stk. 4: Slutafregning med afvigelse fra konkurslovens regulering

Ifølge VHL § 58 h, stk. 4, kan fordringer indgå i slutafregningen uanset, at dette vil indebære en afvigelse fra konkurslovens regulering. Dette gælder dog ikke for fordringer, der er opstået efter udløbet af det døgn, hvor konkursen blev bekendtgjort i Statstidende.

Til § 58 h, stk. 5: Slutafregning med krav omfattet af konkurslovens § 42, stk. 3 og stk. 4

Ifølge VHL § 58 h, stk. 5, kan en fordring, der er omfattet af bestemmelserne i KL § 42, stk. 3 og 4, indgå i en slutafregning efter stk. 1.

Ovenstående gælder dog ikke, såfremt den ikke misligholdende part vidste eller burde vide, at den misligholdende part var insolvent, da fordringen på denne blev erhvervet henholdsvis opstod. Lovbemærkningerne fremhæver, at denne begrænsning i adgangen til slutafregning harmonerer med, at der alene tilsigtes en beskyttelse mod

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

objektive modregningsbegrænsnings- og omstødelsesregler, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 300.

Eftersom en slutafregningsaftale retligt har karakter af en modregningsaftale, skal spørgsmålet om, hvorvidt en gennemført slutafregning kan tilsidesættes i tilfælde af indledning af insolvensbehandling, bedømmes efter reglen om omstødelse af modregning i KL § 69 sammenholdt med VHL § 58 h, stk. 6, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 300.

Til § 58 h, stk. 6: Omstødelse efter konkurslovens § 69

Ifølge VHL § 58 h, stk. 6, vil en slutafregning, der er gennemført *før* konkursen, alene kunne omstødes efter konkurslovens § 69, såfremt slutafregningen omfatter fordringer, som i tilfælde af konkurs ikke kan indgå i en aftalt slutafregning. Ifølge lovbemærkningerne kunne dette eksempelvis være tilfældet, hvis der som følge af den misligholdende parts betalingsstandsning er gennemført en slutafregning, der har omfattet fordringer, der er erhvervet i ond tro om den misligholdende parts insolvens, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 300.

At omstødelse forudsætter, at betingelserne i KL § 69 er opfyldt, kan eksempelvis få betydning, såfremt den ikke-misligholdende part – efter at der er indgivet begæring fra den misligholdende part om akkordforhandling – har fået en fordring mod vedkommende, og denne fordring er indgået i en slutafregning gennemført som følge af indledningen af akkordforhandlingen. Såfremt den ikke-misligholdende part – ved fordringens opståen – vidste, at der var indgivet begæring om akkordforhandling, ville det stride imod VHL § 58 h, stk. 4 at gennemføre slutafregningen under den senere konkurs. Det betyder, at den før konkursen gennemførte slutafregning i dette tilfælde omstødes efter konkurslovens § 69 for så vidt angår den pågældende fordring, såfremt betingelserne for omstødelse af betaling – eksempelvis i KL § 72, stk. 1 – er opfyldt, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 300.

Slutafregningen kan ikke omstødes i sin helhed, og omstødelse kan derfor alene ske med hensyn til de krav, der ikke kunne være indgået i en aftalt slutafregning efter stk. 4 og 5, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 300.

Til § 58 h, stk. 7: Slutafregning udenfor aftale om finansiel sikkerhedsstillelse

Det følger forudsætningsvist af VHL § 58 h, stk. 7, at en aftale om slutafregning ikke behøver, at indgå i en aftale om finansiel sikker-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

hedsstillelse efter VHL § 58 a, stk. 1. I så fald bestemmer VHL § 58 h, stk. 7, dog, at følgende bestemmelser finder anvendelse:

- § 58 a, stk. 2 (dokumentationskrav),
- § 58 d (realisation på forretningsmæssige vilkår),
- § 58 e (definition af og krav til finansielle forpligtelser), og
- § 58 f, stk. 3 (undtagelse for visse kontantindeståender).

§ 58 i **[Løbende netting ved aftalt afvikling].** En aftale kan med retsvirkning for tredjemand indeholde bestemmelse om, at samtlige de af aftalen omfattede fordringer hidrørende fra handel med valuta og værdipapirer nettes løbende ved aftalt afvikling. Bestemmelserne i § 58 h, stk. 3-6, finder tilsvarende anvendelse på aftaler om løbende netting.

Til § 58 i: Løbende netting ved aftalt afvikling

VHL § 58 i fastslår, at parterne – med virkning for tredjemand – kan indgå aftale om, at der nettes løbende ved aftalt afvikling. I den sammenhæng præciserer bestemmelsen, at dette alene kan ske for fordringer hidrørende fra valuta- og værdipapirhandel. En løbende netting indebærer i realiteten, at der sker en kontinuerlig modregning.

Med henvisningen til § 58 h præciseres, at en gennemført løbende afvikling– i samme omfang som en slutafregning – kan omstødes efter konkurslovens regler. Det betyder, at der kan ske omstødelse efter KL § 69, såfremt den løbende afvikling har omfattet fordringer, der i tilfælde af konkurs ikke vil kunne indgå i en slutafregning, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 300.

§ 58 j **[Straksrealisation ved misligholdelse].** En aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan indeholde bestemmelse om, at sikkerhedshaver i tilfælde af misligholdelse straks kan realisere sikkerheden. Straksrealisation kan med forbehold for vilkårene i aftalen ske

1. uden forudgående godkendelse fra offentlige myndigheder eller andre,
2. uden forudgående meddelelse til sikkerhedsstiller og
3. uden anvendelse af en særlig fremgangsmåde.

Stk. 2. Ved finansiel sikkerhedsstillelse i form af overdragelse af ejendomsret sker realisation ved, at sikkerhedens værdi modregnes i de sikrede forpligtelser.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 3. Ved sikkerhedsstillelse i form af kontanter sker realisation ved, at sikkerhedens værdi modregnes i eller anvendes til at indfri de sikrede forpligtelser.

Stk. 4. Ved finansiel sikkerhedsstillelse i form af pantsætning sker realisation ved salg af sikkerheden. Hvis det fremgår af aftalen om finansiel sikkerhedsstillelse, kan realisation ske ved, at sikkerhedshaver tilegner sig sikkerhederne, forudsat der i aftalen er fastsat principper for værdiansættelsen af sikkerhederne, jf. dog § 58 d.

Til § 58 j, stk. 1: Straksrealisation ved misligholdelse

VHL § 58 j implementerer art. 4 i Collateraldirektivet (2002/47/EF) og præciserer, hvorledes der kan ske aftalt straksrealisation ved misligholdelse.

Bestemmelsens baggrund er, at det er vigtigt, at sikkerhedshaver i tilfælde af misligholdelse eller anden fyldestgørelsesgrund hurtigt kan få inddækket den sikrede del af sit krav og dermed undgå tab som følge af senere markedsændringer i sikkerhedens eller de sikrede fordringers værdi, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 300 f.

Bestemmelsens formål er, dels at fastslå, på hvilken måde, der kan ske fyldestgørelse, og dels at sikre fyldestgørelse kan ske straks i tilfælde af misligholdelse, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 300. Det er en forudsætning for straksrealisation, at der er truffet bestemmelse herom i aftalen om finansiel sikkerhedsstillelse. Parterne kan dog aftale, at realisation af nogle eller alle sikkerheder først må ske, efter at der er givet varsel eller på anden vis begrænset adgangen til straksrealisation.

Aftalen kan tillige indeholde nærmere bestemmelser om, hvilke misligholdelsestilfælde der berettiger sikkerhedshaver til at realisere sikkerheden.

Realisationsmåden er afhængig af, hvilken type sikkerhed der er tale om, jf. stk. 2-4, og til dels af parternes aftale, jf. stk. 4 om tilegnelse.

Til § 58 j, stk. 2: Finansiel sikkerhedsstillelse i form af overdragelse af ejendomsret

VHL § 58 j, stk. 2, fastlægger, at ved finansiel sikkerhedsstillelse i form af overdragelse af *ejendomsret* (fx repo-aftaler) sker realisation ved, at sikkerhedens værdi modregnes i de sikrede forpligtelser.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 58 j, stk. 3: Sikkerhedsstillelse i form af kontanter

VHL § 58 j, stk. 3, fastlægger, at ved sikkerhedsstillelse i form af *kontanter* sker realisation ved, at sikkerhedens værdi modregnes i eller anvendes til at indfri de sikrede forpligtelser.

Såfremt der er tale om en sikkerhed i form af et kontantindestående hos sikkerhedshaver, sker indfrielsen i praksis ved modregning i de sikrede fordringer, men der er trods dette tale om fyldestgørelse via et pant, hvilket kan have betydning for muligheden for omstødelse i tilfælde af senere konkurs, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 301.

Til § 58 j, stk. 4: Finansiel sikkerhedsstillelse i form af pantsætning

VHL § 58 j, stk. 4, fastlægger, at ved finansiel sikkerhedsstillelse i form af pantsætning sker realisation ved salg af sikkerheden.

Er der tale om en sikkerhedsoverdragelse i form af pantsætning, vil en modregning af sikkerhedernes værdi i den sikrede fordring, som sker uden et salg af værdipapirerne, have karakter af en tilegnelse, hvilket kræver udtrykkelig aftale herom, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 301.

Ved sikkerhedsoverdragelse i form af pantsætning sker realisation ved sikkerhedshavers salg af værdipapirerne, medmindre der er aftalt mulighed for tilegnelse. Salgsprovenuet anvendes til at indfri de forpligtelser, som var sikret ved pant i værdipapirerne, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 301.

Sikkerhedshavers mulighed for salg af værdipapirerne i tilfælde af misligholdelse indebærer en mindre fravigelse af Rpl § 538a, stk. 1 (kan fraviges ved aftale). Rpl § 538a, stk. 1, bestemmer, at realisation ved salg skal ske igennem en *værdipapirhandler*. I modsætning hertil giver stk. 4 sikkerhedshaver mulighed for *selv* at foretage salget (uanset om dette er aftalt), dog forudsat at det sker på forretningsmæssigt rimelige vilkår, jf. § 58 d.

En aftale om, at realisation kan ske ved tilegnelse, må anses for bindende for en eventuel sekundær berettiget sikkerhedshaver, der dog er berettiget til fyldestgørelse, i det omfang sikkerhedens værdi overstiger den primært berettigede sikkerhedshavers sikrede fordringer, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 301.

§ 58 k **[Retsvirkninger af aftale om overdragelse af ejendomsret].** En aftale om finansiel sikkerhedsstillelse i form af overdragelse af

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ejendomsret har i forhold til sikringsakt og realisation virkning i overensstemmelse med de aftalte vilkår.

Stk. 2. Hvis der opstår misligholdelse, inden sikkerhedshaver har opfyldt en eventuel forpligtelse til at overdrage tilsvarende sikkerhed, kan forpligtelsen gøres til genstand for netting ved slutafregning, jf. § 58 h, hvis dette fremgår af aftalen.

Til § 58 k, stk. 1: Retsvirkning i overensstemmelse med de aftalte vilkår

VHL § 58,k implementerer art. 6 i Collateraldirektivet (2002/47/EF) og har til formål at sikre, at aftaler om overdragelse af ejendomsret ikke kvalificeres som pantsætninger, uanset at ejendomsoverdragelsen sker til sikkerhed, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 301.

Et for dansk værdipapirhandelsret gennemgående princip udtrykkes via den såkaldte *realitetsgrundsætning*. Heri ligger, at det som den klare hovedregel er sådan, at det er en aftales reelle indhold, der er afgørende for, om der foreligger en overdragelse til eje eller til sikkerhed. Anvendt i denne sammenhæng vil realitetsgrundsætningen betyde, at såfremt erhververens primære interesse er aktivets realisationsværdi, vil der som udgangspunkt være tale om en pantsætning uanset, om parterne har »kamufleret« aftalen som en overdragelse til eje, jf. *FT 2003-04,till. A*, s. 301.

VHL § 58 k, stk. 1, udgør imidlertid en undtagelse til realitetsgrundsætningen, idet bestemmelsen fastslår, at en sikkerhedsstillelse i form af overdragelse af ejendomsret skal anses som en overdragelse til eje, uanset om overdragelsens *reelle formål* er sikkerhedsstillelse, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 301.

Undtagelsen i stk. 1 gælder dog alene i forhold til (i) sikringsakt og (ii) realisation. Det er således væsentligt, at realitetsgrundsætningen finder anvendelse i relation til en eventuel omstødelse af dispositionen. Det betyder, at såfremt sikkerhedsstillelsen sker til sikkerhed for allerede bestående gæld eller på anden utilbørlig vis tilgodeser sikkerhedshaver på andre kreditorers bekostning, skal sikkerheden behandles som et *pant*, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 301 f.

Til § 58 k, stk. 2: Slutafregning ved misligholdelse

Bestemmelsen i VHL § 58 k, stk. 2, fastslår, at såfremt der er aftalt slutafregning, der omfatter sikkerhedsstillers krav på tilbagelevering, og der opstår en slutafregningsgrund, forinden sådan tilbagelevering

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

er sket, konverteres dette tilbagebetalingskrav til en fordring, der indgår i slutafregningen.

§ 58 l **[Aftalt yderligere sikkerhedsstillelse ved efterfølgende værdiændringer].** En aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan indeholde bestemmelse om, at parterne er forpligtede til at stille sikkerhed eller supplerende sikkerhed for ændringer i værdien af sikkerheder eller finansielle forpligtelser omfattet af aftalen, hvis ændringerne er indtrådt efter aftalens indgåelse og skyldes markedsbetingede forhold.

Stk. 2. Såfremt sikkerhed stillet i henhold til stk. 1 er stillet uden unødigt ophold efter, at kravet på sikkerhed kunne gøres gældende i henhold til aftalen, kan sikkerheden ikke omstødes efter konkurslovens § 70 eller § 72. Omstødelse under de i konkurslovens § 72 anførte betingelser kan dog ske, hvis sikkerhedsstillelsen under hensyn til omstændighederne konkret ikke fremstod som ordinær.

Til § 58 l, stk. 1: Aftalt yderligere sikkerhedsstillelse ved efterfølgende værdiændringer

VHL § 58 l, stk. 1, implementerer art. 8, stk. 3, litra a, i Collateraldirektivet (2002/47/EF) om sikkerhedsstillelse for gældsudvidelser, der skyldes markedsbetingede forhold.

Bestemmelsen har til formål at give parterne i finansielle forhold mulighed for løbende at tilpasse værdien af stillede sikkerheder til gældens størrelse, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 302.

Med formuleringen »markedsbetingede forhold« i VHL § 58 l, stk. 1, præciseres, at bestemmelsen alene dækker øget kreditrisiko som følge af fx renteændringer og ændringer i kurser på valuta og værdipapirer. Derimod er ændringer, der skyldes kreditstillers kreditværdighed ikke omfattet, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 302. Samme hensyn ligger ligeledes bag bestemmelsen i VHL § 58 f, stk. 2, hvorefter sikkerhedsstillers egne aktier m.v. ikke kan anvendes som sikkerhed i henhold til en aftale om finansiel sikkerhed. Ifølge lovbemærkningerne har denne bestemmelse således til formål, »at undgå at sikkerhedsstillers kreditværdighed indirekte giver mulighed for yderligere sikkerhedsstillelse«, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 302.

Sikkerhedsstillelse for markedsbetingede ændringer kan først ske, når størrelsen af ændringen kan konstateres, og gælden dermed er kommet til eksistens.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

I VHL § 58 l, stk. 1, præciseres, at bestemmelsen alene omfatter ændringer, der opstår »efter aftalens indgåelse«. Det betyder, at al sikkerhed for gæld, der eksisterer ved aftalens indgåelse, vil kunne omstødes efter KL § 70, uanset om gælden er opstået som følge af aftale mellem parterne eller som følge af markedsbetingede ændringer i fordringers eller sikkerheders værdi. Heraf følger endvidere, at det ikke er en betingelse, at der er stillet sikkerhed ved fordringens *opståen*, men efterfølgende sikkerhed kan dog alene stilles for ændringerne i gældens størrelse, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 302.

Til § 58 l, stk. 2: Omstødelse efter KL § 72 ved ikke-ordinære dispositioner

Bestemmelsen i VHL § 58 l, stk. 2, omfatter alene de sikkerheder, der er omfattet af VHL § 58 f. Bestemmelsen omhandler tillige alene sikkerhed, der stilles af den, der efter aftalen er forpligtet til at stille sikkerhed, og altså ikke sikkerhed, der stilles af tredjemand, der ikke er part i aftalen, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 303.

VHL § 58 l, stk. 2, fastlægger, at såfremt sikkerheden stilles uden unødigt ophold efter, at sikkerhedshaver i henhold til aftalen har krav herpå, kan sikkerheden ikke omstødes efter KL § 70.

Med formuleringen »uden ugrundet ophold« præciseres, at sikkerheden skal stilles så hurtigt, som det er praktisk muligt under udvisning af rettidig omhu. Ifølge lovbemærkningerne kan dette i det konkrete tilfælde variere fra samme dag til nogle få dage (bl.a. som følge af tidsforskelle mellem parterne) , jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 303.

Som følge af det ovenstående er det afgørende tidspunkt ikke, hvornår den markedsforårsagede ændring indtrådte, men derimod hvornår pligten til at stille sikkerhed indtrådte. Dette får betydning for aftaler, hvor der først er pligt til at stille sikkerhed, når den akkumulerede markedsændring har nået et minimumsbeløb. Det forudsættes således, at det fremgår af aftalen, i hvilke tilfælde pligten til at stille sikkerhed eller supplerende sikkerhed udløses, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 303.

Bestemmelsen i VHL § 58 l, stk. 2, *2. pkt.*, hvorefter omstødelse under de i KL § 72 anførte betingelser kan ske, såfremt sikkerhedsstillelsen under hensyn til omstændighederne konkret ikke fremstod som »ordinær«, er ifølge lovbemærkningerne begrundet i markedshensyn. Bestemmelsen har formentlig ikke den store betydning i tilfælde af betalingsstandsning, hvor modparten typisk vil sikre sig til-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

synets samtykke (hvilket i sig selv udelukker omstødelse efter KL § 72). Bestemmelsen vil derimod kunne få betydning, hvor en kreditor indgiver konkursbegæring mod en skyldner, der ikke har anmeldt betalingsstandsning, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 303.

VHL § 58 l, stk. 2, indeholder ingen begrænsning i anvendelsesområdet for KL § 74, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 303.

§ 58 m **[Substitution af sikkerheder].** Sikkerhedsstiller kan efter aftale med sikkerhedshaver substituere en stillet sikkerhed med en anden sikkerhed, der i alt væsentligt har samme værdi.

Stk. 2. Såfremt en substituerende sikkerhed omfattet af stk. 1 er stillet senest samtidig med, at sikkerhedsstiller igen fik rådighed over den substituerede sikkerhed, kan den substituerende sikkerhed kun omstødes, hvis den substituerede sikkerhed var omstødelig.

Til § 58 m, stk. 1: Substitution af sikkerheder med samme værdi

VHL § 58 m, stk. 1, implementerer art. 8, stk. 3, i Collateraldirektivet (2002/47/EF) og har til formål at sikre, at der kan ske substitution af en sikkerhed med en sikkerhed, der i alt væsentligt har samme værdi, uden at sikkerhedshaver derved risikerer omstødelse, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 303.

Til § 58 m, stk. 2: Omstødelse af den substituerende sikkerhed

Ifølge bestemmelsen i VHL § 58 m, stk. 2, kan der alene ske omstødelse, såfremt den oprindelige sikkerhed kunne omstødes. Selvom den oprindelige sikkerhed ikke kunne omstødes, vil der dog kunne ske omstødelse efter KL's regler, såfremt sikringsakten for den substituerende sikkerhed ikke blev foretaget senest samtidig med, at den oprindelige sikkerhed blev frigivet til sikkerhedshaver. Det betyder, at sikkerhedshavers fordring ikke må have været usikret på noget tidspunkt efter stillelsen af den oprindelige sikkerhed, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 303.

Beskyttelsen mod omstødelse efter *stk. 2* gælder, uanset om værdien af den nye sikkerhed måtte overstige den oprindeligt stillede sikkerhed, når sikkerhederne i al væsentlighed har samme værdi, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 304.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 18 b

Tingsretligt lovvalg

§ 58 n **[Tingsretligt lovvalg].** Er et værdipapir registreret på en konto, afgøres de i stk. 2 nævnte spørgsmål vedrørende værdipapiret efter lovgivningen i det land, hvor kontoen føres. Ved lovgivningen i det land, hvor kontoen føres, forstås dette lands lovgivning bortset fra lovvalgsregler.

Stk. 2. De spørgsmål, som afgøres efter den i stk. 1 nævnte lovgivning, er

1. den retlige beskaffenhed af sikkerhed i værdipapirer og de tingsretlige virkninger, der knytter sig dertil,
2. kravene med hensyn til sikring af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse mod tredjemand samt kravene med hensyn til, hvilke foranstaltninger der er nødvendige for, at en sådan aftale kan gøres gældende over for tredjemand,
3. hvorvidt en persons adkomst til eller rettighed i en sikkerhed i værdipapirer må vige for eller efterstilles en konkurrerende adkomst eller rettighed, herunder hvorvidt der foreligger ekstinktiv erhvervelse, samt
4. hvilke foranstaltninger der er nødvendige for at realisere en sikkerhed i form af værdipapirer, når der er opstået en misligholdelsesgrund.

Til § 58 n, stk. 1: Tingsretligt lovvalg ved finansiel sikkerhedsstillelse

Kapitel 18 b (§ 58 n) blev indsat i VHL ved lov 1171 af 19. december 2003 og udgjorde herved en implementering af art. 9 i Collateraldirektivet (2002/47/EF) om det tingsretlige lovvalg.

VHL § 58 n er en videreførelse og præcisering af lovvalgsreglen i art. 9, stk. 2, i Finalitydirektivet (1998/26/EF), der kun gjaldt for sikkerhedsstillelse over for en begrænset personkreds.

VHL § 58 n finder alene anvendelse på dematerialiserede værdipapirer (fondsaktiver) og bestemmer således ikke, hvilken lovgivning

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

der regulerer de tingsretlige aspekter af en sikkerhedsstillelse i form af kontanter. Bestemmelsen bestemmer heller ikke, hvilken lovgivning der er afgørende for, om en slutafregningsaftale har virkning over for tredjemand, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 304.

Begrundelsen for lovvalgsreguleringen er, at mange aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse har tilknytning til flere lande. Herved skabes et behov for at minimere de retlige risici ved grænseoverskridende sikkerhedsstillelser, og dette er gjort ved at skabe forudsigelighed om, hvilket lands lovgivning der finder anvendelse på de tingsretlige spørgsmål.

Den internationale privatret indeholder et princip om, at tingsretlige spørgsmål afgøres efter beliggenhedslandets lovgivning (lex rei sitae). Dette princip er imidlertid utilstrækkeligt for værdipapirer, der er registreret på en konto (idet en sådan ikke har nogen fysisk beliggenhed), hvorfor EU-lovgiver fandt behov for en nærmere præcisering, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 304.

Art. 9 i Collateraldirektivet (2002/47/EF) bygger (ligesom det tidligere Finalitydirektiv) på det såkaldte PRIMA-princip (Place of the Relevant InterMediary Approach), hvorefter det afgørende i lovvalgsmæssig henseende ikke er, hvor værdipapiret befinder sig, eller gennem hvilken værdipapircentral det oprindeligt er udstedt, men derimod den lovgivning, som *den relevante konto* er undergivet.

Den relevante konto er den konto, som det tingsretlige spørgsmål vedrører. Går sikkerhedsstiller konkurs efter at have givet sikkerhed i de værdipapirer, som sikkerhedsstiller opbevarer på sin konto hos sin mellemmand, er det således denne konto, og ikke mellemmandens konto i værdipapircentralen, der udgør den relevante konto ved vurderingen af, om sikkerhedsstillelsen kan opretholdes overfor konkursboet, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 304.

Såfremt et pengeinstitut alene optræder som kontoførende institut vedrørende en konto i en værdipapircentral, er pengeinstituttet ikke en mellemmand i henhold til VHL § 58 n. Har værdipapirets ejer konto i en værdipapircentral, er det således denne konto, som er den relevante konto, uanset om kontoudskriften fremstår som udstedt af det kontoførende institut, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 304.

Det er afgørende, i hvilket land kontoen *reelt* føres. Har den mellemand, som fører kontoen på vegne af kontohaver, forretningssted i flere forskellige lande, kan det i visse tilfælde give anledning til problemer at fastslå, i hvilket land kontoen føres. Ifølge lovbemærknin-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

gerne må der i disse tilfælde ses på, om der i kontoaftalen er truffet bestemmelse om, hvor kontoen føres, og om angivelser på kontoudskrifter m.v. stemmer overens med vedtagelsen i kontoaftalen, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 304.

Eftersom EU-lovgiver ved vedtagelsen af Collateraldirektivet (2002/47/EF) søgte at undgå uoverensstemmelser mellem direktivet og (den på daværende tidspunkt ufærdige) Haagerkonventionen af 13. december 2002 om, hvilken lov der skal anvendes på visse rettigheder over værdipapirer, der opbevares af en mellemmand), bør § 58n fortolkes i lyset af konventionen, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 304. Lovbemærkningerne indeholder i den sammenhæng en ganske god vejledning vedrørende forståelsen af Haagerkonventionen, se hertil *FT 2003-04, till. A*, s. 305 ff.

Det er væsentligt, at være opmærksom på, at lov 1171 af 19. december 2003 indeholder *to versioner af § 58 n.*

Den første version, der trådte i kraft samtidig med lovændringen, og som er den gældende i dag, implementerer (som nævnt ovenfor) art. 9, stk. 2 i Collateraldirektivet (2002/47/EF).

Den anden version af § 58 n er optrykt som officiel note til den første og gældende version af bestemmelsen. Denne version vil erstatte den nugældende, når ministeren sætter den i kraft, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 304. Den anden version bygger på Haagerkonventionen om lovvalg ved visse rettigheder over værdipapirer, der opbevares af en mellemmand. Haagerkonventionen er optrykt som bilag 1 til lovforslag nr. L 11 af 8. oktober 2003 (se *FT 2003-04, till. A*, s. 281 ff.). Ikrafttræden af den anden version af § 58 n forudsætter, at konventionen ratificeres, og da denne angår emner, der også dækkes af direktiverne, foreligger der delt kompetence mellem EU og de enkelte medlemslande. Danmarks ratifikation vil således tidligst kunne ske samtidig med EUs tiltrædelse.

Af litteratur om det tingsretlige lovvalg se *Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen*; Slutafregning, 2005, samme; Internationale aspekter af insolvens- og tingsretten (doktorafhandling), 2002, *Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen og Mogens Kruse (R. Potok, Ed.);* Cross Boarder Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws, 2002 og *Jesper Lau Hansen*; Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005/06. Om de danske overvejelser i forbindelse med implementeringen af Collateraldirektivet (2002/47/EF), se *Økonomi- og Erhvervsministeriets* »Rapport om gennemførelse af direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse«, 2003.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 58 n, stk. 2: De omfattede tingsretlige spørgsmål

VHL § 58 n, stk. 2, nr. 1-4, fastlægger, hvilke tingsretlige spørgsmål der er omfattet af VHL § 58 n, stk. 1.

Nr. 1 omhandler den retlige beskaffenhed af sikkerhed i værdipapirer og de tingsretlige virkninger, der knytter sig dertil. Spørgsmålet, om en overdragelse skal anses for en overdragelse til eje eller sikkerhed, afgøres herefter af lovgivningen i det land, hvor kontoen føres. Såfremt kontoen føres i Danmark, følger det af VHL § 58 k, at hvis det i en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse er bestemt, at værdipapirer overdrages til eje til sikkerhedsmodtager, anses overdragelsen i relation til sikringsakt og realisation for en overdragelse til eje, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 304.

Nr. 2 omhandler kravene med hensyn til sikring af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse mod tredjemand samt kravene med hensyn til, hvilke foranstaltninger der er nødvendige for, at en sådan aftale kan gøres gældende over for tredjemand. Herefter er lovgivningen i det land, hvor kontoen føres afgørende for, om der skal iagttages sikringsakt for at sikre rettigheder over værdipapirer, som opbevares hos en mellemmand og i givet fald hvilken sikringsakt.

Nr. 3 fastlægger, at også betingelserne for ekstinktion afgøres efter loven i det land, hvor kontoen føres.

Endelig fastlægger *nr. 4*, at spørgsmålet om, hvilke processuelle skridt der er nødvendige for at foretage realisation i tilfælde af misligholdelse, afgøres efter loven i det land, hvor kontoen føres. Selve spørgsmålet, *om der foreligger en misligholdelse*, der giver sikkerhedshaver ret til at realisere sikkerheden, afgøres fortsat efter den lovgivning, der regulerer det kontraktretlige forhold mellem parterne (sikkerhedsstiller og sikkerhedshaver). I henhold til dansk ret kan en sikkerhed i værdipapirer realiseres til trods for, at der er indledt insolvensbehandling mod sikkerhedsstiller, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 304.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 19

Udstedelse og registrering af dematerialiserede værdipapirer

§ 59 **[Udstedelse og registrering af dematerialiserede værdipapirer]** Værdipapirer kan udstedes og overdrages i papirløs form (dematerialiseret).

Stk. 2. Ved fondsaktiver forstås i denne lov omsættelige dematerialiserede værdipapirer, der er registreret i en værdipapircentral.

Stk. 3. Ved registrering forstås udstedelse af fondsaktiver gennem en værdipapircentral og indskrivning af rettigheder over disse i et register i værdipapircentralen. Et enkelt fondsaktiv kan kun udstedes gennem én værdipapircentral.

Stk. 4. En værdipapircentrals bestyrelse kan træffe beslutning om, at andre værdipapirer end de af stk. 2 omfattede værdipapirer ligeledes kan registreres som fondsaktiver i den pågældende værdipapircentral.

Stk. 5. Ved registreringsvirksomhed forstås regelmæssig virksomhed, der består i at registrere fondsaktiver. Finanstilsynet afgør i tvivlstilfælde, om der foreligger registreringsvirksomhed.

Stk. 6. Regler om en værdipapircentrals virksomhed fastsættes i selskabets vedtægter, der godkendes af Finanstilsynet.

Til § 59, stk. 1: Mulighed for dematerialiserede værdipapirer

Muligheden for, at værdipapirer kan udstedes og overdrages som dematerialiserede værdipapirer, gælder for alle de typer af værdipapirer, som er omfattet af VHL § 2. En udsteders beslutning om, at værdipapirerne skal udstedes og overdrages i dematerialiseret form, er ikke enslydende med, at reglerne om registrering i kapitel 19-24 anvendes. Disse regler gælder kun for den del af de *dematerialiserede* værdipapirer, som betegnes fondsaktiver.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Fondsaktiver omfatter såvel børsnoterede som unoterede værdipapirer. Udenlandske fondsaktiver kan ligeledes udstedes og overdrages gennem registrering i en dansk værdipapircentral.

Som eksempler på dematerialiserede omsættelige værdipapirer, som kan overdrages, uden der stilles krav om registrering, kan nævnes Danmarks Nationalbanks indskudsbeviser og bankcertifikatprogrammer, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2015. Hvor værdipapiret oprindeligt er udstedt i papir-form, enten som flere ensartede beviser eller et dokument (global note), der opbevares af en depositar, og først efterfølgende er gjort dematerialiseret ved at registrere ejerandele i værdipapiret, tales om et immobiliseret værdipapir.

Jesper Lau Hansen bemærker i Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, bind 2, 2. udg., s. 489, at når forarbejderne beskriver registrering i værdipapircentral som værende en ikke-fysisk registrering, er dette ikke helt korrekt, idet registreringen forudsætter et fysisk medium, f.eks. en database hos værdipapircentralen. Det er vanskeligt at være uenig i betragtningen.

Selve *udstedelsen* af værdipapirer i selskabsretlig forstand reguleres ikke af bestemmelsen.

Til § 59, stk. 2: Begrebet »fondsaktiver«

Fondsaktiver er omsættelige, dematerialiserede værdipapirer, der er registreret i en værdipapircentral, jf. VHL § 59, stk. 2. Ved *omsættelig* forstås værdipapirer, der kan overdrages, uden at der ændres ved retsforholdet mellem udstederen af værdipapiret og erhververen i forhold til retsforholdet mellem udstederen og overdrageren. Omfattet er således også værdipapirer udstedt af selskaber, dvs. aktier, konvertible gældsbreve, udstederwarrants og obligationer med warrants. Obligationer, herunder realkreditobligationer, investeringsforeningsandele, samt covered warrants er ligeledes omsættelige i lovens forstand. De af FUTOP Clearingscentralen A/S hidtil udstedte værdipapirer er finansielle kontrakter indgået mellem en udsteder eller en erhverver og FUTOP Clearingscentralen A/S.

Det betyder, at en overdragelse heraf i princippet er en indgåelse af en ny kontrakt mellem parterne, og derved er sådanne værdipapirer *ikke* omsættelige i lovens forstand i modsætning til de i Værdipapircentralen registrerede værdipapirer, primært aktier og obligationer. Det bemærkes, at bestemmelsens anvendelse af begrebet *omsættelighed* ikke kan forstås som synonymt med negotiabilitet.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Jesper Lau Hansen anfører, at forarbejdernes beskrivelse ikke er præcis, idet udstederens retsforhold til erhververen faktisk kan ændres, når et omsætteligt papir overdrages, f.eks. hvor udstederen fortaber de indsigelser, han havde mod overdrageren. Men formodentligt sigtes blot til det forhold, at udstederen ved udstedelsen af værdipapiret har gjort det klart, direkte eller indirekte, at værdipapiret kan overdrages, jf. *Jesper Lau Hansen*, Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, bind 2, 2. udg., s. 489.

Ved et enkelt fondsaktiv forstås fondsaktiver udstedt under samme fondskode, f.eks. alle obligationer i samme serie og med samme rentefod og løbetid eller aktier i samme klasse i en virksomhed, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2015.

Til § 59, stk. 3: Begrebet »registrering«

»Udstedelse« i selskabsretlig forstand reguleres ikke af bestemmelsen, og der sigtes således alene til, at udstederen ved udstedelsen har valgt at lade værdipapiret dokumentere ved registrering hos en værdipapircentral frem for at vælge udstedelse på papir.

Registreringsvirksomhed består i at udstede fondsaktiver gennem en værdipapircentral og indskrive rettighederne over disse fondsaktiver i et register i værdipapircentralen, jf. VHL § 59, stk. 3 og 5.

Registrering i en værdipapircentral er den sikringsakt, som rettighedshavere skal iagttage for at opnå en i forhold til godtroende omsætningserhververe og kreditorer beskyttet ret, jf. VHL § 66. Ved overdragelse af fondsaktiver indskrives disse på erhververens konto i det centrale register i en værdipapircentral og slettes på overdragerens konto. Begrænsede rettigheder som pant, udlæg m.v. indskrives på den konto, hvor de pågældende fondsaktiver er registreret. Rettigheder over et fondsaktiv skal indskrives i den værdipapircentral, gennem hvilken det pågældende fondsaktiv er udstedt. Hvis en delmængde af et enkelt fondsaktiv efterfølgende er overført til en anden værdipapircentral, skal rettigheder over de overførte fondsaktiver indskrives dér, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2016.

Ét og samme fondsaktiv (dvs. under samme fondskode) **kan kun udstedes gennem én værdipapircentral**, jf. VHL § 59, stk. 3, 2. led, men dette er ikke til hinder for, at efterfølgende transaktioner over værdipapiret (dvs. dispositioner over et allerede udstedt dematerialiseret værdipapir) kan registreres via andre værdipapircentraler end den, hvorigennem det er udstedt. Således kan både værdipapircentra-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ler af samme og af forskellig nationalitet med Finanstilsynets godkendelse indgå aftaler med hinanden om, at de kan foretage registreringer hos hinanden, jf. VHL § 63, stk. 2. Det tidligere krav om, at danske aktier og obligationer mv., der optages til notering på en dansk fondsbørs, skal udstedes igennem en værdipapircentral, blev ophævet. Loven gør det muligt at handle med værdipapirer udstedt af danske udstedere på en dansk fondsbørs, uanset at de måtte være udstedt i en udenlandsk registreringscentral eller opstået på anden måde.

Faktisk er der indgået aftale mellem VP og Euroclear, således at der er en direkte forbindelse mellem disse to institutioner. Generelt er forbindelsen mellem VP og de **udenlandske afviklingssystemer** markant forbedret siden VHL's ikrafttræden, blandt andet således at der kan ske straks-levering og straks-afregning ved handeler på tværs af landegrænser, og herved kan grænseoverskridende værdipapirhandel ske uden tab af valørdage, jf. *Jens Bache* i Månedsrapport nr. 291, august 1996, s. 19 f. Siden der pr. 1. juli 1994 blev etableret direkte forbindelse mellem VP og Euroclear, er afviklingen i internationale systemer via VP blevet mere end fordoblet.

For god ordens skyld bemærkes, at nominee-ordninger er tilladt efter dansk ret, jf. Bet. 1230/1993, s. 87 ff. Begrebet nominee relaterer sig til den situation, hvor en ejer af et værdipapir lader en anden person registrere retten til værdipapiret i dennes navn. En nomineeordning frigør ikke aktionæren for at honorere oplysningsforpligtelsen i § 29. Se mere herom i kommentaren til VHL § 72, stk. 2. Se også *Peer Schamburg-Müller,* Dansk Børsret, 2. del, Værdipapirhandelsretten (2003), s. 161 ff.

Til § 59, stk. 4: Andre værdipapirer end de dematerialiserede

Også andre værdipapirer end de dematerialiserede kan efter nærmere beslutning i værdipapircentralens bestyrelse registreres som fondsaktiver, jf. VHL § 59, stk. 4. Dette kan være aktuelt, hvis fx udenlandske værdipapirer, som eksisterer som papirdokumenter, ønskes registreret.

Efter de tidligere regler *skulle* **børsnoterede værdipapirer** registreres i VP. Pligten til, at danske noterede værdipapirer skulle indskrives i VP, gav i realiteten VP en monopolstilling på registrering af værdipapirer i Danmark. Prisen for at udvide VP's virksomhedsområde var derfor en ophævelse af monopolet. Dette indebærer, at registreringsvirksomhed nu drives som en rent kommerciel tjenesteydel-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

sesvirksomhed i aktieselskabsform. I 2000 blev VP omdannet til et aktieselskab med en aktiekapital på 40 mio. kr.

Det er en forudsætning for registrering af et værdipapir, at dette er teknisk foreneligt med en værdipapircentrals systemer, og at det er omfattet af § 2, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2016. *Jesper Lau Hansen* anfører, at den reelle betydning af stk. 4 er at gøre det klart, at ikke-omsættelige værdipapirer normalt ikke har krav på registrering, men kan registreres, såfremt værdipapircentralen finder det hensigtsmæssigt, jf. Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, bind 2, 2. udg., s. 491. Dette synspunkt tiltrædes. Finanstilsynet har udstedt bkg. 1168 af 1. december 2004 om registrering af fondsaktiver i en værdipapircentral.

Til § 59, stk. 5: Begrebet »registreringsvirksomhed«

I tvivlstilfælde kan Finanstilsynet bestemme, om der foreligger registreringsvirksomhed.

Dette kan være tilfældet, hvis registreringsvirksomhed får så stort et omfang og retter sig mod en så væsentlig del af markedet, at det må anses for problematisk, at denne virksomhed ikke er omfattet af reglerne om registrering. Det kan være tilfældet, såfremt denne virksomhed omfatter et så bredt udsnit af omsættelige værdipapirer eller få værdipapirserier, der omsættes i en bredere kreds af markedsdeltagere, herunder i forbindelse med børsnotering heraf.

Udgangspunktet for afvejningen er hensynet til beskyttelse af investorernes rettigheder.

Til § 59, stk. 6: Vedtægter for en værdipapircentral

Finanstilsynets tilladelse til en værdipapircentral forudsætter, at der i vedtægterne er fastsat objektive, ikke diskriminerende krav til at indgå tilslutningsaftaler, jf. i det hele *FT 1995-96, till. A*, s. 2016.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

KAPITEL 20

Registreringsvirksomhed

§ 60 **[Værdipapircentral]** En værdipapircentrals bestyrelse er ansvarlig for, at centralens virksomhed foregår på en betryggende og hensigtsmæssig måde. Det påhviler den enkelte værdipapircentral at fastsætte regler om registrering af værdipapirer som fondsaktiver og om, hvilke værdipapirer der kan optages til registrering i centralen som fondsaktiver. Disse regler skal sikre alle berørte en ligelig behandling og skal godkendes af Finanstilsynet.

Stk. 2. En værdipapircentral må ikke afgive oplysninger vedrørende det registrerede til andre end Finanstilsynet eller de efter kapitel 21 tilsluttede virksomheder.

Stk. 3. Økonomi- og erhvervsministeren kan bestemme, at en værdipapircentral i et nærmere bestemt omfang skal afgive oplysninger om det registrerede til en offentlig myndighed, herunder Danmarks Nationalbank.

Stk. 4. En værdipapircentrals bestyrelse, revisorer samt direktører og øvrige ansatte må ikke uberettiget røbe, hvad de under udøvelsen af deres stilling eller hverv har fået kundskab om.

Til § 60, stk. 1: Krav om betryggende og ligelig behandling.

Regelfastsættelse

Det påhviler en værdipapircentral at fastsætte regler om registrering, som sikrer alle berørte en ligelig behandling. Reglerne skal godkendes af Finanstilsynet.

Til § 60, stk. 2: Tavshedspligt

VHL § 60, stk. 2, er en videreførelse af § 32 i lov om en værdipapircentral og skal sikre hemmeligholdelse af registrerede oplysninger. Der kan være situationer, hvor en domstol bestemmer, at oplysningerne vedrørende den registrerede skal udleveres til f.eks. anklage-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

myndigheden, hvorfor der i lovforslaget til stk. 2 blev suppleret med en bestemmelse om, at en værdipapircentral kan tilpligtes at give yderligere oplysninger, herunder om hvilket institut der er kontoførende institut for en depotkonto eller en person.

Denne tilføjelse blev dog fjernet igen under udvalgsbehandlingen, fordi sådanne oplysninger normalt er tilgængelige hos de kontoførende institutter og kan skaffes ved restkendelse, jf. *FT 1995-96, till. B*, s. 164 og *Jesper Lau Hansen*, Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, bind 2, 2. udg., s. 493, der mener, at tilføjelsen højst sandsynligt blev fjernet, fordi domstolenes adgang til efter Retsplejelovens almindelige regler at kræve oplysninger blev fastslået ved *UfR 1995.625 H*, der stadfæstede landsrettens kendelse refereret i *UfR 1994.576 V*, hvor VP var forpligtet til at efterkomme anklagemyndighedens begæring om edtition i en sag om skyldnersvig. Anklagemyndigheden skønnede, at der ikke kunne skaffes de fornødne oplysninger fra det kontoførende institut.

Ved lov 283 af 26. april 2000 blev der givet Finanstilsynet direkte adgang til det registrerede i VP. Adgangen skal anvendes ved undersøgelse af sager i forbindelse med markedsovervågningen. Finanstilsynet anvender disse oplysninger om registreringer i VP i forbindelse med dets undersøgelser af insider- og kursmanipulationssager m.v., jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3263.

Til § 60, stk. 3: Fravigelse af tavshedspligten

Det blev ved lov 283 af 26. april 2000 præciseret, at Økonomi- og erhvervsministeren kan bestemme, at en værdipapircentral i et nærmere bestemt omfang skal afgive oplysninger om det registrerede til Danmarks Nationalbank. Formelt var Nationalbanken omfattet af den hidtidige bestemmelse som værende »offentlig myndighed«, men bestemmelsen skal fortolkes indskrænkende, hvorfor der alene i lovbemærkningerne til den hidtidige bestemmelse alene blev nævnt Danmarks Statistik og skattemyndighederne som eksempler på offentlge myndigheder. Indførelsen af Danmarks Nationalbank var således et ønske om at tydeliggøre, at Nationalbanken er omfattet af bestemmelsen, blandt andet under hensyntagen til nødvendigheden af Nationalbankens mulighed for at få adgang til registreringer i den anvendte værdipapircentral i tilfælde af arbejdskonflikt i VP, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3264.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bestemmelsen er tænkt kun at skulle anvendes i ekstraordinære tilfælde, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 3264.

Til § 60, stk. 4: Tilknyttede personers tavshedspligt

Det blev af lovgiver fundet hensigtsmæssigt at overføre de tavshedspligtsbestemmelser, der gælder for fondsbørser, autoriserede markedspladser, alternative markedspladser og clearingcentraler til værdipapircentraler, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2016. Se herom kommentaren til VHL § 13.

§ 61 **[Accessorisk virksomhed]** En værdipapircentral kan drive accessorisk virksomhed. Finanstilsynet kan beslutte, at den accessoriske virksomhed skal udøves i et andet selskab.

Stk. 2. Hvis en værdipapircentral tillige driver værdipapirclearingvirksomhed, finder bestemmelserne i § 52, § 53, stk. 1, samt §§ 54-58 anvendelse på selskabets virksomhed. Regler udstedt i medfør af § 55, stk. 8, finder tilsvarende anvendelse.

Stk. 3. Hvis en værdipapircentral tillige driver børsvirksomhed, finder bestemmelserne i § 13, stk. 1-3, § 16, stk. 3 og 4, og §§ 18-20 samt kapitlerne 6-10 anvendelse på selskabets virksomhed. Regler udstedt i medfør af § 19, stk. 1 og 2, og kapitlerne 6-10 finder tilsvarende anvendelse.

Stk. 4. Hvis en værdipapircentral tillige driver virksomhed som autoriseret markedsplads, finder bestemmelserne i kapitel 11 anvendelse på selskabets virksomhed.

Stk. 5. Hvis en værdipapircentral tillige driver virksomhed som alternativ markedsplads, finder bestemmelserne i kapitel 11 a anvendelse på selskabets virksomhed.

Til § 61, stk. 1: Accessorisk virksomhed

En værdipapircentral kan drive **accessorisk virksomhed**, fx clearing, jf. VHL § 61, som for hhv. virksomhed som clearingcentral, børs og autoriseret markedsplads overfører de relevante forskrifter til den pågældende værdipapircentral. Det er Finanstilsynet, der har hjemmel til at træffe beslutning om, at den accessoriske virksomhed skal drives i et andet selskab. Denne beslutning afhænger af den risiko, der er forbundet med de planlagte aktiviteter, samt hvor forskellig fra centralens kerneområder de planlagte aktiviteter vurderes at være, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2016.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Finanstilsynet kom med en afgørelse den 7. juli 2000 med følgende indhold: VP forespurgte, hvorvidt Finanstilsynet i tilfælde af, at VP måtte afgive indeståelse for fejl i forbindelse med automatisk pant i henhold til VHL § 55, stk. 1 og 2, (over for Danmarks Nationalbank alene eller over for alle clearingdeltagere) vil kræve VPs i den henseende accessoriske virksomhed udskilt i et særligt selskab i henhold til VHL § 61, stk. 1.

Tilsynet meddelte, at ordningen vedrørende automatisk pant må anses som et naturligt led i VPs virksomhed som VP og clearingvirksomhed, og at tilsynet derfor ikke vil stille krav om, at de påtænkte indeståelser skal afgives af en selvstændig juridisk enhed, jf. VHL § 61, stk. 1.

Den gamle værdipapircentrallov regulerede VP og dens registreringsaktiviteter. VP havde ud over registreringsvirksomheden også nogle omfattende clearing- og afviklingsaktiviteter. Værdipapircentralloven har imidlertid hindret VP i – i lighed med mange af dens udenlandske konkurrenter – at tilbyde serviceydelser i forbindelse med registreringen af værdipapirhandler. VHL indeholder derfor bestemmelser, der i højere grad skal sikre, at VP's muligheder for at virke under **international konkurrence** forbedres.

Ved accessorisk virksomhed tænkes navnlig på aktiviteter, der er et naturligt led i funktionen som værdipapircentral som f.eks. clearingvirksomhed.

Visse former for accessorisk virksomhed, der modsvarer § 7-virksomhed, er særligt reguleret, jf. stk. 2-4.

Bestemmelserne i stk. 2-4 finder kun anvendelse, hvis værdipapircentralen driver de nævnte virksomheder i samme juridiske enhed. Stiftes et nyt selskab til driften af sådan virksomhed, finder alle bestemmelserne i kapitlerne for de respektive virksomhedsformer anvendelse for dette selskab, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2017.

Til § 61, stk. 2: Værdipapirclearingvirksomhed som accessorisk ydelse

»Værdipapirclearingvirksomhed« blev præciseret ved lov 283 af 26. april 2000, idet clearing også kom til at omfatte clearing af betalinger.

Henvisningen fra stk. 4 til stk. 6 blev ændret ved lov 1327 af 20. december 2000 som konsekvensændring.

Der er ikke krav om yderligere indbetaling af aktiekapital.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Henvisningen til VHL § 55, stk. 6 blev ændret til stk. 8 ved lov 116 af 27. februar 2006 som konsekvens af ændringer i § 55 vedrørende den såkaldte sikkerhedsret.

Til § 61, stk. 3: Børsvirksomhed som accessorisk ydelse
Der er ikke krav om yderligere indbetaling af aktiekapital,

Til § 61, stk. 5: Alternativ markedsplads som accessorisk ydelse
Bestemmelsen blev indsat ved lov 604 af 24. juni 2005.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 21

Tilslutning til en værdipapircentral

§ 62 **[Ret til indrapportering]** Ret til at foretage indrapportering til registrering i en værdipapircentral på dennes vegne og med retsvirkning i henhold til §§ 66-75 (kontoførende institutter) tilkommer ud over den pågældende værdipapircentral

1. finansielle virksomheder, der har tilladelse som pengeinstitut eller fondsmæglerselskab,
2. finansielle virksomheder, der har tilladelse som realkreditinstitut eller investeringsforvaltningsselskab, for så vidt disse virksomheder har tilladelse efter lov om finansiel virksomhed § 9, stk. 1,
3. virksomheder, der drives i fællesskab af disse finansielle virksomheder, og som har til formål at forvalte værdipapirer,
4. Danmarks Nationalbank,
5. Økonomistyrelsen,
6. clearingcentraler og
7. obligationsudstedende institutter, for så vidt angår fondsaktiver, der er udstedt af det pågældende institut.

Stk. 2. Kreditinstitutter, investeringsselskaber og administrationsselskaber, der er meddelt tilladelse i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, har ret til at foretage indrapportering til registrering, jf. stk. 1, såfremt selskabet lovligt udøver værdipapirhandel enten gennem en filial eller ved at yde tjenesteydelser her i landet, jf. lov om finansiel virksomhed § 30 henholdsvis § 31.

Stk. 3. Kreditinstitutter og investeringsselskaber, der er meddelt tilladelse i et land uden for Den Europæiske Union, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, har ret til at foretage indrapportering til registrering, jf. stk. 1, såfremt selskabet lovligt udøver værdipapirhandel enten

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

gennem en filial eller ved at yde tjenesteydelser her i landet, jf. lov om finansiel virksomhed § 1, stk. 3, henholdsvis § 33.

Stk. 4. Udenlandske clearingcentraler eller lignende institutioner, som er under offentligt tilsyn, har efter Finanstilsynets godkendelse ret til at foretage indrapportering til registrering, jf. stk. 1.

Stk. 5. Ret til at indhente oplysninger om egne konti direkte i en værdipapircentral og overføre meddelelser om salg gennem værdipapircentralen til de kontoførende institutter eller en clearingcentral samt foretage anmeldelser om registrering på egne konti direkte til en værdipapircentral tilkommer storkunder.

Til § 62, stk. 1: Kontoførende institutter

Ændret ved lov 250 af 27. april 1999 i konsekvens af ændringen af § 4. Endvidere ændret ved lov 453 af 10. juni 2003. § 62, stk. 1-3, gør op med, hvilke typer af finansielle virksomheder der kan være kontoførende institutter i en værdipapircentral. Efter den gældende bestemmelse kan danske, men ikke udenlandske clearingcentraler, have denne funktion.

I forbindelse med det stærkt stigende omfang af grænseoverskridende handel med værdipapirer og finansielle instrumenter baseret på værdipapirer vil også udenlandske clearingcentraler kunne have behov for at indrapportere handler med eller baseret på værdipapirer, der er registreret i en dansk værdipapircentral. Dette kan for eksempel være tilfældet, hvor den udenlandske clearingcentral selv indtræder som modpart (central modpart) i de enkelte handler.

En værdipapircentral har ret til selv at føre konti og foretage registreringer. Det betyder bl.a., at en værdipapircentral kan fungere som kontoførende institut, for storkunders egne konti. Storkunder kan f.eks. være institutionelle investorer eller andre, der har indgået en begrænset tilslutningsaftale efter § 64, stk. 2.VPs funktion er i forhold til Finanstilsynet underlagt de samme pligter som øvrige kontoførende institutter, herunder om afgivelse af oplysninger til brug for tilsynet efter VHL, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2017.

Indrapportering med henblik på registrering i værdipapircentralen skal foretages enten af værdipapircentralen selv eller af et kontoførende institut, jf. VHL § 62. Kontoførende institutter er

1. finansielle virksomheder, der har tilladelse som pengeinstitut eller fondsmæglerselskab,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

2. finansielle virksomheder, der har tilladelse som realkreditinstitut eller investeringsforvaltningsselskab, for så vidt disse virksomheder har tilladelse efter FVL § 9, stk. 1,
3. virksomheder, der drives i fællesskab af disse finansielle virksomheder, og som har til formål at forvalte værdipapirer,
4. Danmarks Nationalbank,
5. Økonomistyrelsen,
6. clearingcentraler og
7. obligationsudstedende institutter, for så vidt angår fondsaktiver, der er udstedt af det pågældende institut.

Der er tilsluttet over 200 deltagere som kontoførende institutter i VP.

Et at formålene med bestemmelsen er blandt andet hensynet til sikkerheden i afviklingen, der gør det ønskeligt, at en VP kan føre en form for »mellemkonto« med henblik på at få skabt et bedre grundlag for at udvide samtidighedsprincippet i udvekslingen af ydelser til en større kreds. Endvidere skal bestemmelsen sikre, at en VP skal kunne fungere som kontoførende institut for storkunder, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2017.

I relation til § 62, stk. 1, nr. 2, gennemfører bestemmelsen dele af UCITS-direktivet. Dette direktiv udvider begrebet finansielle virksomheder til at omfatte investeringsforeningers og specialforeningers *administrationsselskaber* – de såkaldte investeringsforvaltningsselskaber. Som en følge af, at investeringsforvaltningsselskaber kan få tilladelse til for kunder at opbevare og forvalte andele, udstedt af institutter for kollektiv investering (UCITS) samt andele udstedt af andre kollektive investeringsforetagender (non-UCITS), er investeringsforvaltningsselskaber ved lov 453 10. juni 2003 omfattet af § 62.

Til § 62, stk. 2: Udenlandske institutter inden for EU

Stk. 2 blev indført ved lov 453 af 10. juni 2003 som konsekvens af, at lov om banker og sparekasser m.v., Realkreditloven og lov om fondsmæglerselskaber blev ophævet og erstattet af FVL.

Stk. 2 angår de finansielle aktører, der hører inden for EU/EØS.

Til § 62, stk. 3: Udenlandske institutter uden for EU

Stk. 3 blev indført ved lov 453 af 10. juni 2003 som konsekvens af, at lov om banker og sparekasser m.v., Realkreditloven og lov om fondsmæglerselskaber blev ophævet og erstattet af FVL.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bestemmelsen angår de finansielle aktører, der hører uden for EU/EØS.

Til § 62, stk. 4: Udenlandske clearingcentraler

Bestemmelsen blev indsat ved lov 116 af 27. februar 2006, og bestemmelsen giver Finanstilsynet mulighed for at godkende, at en udenlandsk clearingcentral kan være kontoførende institut for en dansk værdipapircentral, jf. *FT 2005-06, till. A*, s. 1271. Det foreslås, at muligheden for godkendelse skal være begrænset til clearingcentraler under offentligt tilsyn.

Til § 62, stk. 5: Storkunders acces

Stk. 4 var oprindeligt stk. 2, men blev flyttet ved lov 453 af 10. juni 2003, og den fik sin nuværende placering ved lov 116 af 27. februar 2006. Bestemmelsen er uændret og viderefører princippet om storkunder. Implementering af VHL historisk gjorde muligheden for at blive storkunde til et generelt princip. De der anerkendes som **storkunder**, har en begrænset egenacces til den pågældende værdipapircentral, jf. VHL § 62, stk. 4.

De kan

1. indhente oplysninger om egne konti,
2. overføre meddelelser om salg til de kontoførende institutter gennem værdipapircentralen samt
3. foretage anmeldelser om registrering på egne konti direkte til værdipapircentralen.

Det vil ses, at storkundens acces stedse drejer sig om egne konti i den pågældende værdipapircentral.

Der er tilsluttet 15-20 institutionelle investorer som storkunder i VP. VP tilbyder desuden **fjernmedlemskab** til udenlandske markedsdeltagere, der således kan opnå direkte acces som storkunder i VP. Storkunder skal efter VHL § 64, stk. 2 indgå tilslutningsaftale med VP.

§ 63 **[Udenlandske værdipapircentraler og depotsteder]** Udenlandske værdipapircentraler og depotsteder, som er under offentligt tilsyn (udlandscentraler), og danske værdipapircentraler kan efter Finanstilsynets godkendelse foretage indrapportering til registrering i en værdipapircentral på dennes vegne og med retsvirkning i henhold til §§ 66-75.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 2. En værdipapircentral kan efter Finanstilsynets godkendelse foretage registreringer i udlandscentraler og i danske værdipapircentraler.

Til § 63, stk. 1: Indrapportering fra udenlandske centraler og depotsteder

Bestemmelsen erstatter den tidligere § 6 a i VPC-loven og giver Finanstilsynet hjemmel til at godkende en VPs forbindelser med andre danske VP'er eller tilsvarende udenlandske og depotsteder (udlandscentraler), jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 80.

En VP har også mulighed for at indgå tilslutningsaftaler med depotbanker for blandt andet på denne måde at opnå indirekte forbindelse med udlandscentraler, hvor udenlandsk lovgivning eller andre forhold ikke giver mulighed for, at en VP kan indgå aftale om en direkte forbindelse med disse udlandscentraler.

Også udlandscentraler, dvs. **udenlandske værdipapircentraler og udenlandske depotsteder**, samt andre danske værdipapircentraler kan opnå adgang til at foretage indrapportering til registrering, jf. VHL § 63, stk. 1. Det er en forudsætning herfor, (1) at Finanstilsynet godkender tilslutningen, og (2) at den pågældende udlandscentral er under offentligt tilsyn.

Til § 63, stk. 2: Registreringer i udlandscentraler og i danske værdipapircentraler

Ligesom udlandscentraler kan opnå tilladelse til at foretage indrapportering til registrering i en dansk værdipapircentral, kan en dansk værdipapircentral opnå Finanstilsynets godkendelse til at foretage **registrering hos udlandscentraler og depotsteder**.

§ 64 **[Kontoførende institutter]** Kontoførende institutter, jf. § 62, stk. 1-4, skal indgå en tilslutningsaftale med en værdipapircentral som betingelse for, at de kan opnå adgang til at indrapportere til registrering i den pågældende central.

Stk. 2. De af § 62, stk. 5, omfattede storkunder skal indgå en tilslutningsaftale med en værdipapircentral som betingelse for, at de kan opnå adgang til at indhente oplysninger om egne konti, overføre meddelelser om salg og foretage anmeldelser om registreringer på egne konti direkte i den pågældende central.

Stk. 3. En værdipapircentral kan efter at have indhentet Finanstilsynets tilladelse indgå en tilslutningsaftale med et kredit-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

institut eller et investeringsselskab som nævnt i § 62, stk. 3, der ikke udøver værdipapirhandel enten gennem en filial eller ved at yde tjenesteydelser her i landet, jf. lov om finansiel virksomhed § 1, stk. 3, henholdsvis § 33.

Stk. 4. I tilfælde af konkurs, betalingsstandsning eller lignende i en virksomhed omfattet af stk. 1 og 3 ophører den i de samme stykker nævnte tilslutningsaftale med omgående virkning og dermed retten til at foretage indrapportering til registrering i en værdipapircentral. Medmindre andet aftales, overtager værdipapircentralen herefter indrapporteringen til registrering på berørte konti i en periode på højst 4 måneder, hvorefter kontohaverens registreringer overføres til konto hos den enkelte udsteder. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om fremgangsmåden i forbindelse med ophøret af en tilslutningsaftale som nævnt i 1. pkt. samt i forbindelse med overførsel af en kontohavers registreringer til konto hos udsteder som nævnt i 2. pkt.

Til § 64, stk. 1: Tilslutningsaftale med kontoførende institutter

Bestemmelsen er ændret en del gange siden hovedlovens vedtagelse, senest ved lov 116 af 27. februar 2006, hvor henvisninger til § 62 blev konsekvensrettet i forbindelse med ændringer i bestemmelsen, der giver udenlandske clearingcentraler mulighed for at være kontoførende institut for en dansk værdipapircentral. Endvidere indførtes ved lovændringen en henvisning til § 62, stk. 3, da denne ved en fejl ikke fremgik af § 64, stk. 1.

Det er i alle tilfælde en betingelse for at kunne foretage indrapportering til en værdipapircentral, at den indrapporterende virksomhed – det være sig et dansk pengeinstitut mv. eller en udlandscentral – har indgået **tilslutningsaftale** med den danske værdipapircentral, der opfylder betingelserne i VHL § 60, stk. 1.

Til § 64, stk. 2: Tilslutningsaftale med storkunder

Også en storkunde, der ønsker acces til egne konti i en værdipapircentral, skal indgå tilslutningsaftale som betingelse herfor, jf. VHL § 64, stk. 2.

Henvisningen til VHL § 62, stk. 4 blev ændret ved lov 453 af 10. juni 2003 som en konsekvensændring.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 64, stk. 3: Tilladelse til (grænseoverskridende) tilslutningsaftaler

Bestemmelsen blev indsat ved lov 1327 af 20. december 2000, blandt andet som konsekvens af samarbejdsalliancer fondsbørserne imellem og fondsbørsernes mulighed for ansøgning om medlemskab på andre nationale fondsbørser udenfor hjemlandet og dermed forventningen om et øget antal ansøgninger fra værdipapirhandlere uden for EU/EØS til f.eks. Københavns Fondsbørs, jf. *FT 1999-00, till. A*, s. 1906. Bestemmelsen blev siden omformuleret ved lov 453 af 10. juni 2003.

Til § 64, stk. 4: Ophør af tilslutningsaftale ved medkontrahentens insolvens mv.

Bestemmelsen blev indsat ved lov 250 af 27. april 1999 som et nyt stk. 2 og senere ændret til stk. 4 ved lov 1327 af 20. december 2000.

Bestemmelsen blev indført for at skabe sikkerhed for, at der altid vil være et andet selskab, der overtager rettigheder og forpligtelser for de konti, som et ophørende kontoførende institut har ansvaret for. Såfremt der ikke ved aftale kan findes en løsning, er den pågældende værdipapircentral forpligtet til at overtage ansvaret for så vidt angår egne konti, jf. *FT 1998-99, till. A*, s. 3460. Det forudsættes, at den pågældende værdipapircentral i tilfælde af en tilslutningsaftales ophør som følge af konkurs, betalingsstandsning eller lignede straks underretter kontohavere og udstedere om ophøret samt oplyser om virkninger heraf.

4-måneders perioden er indsat for at give de berørte kunder lejlighed til at finde et nyt kontoførende institut til afløsning for det insolvente kontoførende institut. Efter udløbet af de 4 måneder skal eventuelle tilbageblevne kontohaveres registreringer overføres til individuel konto hos den enkelte udsteder. Såfremt udstederen ikke har tilslutningsaftale som kontoførende institut, overføres registreringerne til det kontoførende institut, som udstederen har aftalt træder i udstederens sted.

§ 65 **[Regler fastsættes af Finanstilsynet]** Finanstilsynet fastsætter regler om grundlaget for og fremgangsmåden ved registrering og om godkendelse af personer, der som ansatte i en værdipapircentral eller et kontoførende institut kan udføre de med registreringen forbundne opgaver.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om registrering af begrænsede rettigheder over fondsaktiver samt regler om værdipapircentralers eller kontoførende institutters adgang til at opkræve gebyrer for forvaltning af fondsaktiver og for registreringer vedrørende disse.

Til § 65, stk. 1: Finanstilsynets regler om fremgangsmåden ved registrering og godkendelse af personel

Bestemmelsen er en videreførelse af § 7 fra den oprindelig VPC-lov.

Til § 65, stk. 2: Finanstilsynets regler om begrænsede rettigheder, gebyrer mv.

Finanstilsynet har udnyttet sin hjemmel til at udstede bkg. 1168 af 1. december 2004 om registrering m.v. af fondsaktiver i en værdipapircentral.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 22

Retsvirkninger af registrering m.v.

§ 66 **[Sikringsakt m.v.].** Rettigheder over fondsaktiver skal registreres i en værdipapircentral for at opnå beskyttelse mod retsforfølgning og aftaleerhververe.

Stk. 2. Den aftale eller retsforfølgning, der skal kunne fortrænge en ikke registreret ret, skal selv være registreret, og en erhverver ifølge aftale skal være i god tro ved anmeldelsen til det kontoførende institut.

Stk. 3. Registreringens retsvirkninger regnes fra tidspunktet for den endelige prøvelse i værdipapircentralen.

Stk. 4. Et kontoførende institut har pligt til uden ophold at indrapportere modtagne anmeldelser til registrering i en værdipapircentral.

Til § 66, stk. 1: Sikringsakt

Værdipapirhandelslovens kapitel 22 er en videreførelse af kapitel 4 i den ved Børsreform II (lov 1072 af 20. december 1995) ophævede lov om værdipapircentralen.

VHL § 66, stk. 1, fastlægger, at sikringsakten ved overdragelse af fondsaktiver til eje såvel som til sikkerhed og ved kreditorforfølgning er registrering i Værdipapircentralen. Bestemmelsen svarer herved til TL § 1.

At registrering er lig med sikringsakten betyder tillige, at i de love, hvor frister skal beregnes fra sikringsaktens foretagelse (fx i KL), regnes disse fra registreringen, jf. *FT 1979-80, till. A*, s. 3982.

Formuleringen »ret« omfatter alle privatretlige og offentlige rettigheder over fondsaktiver.

Som bekendt giver registrering ikke den pågældende en bedre ret, end vedkommende har i forvejen. Det betyder, at såfremt vedkommende ikke har den pågældende ret, kan en registrering ikke ændre herpå. Et eksempel herpå fra retspraksis sås i Vekselerer-dommen *(U.1994.719Ø)*. Vekselererfirmaet havde med urette ladet aktier til-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

hørende en kunde registrere i firmaets navn i et depot, som tillige omfattede andre tilsvarende aktier tilhørende andre kunder. Det betød, at vekselererfirmaets konkursbo ikke kunne inddrage aktierne under konkursmassen.

Til § 66, stk. 2: Ekstinktion

Ekstinktionsbestemmelsen i VHL § 66, stk. 2, fastlægger, at den aftale eller retsforfølgning, der skal kunne fortrænge en ikke registreret ret, selv skal være registreret.

For aftaleerhververe er det herudover en betingelse, at vedkommende er i god tro (dvs. ikke vidste eller burde vide, at den tidligere rettighed bestod) ved sin anmeldelse til det kontoførende institut. Kreditorer behøver derimod ikke at være i god tro for at fortrænge den ikke-registrerede ret.

Det er væsentligt, at uanset VHL § 66, stk. 2, er inspireret af TL § 1, stk. 2, skal god tros begrebet ikke forstås på samme på som i TL § 5, der alene omfatter grov uagtsomhed. Således skal god tros begrebet i kapitel 22 fortolkes i overensstemmelse med den almindelige culpanorm, der tillige omfatter simpel uagtsomhed, jf. *FT 1979-80, till. A*, s. 3982.

Til § 66, stk. 3: Tidspunktet for registreringens retsvirkninger

Ifølge VHL § 66, stk. 3, regnes registreringens retsvirkninger fra tidspunktet for den endelige prøvelse i værdipapircentralen.

Bestemmelsen ændrede ved sin indførelse (lov 1072 af 20. december 1995), den tidligere retstilstand, der indeholdt flere mulige tidspunkter for indtræden af registreringens retsvirkninger.

Med den »endelige prøvelse« henvises der til den prøvelse, som Værdipapircentralen foretager på baggrund af indrapporteringen fra det kontoførende institut, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2019. Værdipapircentralen foretager i den sammenhæng ikke en materiel prøvelse af indrapporteringen. Ifølge lovbemærkningerne foretager Værdipapircentralen en prøvelse af følgende:

– om anmelderen er berettiget til at anmelde rettighederne,
– om fondsaktiverne er registreret på kontoen, samt
– om der er registreret konfliktende rettigheder.

Såfremt der opstår tvist om en registrering, må sådanne indberettes for

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Klagenævnet for Værdipapircentraler i overensstemmelse med reguleringen heraf i VHL kapitel 24.

Til § 66, stk. 4: Det kontoførende instituts indrapporteringspligt til VP

Af hensyn til rettighedshaver bestemmer VHL § 66, stk. 4, at det kontoførende institut har pligt til uden ophold at indrapportere modtagne anmeldelser til registrering i Værdipapircentralen, således at rettighedshaveren ikke risikerer at lide retstab som følge af en for sen indrapportering.

Bestemmelsen blev indført i forbindelse med Børsreform II (lov 1072 af 20. december 1995).

§ 67 **[Tvivl om registreringsforhold].** Såfremt det kontoførende institut er i tvivl med hensyn til faktiske eller retlige forhold af betydning for registreringen eller nogen over for dette gør gældende, at den påtænkte registrering vil krænke den pågældendes rettigheder, skal instituttet foretage indrapportering til foreløbig registrering. Den pågældende værdipapircentral træffer herefter beslutning om, hvorledes den endelige registrering kan ske.

Til § 67: Tvivl om registreringsforhold

VHL § 67 fastlægger, at såfremt det kontoførende institut er i tvivl om registreringsforholdet, skal indrapporteringen ske til foreløbig registrering i VP.

Bestemmelsen blev i forbindelse med Børsreform II (lov 1072 af 20. december 1995) overført i uændret form fra § 9 i den ophævede lov om værdipapircentralen.

Registreringsbekendtgørelsen (bkg. 1168 af 1. december 2004) indeholder i §§ 43 (formmangler) og 44 den nærmere regulering af situationen.

Såfremt det kontoførende institut ikke modtager den fornødne dokumentation, eller oplysningerne i øvrigt er mangelfulde, bestemmer registreringsbkg. § 43, stk. 1, at det kontoførende institut kan give anmelderen en frist på indtil 14 dage til at fremskaffe den fornødne dokumentation eller de fornødne oplysninger. Såfremt anmelderen fremsætter begæring herom, kan det kontoførende institut forlænge fristen med yderligere 14 dage, jf. registreringsbkg. § 43, stk. 1, 3. pkt.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Herefter skal det kontoførende institut (i) foretage indrapportering af en foreløbig registrering af det anmeldte til VP og (ii) underrette VP om den foreløbige registrering og fristens længde, jf. registreringsbkg. § 43, stk. 1 og § 44, stk. 1 og 2.

Såfremt forholdet ikke berigtiges inden fristes udløb, slettes registreringen, jf. registreringsbkg. § 43, stk. 2.

Til brug for sin afgørelse af om registrering skal ske, kan VP indhente de »fornødne oplysninger«, jf. registreringsbkg. § 44, stk. 3. Stk. 3 pålægger endvidere VP at fremme afgørelsen mest muligt.

Den endelige prøvelse hos VP kan enten resultere i, at registreringen afvises, eller at registreringen gennemføres (evt. med anmærkning om tidligere registrerede rettigheder efter registreringsbkg. § 47). Som nævnt under kommentaren til VHL § 66, stk. 3, regnes registreringens retsvirkninger fra tidspunktet for den endelige prøvelse i VP.

§ 68 **[Meddelelser om registrering m.v.].** Der gives meddelelse om registreringen til den eller de efter registeret berettigede og til anmelderen. Der gives meddelelse om eventuelle hindringer for registreringen. Ved udtrækning, ændring eller udslettelse gives så vidt muligt meddelelse til den efter registeret berettigede.

Stk. 2. Meddelelse gives af værdipapircentralen eller på dennes vegne af det kontoførende institut efter aftale med værdipapircentralen.

Stk. 3. De efter registeret berettigede og anmeldere kan i overensstemmelse med værdipapircentralens regler, der skal godkendes af Finanstilsynet, vælge, at meddelelser om udtrækning eller ændring skal gives periodisk, og kan ligeledes fravælge meddelelser herom helt eller delvis. Det samme gælder meddelelser om udslettelse, medmindre udslettelsen er en følge af konkurs, likvidation, fusion, spaltning eller lignende på investeringstidspunktet uforudsete begivenheder. Valg og fravalg registreres på den enkelte konto.

Stk. 4. En værdipapircentral kan efter anmodning fra det kontoførende institut beslutte, at der ikke skal udsendes meddelelser om ændringer i det registrerede, når oplysningerne forinden er tilgået rettighedshaver.

Stk. 5. Afgivelse af meddelelse efter stk. 1-4 skal ske i overensstemmelse med en værdipapircentrals regler herom. Disse regler skal godkendes af Finanstilsynet.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 68, stk. 1: Meddelelser om registrering m.v.

VHL § 68 regulerer VPs meddelelser om registreringsforholdene.

Bestemmelsen blev i forbindelse med Børsreform II (lov 1072 af 20. december 1995) overført fra § 10 i den ophævede lov om værdipapircentralen og blev i den forbindelse ændret i et vist omfang.

Bestemmelserne i stk. 1 og 3, blev efterfølgende ændret ved lov 453 af 10. juni 2003 med henblik på at give obligationsejere hjemmel til at fravælge meddelelser om udtrækninger.

Det nærmere indhold af VHL § 68, stk. 1, fastlægges i registreringsbkg. § 48.

Til § 68, stk. 2: Kompetence til og ansvar for udsendelse af meddelelser

VHL § 68, stk. 2, er en videreførelse af princippet fra den ved Børsreform II (lov 1072 af 20. december 1995) ophævede § 10, stk. 4, i lov om værdipapircentralen, hvorefter udsendelsen af meddelelser er VPs ansvar, uanset om VP har valgt at delegere kompetencen hertil til de kontoførende institutter, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2019.

Til § 68, stk. 3: Meddelelser om udtrækning, ændring og udslettelse

VHL § 68, stk. 3, fastlægger, at de efter registeret berettigede samt anmeldere som udgangspunkt kan vælge henholdsvis fravælge (helt eller delvist) meddelelser om udtrækning, ændring og udslettelse.

VHL § 68, stk. 3, bestemmer, at valg henholdsvis fravalg skal ske i overensstemmelse med VPs regler herom, der skal godkendes af Finanstilsynet. I lovens forarbejder anføres, at Finanstilsynet kan forlange ændringer eller supplerende regler hos VP for at sikre rettighedshavernes retssikkerhed, jf. *FT 1995-96, till. B*, s. 164.

Det kontoførende institut har pligt til at oplyse kontohaveren om muligheden for valg henholdsvis fravalg og konsekvenserne heraf. Heri ligger, at det kontoførende institut ikke via sine kontobetingelser eller gebyrpolitik må gøre kontohaverens valgmuligheder illusoriske. Det betyder blandt andet, at det kontoførende institut ikke må betinge oprettelsen af en konto af, at der foretages visse valg eller fravalg, samt at gebyrer skal være begrundet i de faktiske omkostninger, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 82.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 68, stk. 4: Mulighed for at undlade udsendelse af ændringsmeddelelser

Ifølge VHL § 68, stk. 4, kan VP efter anmodning fra det kontoførende institut beslutte, at der ikke skal udsendes meddelelser om ændringer i det registrerede, når oplysningerne forinden er tilgået rettighedshaver.

Bestemmelsen svarer til § 10, stk. 3, i den ved Børsreform II ophævede lov om værdipapircentralen.

Om baggrunden for bestemmelsen anfører lovbemærkningerne, at når en udtrukket obligation forfalder, vil meddelelsen herom ikke indeholde ny information i forhold til den meddelelse, der blev givet ved udtrækningen, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 82. I forbindelse med udvalgsbehandlingen tilføjedes, at der heller ikke er ny information i meddelelser udsendt efter en handel i forhold til den fondsnota, der udstedes af værdipapirhandleren, jf. *FT 1995-96, till. B*, s. 164.

I forbindelse med det kontoførende instituts anmodning om at undlade at udsende ændringsmeddelelser, skal VP vurdere, om det kontoførende instituts forretningsgange er så betryggende, at ændringsmeddelelserne kan undlades. VPs regler skal indeholde den nødvendige forretningsgang, og der skal være en klar adskillelse mellem de medarbejdere, der hos det kontoførende institut foretager registreringen (indrapporteringen), og de medarbejdere der foretager efterbehandling, dvs. udskrivning, kuvertering og forsendelse af instituttets meddelelser. Såfremt VP vurderer, at det kontoførende institut ikke opfylder disse krav, skal en anmodning om at undlade udsendelse af ændringsmeddelelser afvises, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 82.

Til § 68, stk. 5: VPs regler og Finanstilsynets godkendelseskompetence

VHL § 68, stk. 5, fastlægger, at afgivelse af meddelelse efter stk. 1-4 skal ske i overensstemmelse med VPs regler herom, der skal være godkendt af Finanstilsynet. Med godkendelseskompetencen har Finanstilsynet mulighed for at påse, at VPs regler i tilstrækkeligt omfang varetager hensynet til rettighedshaverne.

§ 69 **[Fortabelse af indsigelser].** Når registreringen af en aftale om rettigheder over fondsaktiver er endeligt gennemført i en værdipapircentral, kan en godtroende erhverver ifølge registreret aftale ikke mødes med nogen indsigelse mod gyldigheden af af-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

talen. Dog bevares den indsigelse, at aftalen er ugyldig som følge af falsk eller voldelig tvang.

Til § 69: Fortabelse af indsigelser

VHL § 69 er inspireret af TL § 27 og regulerer fortabelsen af indsigelser om aftalens gyldighed over en godtroende aftaleerhverver, der har fået sin ret registreret i VP.

Bestemmelsen svarer til § 11 i den ved Børsreform II ophævede lov om værdipapircentralen.

At aftaleerhververen skal være i god tro indebærer, at vedkommende hverken vidste besked om eller burde have kendskab til den pågældende indsigelse. I den sammenhæng omfatter burde viden også aftaleerhververens simple uagtsomhed, jf. *FT 1979-80, till. A*, s. 3982.

Ifølge *2. pkt.* bevares den stærke indsigelse, at aftalen er ugyldig som følge af falsk eller voldelig tvang. At falskindsigelsen bevares, skyldes at ejeren af et fondsaktiv ikke kan sikre sig imod, at der anmeldes og registreres en falsk anmeldelse om overdragelse, jf. *FT 1979-80, till. A*, s. 3984. Voldelig tvang skal forstås i overensstemmelse med AFTL § 28, jf. *FT 1979-80, till. A*, s. 3984.

Såfremt en af de stærke indsigelser (falsk og voldelig tvang) fører til, at den godtroende aftaleerhverver ikke opnår sin ret i henhold til den registrerede aftale, vil vedkommende kunne kræve erstatning af VP, jf. VHL § 80, stk. 2. VP har dog mulighed for regres mod det kontoførende institut, såfremt dette har handlet culpøst, jf. *FT 1979-80, till. A*, s. 3986.

§ 70 **[Fondsaktiver der svarer til omsætningsgældsbreve].** §§ 15-18 i lov om gældsbreve finder tilsvarende anvendelse over for skyldneren ifølge fondsaktiver, som svarer til omsætningsgældsbreve, således at endelig registrering i en værdipapircentral træder i stedet for ihændehavelse af gældsbrevet.

Til § 70: Fondsaktiver der svarer til omsætningsgældsbreve

Bestemmelsen i VHL § 70 svarer til § 12 i den ved Børsreform II ophævede lov om værdipapircentralen.

Det er væsentligt, at VHL § 70 udelukkende finder anvendelse på »fondsaktiver, som svarer til omsætningsgældsbreve«. Lovbemærkningerne fremhæver i den sammenhæng, at bestemmelsen alene finder anvendelse på aktier i begrænset omfang, eftersom aktier kun i be-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

skedent omfang er undergivet analog anvendelse af de pågældende regler i GBL, jf. *FT 1979-80, till. A*, s. 3985.

§ 71 **[VPs udbetalingsregler].** En værdipapircentral skal fastsætte regler om udbetaling.

Stk. 2. Betaler en værdipapircentral på udsteders vegne i god tro til den, som ifølge registeret er berettiget til at modtage betalingen, frigøres værdipapircentralen, selv om den pågældende manglede ret til at modtage betalingen eller var umyndig. Dette gælder dog ikke, såfremt den efter registeret berettigede støtter sin ret på en aftale, som er ugyldig som følge af falsk eller voldelig tvang.

Til § 71, stk. 1: VPs udbetalingsregler

Bestemmelsen i VHL § 71 svarer til § 13 i den ved Børsreform II ophævede lov om værdipapircentralen, hvorefter VP skal fastsætte regler om udbetaling.

Det er formentlig en lapsus, at Finanstilsynet ikke i samme bestemmelse er tillagt hjemmel til at godkende dette regelsæt.

Til § 71, stk. 2: Udbetaling med frigørende virkning

VHL § 71, stk. 2, fastlægger, at såfremt VP på udsteders vegne i god tro betaler til den, som ifølge registeret er berettiget til at modtage betalingen, frigøres VP, selv om den pågældende manglede ret til at modtage betalingen eller var umyndig.

At VP skal være i god tro indebærer, at VP hverken vidste besked om eller burde have kendskab til den pågældende indsigelse. I den sammenhæng omfatter burde have viden også VPs simple uagtsomhed, jf. *FT 1979-80, till. A*, s. 3982.

Af VHL § 71, stk. 2, følger dog, at ovenstående ikke gælder, såfremt den efter registeret berettigede støtter sin ret på en aftale, som er ugyldig som følge af stærke indsigelser i form af enten (i) falsk eller (ii) voldelig tvang.

Såfremt en af de stærke indsigelser (falsk og voldelig tvang) fører til, at en godtroende aftaleerhverver ikke opnår sin ret i henhold til den registrerede aftale, vil vedkommende kunne kræve erstatning af VP, jf. VHL § 80, stk. 2. VP har dog mulighed for regres mod det kontoførende institut, såfremt dette har handlet culpøst, jf. *FT 1979-80, till. A*, s. 3986.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 72 **[Adkomst betinget af købesummens erlæggelse].** Adkomsten til et fondsaktiv kan af sælgeren, når denne er et kontoførende institut, gøres betinget af købesummens betaling inden en nærmere af Finanstilsynet fastsat frist. Betalingsforbeholdet bortfalder uden udsendelse af meddelelse efter § 68, såfremt overdrageren ikke gør sit forbehold gældende inden udløbet af den i 1. pkt. nævnte frist.

Stk. 2. Hvis kontohaver fører kontoen på vegne af en eller flere ejere, skal dette registreres på kontoen.

Til § 72, stk. 1: Adkomst betinget af købesummens erlæggelse

Bestemmelsen i VHL § 72, stk. 1, svarer til § 13a, stk. 2, i den ved Børsreform II ophævede lov om værdipapircentralen. § 13a, stk. 2, blev indført ved lov 627 af 8. december 1982.

VHL § 72, stk. 1, gør det muligt for et kontoførende institut at gøre sit salg af et fondsaktiv betinget af købesummens erlæggelse inden for en af Finanstilsynet fastsat frist.

Bestemmelsen indfører en art betalingsforbehold, således som dette kendes fra fx KBL § 28, stk. 2. Lovgivers formål var da også at indføre et samtidighedssurrogat, jf. *FT 1982-83, till. A*, s. 793.

I praksis indeholder værdipapirhandel, hvor sælgeren er en professionel aktør (pengeinstitut, værdipapirhandler, kontoførende institut), normalt en afviklingsfrist. Det skyldes, at værdipapirerne ikke nødvendigvis er i sælgers besiddelse på aftaletidspunktet, og at denne i så fald først skal ud og erhverve disse i værdipapirmarkedet.

Registrering i VP kan ske efter det sælgende kontoførende instituts lukketid *dagen før leveringsdagen*, hvorimod det sælgende kontoførende institut først vil få sine penge, når *registrering er sket*. Som følge heraf indførtes reguleringen i den daværende § 13a, stk. 2 i lov om værdipapircentralen, hvorefter registreringen (dvs. leveringen) af værdipapirerne (fondsaktiverne) kan ske, men hvor det sælgende kontoførende institut forbeholder sin ejendomsret, indtil betaling er modtaget.

Den af Finanstilsynet fastsatte tidsfrist fremgår af § 2 i bkg. 1032 af 5. december 1996 (Bekendtgørelse om tidsfrister for at gøre retten til automatisk pant og betalingsforbehold gældende m.v.), hvorefter Adkomsten til et fondsaktiv i henhold til værdipapirhandelslovens § 72, stk. 1, kan gøres betinget af købesummens betaling. Betalingsforbe-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

holdet skal gøres gældende inden kl. 17.30 på dagen efter afviklingsdagen.

VHL § 72, stk. 1, 2. pkt., fastlægger, at betalingsforbeholdet bortfalder uden udsendelse af meddelelse efter § 68, såfremt overdrageren ikke gør sit forbehold gældende ved meddelelse til Finanstilsynet inden udløbet af fristen.

Til § 72, stk. 2: Registrering af nominee på kontoen

VHL § 72, stk. 2, forudsætter, at en kontohaver kan føre en konto på vegne af en eller flere ejere, den såkaldte nominee-ordning.

Bestemmelsen blev ved lov 317 af 54. juni 1986 indført som stk. 3 i den tidligere gældende lov om værdipapircentralen. Lovændringen havde sammenhæng med lov 318 af 4. juni 1986, der indeholdt ændringer i ASL i forbindelse med overgangen til dematerialiserede aktier (fondsaktiver). Således skulle lov 317 af 4. juni 1986 sikre samme adgang til anonymitet, som var mulig ved notering i aktiebogen. I overensstemmelse hermed antages det i selskabsretten, at der ved indskrivning i aktiebogen kan indsættes navnet på en nominee (fuldmægtig), såfremt den rette aktionær ønsker at være anonym. Den pågældende nominee anses i så fald som fuldmægtig med den betydning, at selskabet kan forholde sig over for denne, som om det var aktionæren selv.

Ifølge VHL § 72, stk. 2, 2. pkt., skal det registreres på kontoen, at den registrerede kontohaver ikke er ejer af fondsaktiverne, men altså alene nominee.

Muligheden for anonymitet via nominee-ordningen ændrer ikke på de øvrige oplysningspligter i VHL, herunder fx storaktionærers flagningspligt efter VHL § 29. Såfremt den rette ejer er storaktionær, vil vedkommende således have pligt til at offentliggøre sin identitet og aktiebesiddelse i henhold til § 29.

§ 73 **[Forældelse af betalingskrav].** Krav på betaling i henhold til fondsaktiver forældes efter lovgivningens almindelige regler.

Til § 73: Forældelse af betalingskrav

Bestemmelsen i VHL § 73, svarer til § 14 i den ved Børsreform II ophævede lov om værdipapircentralen. § 14 blev indført ved lov 179 af 14. maj 1980.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Det er væsentligt, at bestemmelsen alene vedrører *krav på betaling*. Disse krav forældes efter lovgivningens almindelige regler. Med henvisningen til »lovgivningens almindelige regler« har lovgiver ønsket at præcisere, at den særlige regulering af forældelse, der gælder for negotiable gældsbreve efter GBL §§ 25 og 43, ikke finder anvendelse på fondsaktiver, jf. *FT 1979-80, till. A*, s. 3988 f.

§ 74 **[Ændring af fejlregistreringer].** Såfremt det kontoførende institut bliver opmærksom på fejl i det registrerede, anmoder det den pågældende værdipapircentral om at ændre registreringen. Forinden ændringen foretages, skal den eller de efter registeret berettigede have lejlighed til at udtale sig.

Til § 74: Ændring af fejlregistreringer

Bestemmelsen i VHL § 74, svarer til § 15, stk. 1, i den ved Børsreform II ophævede lov om værdipapircentralen. § 15, stk. 1 blev indført ved lov 179 af 14. maj 1980.

Det er VP der – efter modtagelse af en ændringsanmodning fra det kontoførende institut – træffer beslutning, om der skal foretages en ændring i det registrerede, jf. *FT 1979-80, till. A*, s. 3989.

Kravet om, at den eller de efter registeret berettigede skal have lejlighed til at udtale sig, skal sikre, at VP træffer sin beslutning på et så oplyst grundlag som muligt.

§ 75 **[Sletning af rettigheder].** En værdipapircentral kan udslette rettigheder, der åbenbart er ophørt.

Stk. 2. Såfremt der på en konto i en værdipapircentral er registreret rettigheder, der må antages at have mistet deres betydning, eller rettigheder, som er over 20 år gamle, og som sandsynligvis er ophørt, eller hvortil der efter al sandsynlighed ikke findes nogen berettiget, kan den pågældende værdipapircentral ved bekendtgørelse i Statstidende med et varsel af tre måneder indkalde mulige indehavere af de pågældende rettigheder. Endvidere skal den eller de, der i registeret er angivet som berettiget, særskilt underrettes ved anbefalet brev. Melder der sig ingen inden fristens udløb, skal værdipapircentralen udslette rettigheden.

Stk. 3. Finanstilsynet kan fastsætte regler til gennemførelse af stk. 2.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 75, stk. 1: Sletning af rettigheder der åbenbart er ophørt

Bestemmelsen i VHL § 75, stk. 1, svarer til § 15, stk. 2, i den ved Børsreform II ophævede lov om værdipapircentralen. § 15, stk. 2, blev indført ved lov 179 af 14. maj 1980.

Bestemmelsen er inspireret af den tilsvarende bestemmelse i TL § 20, stk. 1.

Det er væsentligt, at stk. 1 angår rettigheder, der *åbenbart er ophørt*. Såfremt der er tvivl, bør stk. 2 derfor anvendes, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 83.

VP skal så vidt muligt give den berettigede besked om udslettelsen. VPs afgørelse om udslettelse kan indbringes for Klagenævnet for Værdipapircentraler (VHL kapitel 24) og en fejlagtig afgørelse kan berettige til erstatning efter VHL § 80, jf. *FT 1979-80, till. A*, s. 3989.

Til § 75, stk. 2: Sletning ved proklama

Bestemmelsen i VHL § 75, stk. 2, svarer til § 16, stk. 1, i den ved Børsreform II ophævede lov om værdipapircentralen. § 15, stk. 2 blev indført ved lov 179 af 14. maj 1980.

Bestemmelsen er inspireret af den tilsvarende bestemmelse i TL § 20, stk. 2.

Bestemmelsen omfatter følgende kategorier af registrerede rettigheder:

rettigheder, der må antages at have mistet deres betydning,

rettigheder, som er over 20 år gamle, og som (i) sandsynligvis er ophørt, eller (i) hvortil der efter al sandsynlighed ikke findes nogen berettiget

Falder den registrerede rettighed ind under én af ovenstående kategorier, skal VP:

1. ved bekendtgørelse i Statstidende med et varsel af tre måneder indkalde mulige indehavere af de pågældende rettigheder, samt
2. underrette den eller de, der i registeret er angivet som berettiget, særskilt ved anbefalet brev.

Såfremt ingen melder sig inden fristens udløb, skal værdipapircentralen udslette rettigheden.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 75, stk. 3: Finanstilsynets hjemmel til at fastlægge nærmere regler

Bestemmelsen i VHL § 75, stk. 3, svarer til § 16, stk. 2, i den ved Børsreform II ophævede lov om værdipapircentralen. § 15, stk. 2 blev indført ved lov 179 af 14. maj 1980.

Finanstilsynets hjemmel er udnyttet ved udstedelse af Registreringsbekendtgørelsen (bkg. 1168 af 1. december 2004).

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 23

Kontoudskrifter

§ 76 **[Kontoudskrifter].** Der udfærdiges periodiske kontoudskrifter til ejere af fondsaktiver. Kontoudskriften angiver de fondsaktiver, for hvilke de pågældende er registreret som ejere på datoen for udskriften. Tilsvarende udfærdiges udskrifter til indehavere af begrænsede rettigheder over registrerede fondsaktiver.

Stk. 2. På enhver konto skal registreres det kontoførende institut. Det kontoførende institut har adgang til på den pågældende værdipapircentrals vegne at udfærdige udskrift af kontoen. Udskrifter skal udfærdiges til en efter registeret berettiget, såfremt denne anmoder herom.

Stk. 3. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om udfærdigelse af kontoudskrifter efter stk. 1 og om kontoudskriftens indhold.

Til § 76, stk. 1: Periodiske kontoudskrifter

Bestemmelsen i VHL § 76, stk. 1, svarer til § 18, stk. 2, i den ved Børsreform II ophævede lov om værdipapircentralen. § 18, stk. 2 blev indført ved lov 179 af 14. maj 1980.

Kontoudskrifterne tjener alene som bevismidler for den registrering, der er foretaget i VP. De kan derfor ikke omfattes som omsætningspapirer, jf. *FT 1979-80, till. A*, s. 3991 f.

Til § 76, stk. 2: Det kontoførende institut, anmodning om udskrift m.v.

Bestemmelsen i VHL § 76, stk. 2, svarer til § 19, stk. 1, i den ved Børsreform II ophævede lov om værdipapircentralen. § 19, stk. 1 blev indført ved lov 179 af 14. maj 1980.

Bestemmelsen knæsætter den decentrale struktur, hvorefter der til hver konto i VP skal være et kontoførende institut.

Af lovbemærkningerne fremgår, at kontohaveren skal godtgøre en særlig interesse i at modtage en kontoudskrift. Dette kan fx være ved

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

salg af fondsaktiver, hvor en udskrift kan tjene som dokumentation for, at vedkommende er ejer af de pågældende fondsaktiver, jf. *FT 1979-80, till. A*, s. 3992.

Til § 76, stk. 3: Finanstilsynets hjemmel til at fastlægge nærmere regler

Finanstilsynets hjemmel er udnyttet ved udstedelse af Registreringsbkg. 1168 af 1. december 2004).

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 24

Klage og erstatning

§ 77 **[Klagenævnet for Værdipapircentraler].** Klage over en afgørelse om registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder i en værdipapircentral kan indbringes for Klagenævnet for Værdipapircentraler. Dette gælder dog ikke erstatningskrav.

Stk. 2. Klagenævnet varetages af en eller flere personer, der udnævnes af økonomi- og erhvervsministeren, og som skal opfylde betingelserne for at blive udnævnt til dommer. Økonomi- og erhvervsministeren udnævner tillige stedfortrædere.

Stk. 3. Klage i henhold til stk. 1 indgives til Klagenævnet senest 6 uger efter, at registreringen i den pågældende værdipapircentral er sket. Klagenævnet har til brug for klagens behandling adgang til alle oplysninger vedrørende sagen i værdipapircentralen og i det kontoførende institut. Klagenævnet træffer en begrundet afgørelse, som tilstilles parterne.

Stk. 4. Klagenævnet kan i særlige tilfælde behandle klager, der indgives efter udløbet af klagefristen i stk. 3.

Stk. 5. Klagenævnet kan afvise at behandle klager, der skønnes åbenbart grundløse.

Stk. 6. Klagenævnet er i sin virksomhed uafhængig af instruktioner om den enkelte sags behandling og afgørelse.

Stk. 7. De nærmere regler for Klagenævnets virksomhed fastsættes af Finanstilsynet. Der kan fastsættes regler om betaling af gebyr for klagebehandlingen og om offentliggørelse af Klagenævnets afgørelser.

Til § 77, stk. 1: Klage til Klagenævnet for Værdipapircentraler

VHL kapitel 24 indeholder adskillige bestemmelser, der er overført hertil fra kapitel 7 i den ved Børsreform II ophævede lov om værdipapircentralen. Kapitel 24 blev indført ved lov 179 af 14. maj 1980.

Processuelt sidestilles Klagenævnet for Værdipapircentraler med en byret, idet rekurs af dettes afgørelser, skal ske til landsretten.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

I henhold til VHL § 77, stk. 1, *1. pkt.*, er det alene klager over en afgørelse om (i) registrering, (ii) ændring eller (iii) udslettelse af rettigheder i en værdipapircentral, der kan indbringes for Klagenævnet for Værdipapircentraler.

VHL § 77, stk. 1, *2. pkt.*, præciserer, at erstatningskrav ikke er omfattet af klagenævnets kompetence. Bkg. 206 af 11. marts 1997 (Bekendtgørelse om Klagenævnet for Værdipapircentraler) indeholder nærmere regler om de klageberettigede, klageproceduren, klagegebyr m.v.

Til § 77, stk. 2: Klagenævnets medlemmer

Bestemmelsen i VHL § 77, stk. 2, svarer til § 23, stk. 2, i den ved Børsreform II ophævede lov om værdipapircentralen. § 23, stk. 2 blev indført ved lov 179 af 14. maj 1980 og ændret ved lov 627 af 8. december 1982.

Ifølge bestemmelsen varetages klagenævnet af en eller flere personer, der udnævnes af økonomi- og erhvervsministeren, og som skal opfylde betingelserne for at blive udnævnt til dommer. Økonomi- og erhvervsministeren udnævner tillige stedfortrædere.

Til § 77, stk. 3: Klageproceduren

Bestemmelsen i VHL § 77, stk. 2, *1. pkt.*, fastlægger, at klagefristen er senest 6 uger efter, at registreringen i den pågældende værdipapircentral er sket. § 2, stk. 2 i bkg. 206 af 11. marts 1997 bestemmer dog, at Klagenævnet i særlige tilfælde kan behandle klager, der indgives efter udløbet af klagefristen i stk. 1.

I henhold til VHL § 77, stk. 2, *2. pkt.*, har Klagenævnet til brug for klagens behandling adgang til alle oplysninger vedrørende sagen i værdipapircentralen og i det kontoførende institut. I henhold til § 4 i bkg. 206 af 11. marts 1997, skal klagen indeholde oplysning om: Den afgørelse, der påklages,

1. klagerens påstand og anbringender, og
2. klageren skal envidere vedlægge eventuelle dokumenter eller bilag af betydning for sagen.

Til § 77, stk. 4: Behandling af for sent indleverede klager

Ifølge VHL § 77, stk. 4, kan Klagenævnet i særlige tilfælde behandle klager, der indgives efter udløbet af klagefristen i stk. 3. Dette gentages i § 2, stk. 2 i bkg. 206 af 11. marts 1997.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Sådanne *særlige tilfælde* kan være tilfælde, hvor klageren ikke er opmærksom på den skete registrering, fordi der ikke er afgivet meddelelse efter VHL § 68. Der må således tages hensyn til »graden af undskyldelighed« for den sene klage samt sagens betydning for vedkommende, jf. *FT 1991-92, till. A*, s. 146.

Til § 77, stk. 5: Afvisning af åbenbart grundløse klager

Ifølge VHL § 77, stk. 5, kan Klagenævnet afvise at behandle klager, der skønnes åbenbart grundløse. Klageren bør derfor være omhyggelig med at forberede sin klage.

Til § 77, stk. 6: Klagenævnets uafhængighed

VHL § 77, stk. 6, er væsentlig, idet det er denne bestemmelse, der fastlægger, at Klagenævnet i sin virksomhed er uafhængig af instruktioner om den enkelte sags behandling og afgørelse, dvs. at Klagenævnet er en kompetent og uafhængig judiciel myndighed.

Klagenævnets karakter betyder formentligt, at det må anses som en ret i henhold til art. 234 i TEF og derfor har kompetence til at forelægge præjudicielle spørgsmål om fortolkning af EU-retten for EF-domstolen.

Til § 77, stk. 7: Finanstilsynets hjemmel til at fastlægge nærmere regler

Finanstilsynets hjemmel er udnyttet ved udstedelse af bkg. 206 af 11. marts 1997 (Bekendtgørelse om Klagenævnet for Værdipapircentraler), der indeholder nærmere regler om de klageberettigede, klageproceduren, klagegebyr m.v.

§ 78 **[Klageberettigede].** Klage efter § 77 kan indgives af

1. enhver, der har en rimelig interesse heri,
2. et kontoførende institut, såfremt det vil anfægte en værdipapircentrals afgørelse i henhold til §§ 67, 74 og 75, og
3. en værdipapircentral, såfremt den ønsker at anfægte et kontoførende instituts indrapportering til registrering.

Til § 78: Klageberettigede

Bestemmelsen i VHL § 78 vedrørende de klageberettigede svarer til § 24 i den ved Børsreform II ophævede lov om værdipapircentralen.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Det påhviler klageren at godtgøre, at vedkommende har en *rimelig retlig interesse* i klagen efter nr. 1.

Nr. 2 omfatter et kontoførende instituts klager over VPs afgørelser i henhold til:

– § 67 (tvivl om registreringsforhold),
– § 74 (ændring af fejlregistreringer), og
– § 75 (sletning af rettigheder).

Nr. 3 omhandler den situation, hvor det kontoførende institut foretager en indrapportering til VP, men hvor VP ønsker at anfægte denne. VP er forpligtet til at registrere en ret, der indrapporteres uden forbehold af et kontoførende institut (dvs. hvor indrapporteringen ikke sker til »foreløbig registrering«). Det betyder, at VPs eneste mulighed for at anfægte indrapporteringen er at registrere retten og herefter indgive en klage i henhold til nr. 3.

§ 79 **[Kære til Østre Landsret].** De af Klagenævnet trufne afgørelser kan senest 2 uger efter, at afgørelsen er meddelt vedkommende, indbringes for Østre Landsret. Indbringelsen sker ved indgivelse af kæreskrift til Klagenævnet. Reglerne om kæremål i borgerlige sager finder med de fornødne tillempelser anvendelse på indbringelsen for og behandlingen ved landsretten.

Stk. 2. Sager, der efter §§ 77 og 78 kan indbringes for Klagenævnet, kan kun indbringes for domstolene efter stk. 1.

Stk. 3. Landsrettens afgørelser kan ikke kæres. Procesbevillingsnævnet kan dog give tilladelse til kære til Højesteret, hvis kæren vedrører spørgsmål af principiel karakter. Retsplejelovens § 392, stk. 2, finder tilsvarende anvendelse.

Til § 79, stk. 1: Kære til Østre Landsret

Bestemmelsen i VHL § 79 vedrørende kære til Østre Landsret svarer til § 25 i den ved Børsreform II ophævede lov om værdipapircentralen.

Ifølge VHL § 79, stk. 1, kan de af Klagenævnet trufne afgørelser senest 2 uger efter, at afgørelsen er meddelt vedkommende, indbringes for Østre Landsret.

Indbringelsen sker ved indgivelse af kæreskrift til Klagenævnet for Værdipapircentraler (Helgeshøj Alle 61, 2630 Taastrup), der herefter videresender det til Østre Landsret med sine bemærkninger.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Reglerne om kæremål i borgerlige sager finder med de fornødne tillempelser anvendelse på indbringelsen for og behandlingen ved landsretten.

Til § 79, stk. 2: Klagenævnets kompetence

VHL § 79, stk. 2, fastlægger, at såfremt en sag falder ind under Klagenævnets kompetence efter VHL §§ 77 og 78, så kan vedkommende alene klage til Klagenævnet og altså ikke til Østre Landsret.

Begrundelsen herfor er, at Klagenævnet herved oparbejder en særlig kompetence og erfaring i registreringssager, og at kun et mindre antal principielle sager således bliver indbragt for Østre Landsret, jf. *FT 1979-80, till. A*, s. 3995.

Sager, der efter §§ 77 og 78 kan indbringes for Klagenævnet, kan kun indbringes for domstolene efter stk. 1.

Til § 79, stk. 3: 2-instans modellen

VHL § 79, stk. 3, knæsætter den i dansk retspleje almindeligt gældende 2-instans model. Det betyder, at Klagenævnet er 1. instans og Østre Landsret 2. instans. Alene i principielle sager har Procesbevillingsnævnet mulighed for at give tilladelse til kære til Højesteret som 3. instans.

§ 80

[Erstatningsansvar]. En værdipapircentral er erstatningspligtig for tab som følge af fejl i forbindelse med registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder på konti i den pågældende værdipapircentral eller udbetalinger herfra, selv om fejlen er hændelig. Kan fejlen henføres til et kontoførende institut, påhviler erstatningspligten dog dette, jf. § 81.

Stk. 2. Den rettighedshaver, der som følge af bestemmelsen i § 69, 2. pkt., ikke erhverver eller mister sin ret over fondsaktiver, kan kræve det lidte tab erstattet af den pågældende værdipapircentral.

Stk. 3. Har skadelidte forsætligt eller uagtsomt medvirket til fejlen, kan erstatningen nedsættes eller bortfalde.

Stk. 4. Den samlede erstatning efter stk. 1 for tab, der er en følge af samme fejl, kan ikke overstige 500 mio. kr.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 80, stk. 1: Objektivt erstatningsansvar for VP

VHL § 80, stk. 1, knæsætter VPs objektive ansvar for fejl i forbindelse med registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder på konti i VP eller udbetalinger herfra.

Som begrundelse for det objektive ansvar anfører lovbemærkningerne, at det medvirker til at skabe fuld tillid til systemet, og at ordningen indebærer den lettelse, at skadelidte ikke skal igennem en retssag for at få fastlagt ansvaret for en konstateret registreringsfejl, jf. *FT 1979-80, till. A*, s. 3990 og *FT 1995-96, till. A*, s. 2022.

VP har mulighed for at rette et regreskrav mod det kontoførende institut, såfremt dette er skyld i fejlen.

Til § 80, stk. 2: Erstatning ved stærke indsigelser

Bestemmelsen i VHL § 80, stk. 2, svarer til § 17, stk. 3, i den ved Børsreform II ophævede lov om værdipapircentralen.

Såfremt en af de stærke indsigelser (falsk og voldelig tvang) fører til, at den godtroende aftaleerhverver ikke opnår sin ret i henhold til den registrerede aftale (jf. § 69, 2. pkt.), vil vedkommende kunne kræve erstatning af VP, jf. VHL § 80, stk. 2. VP har dog mulighed for regres mod det kontoførende institut, såfremt dette har handlet culpøst, jf. *FT 1979-80, till. A*, s. 3986.

Til § 80, stk. 3: Nedsættelse eller bortfald af ansvar

Bestemmelsen i VHL § 80, stk. 3, svarer til § 17, stk. 1, 2. pkt., i den ved Børsreform II ophævede lov om værdipapircentralen.

Bestemmelsen er i overensstemmelse med det almindelige erstatningsretlige princip, hvorefter skadelidtes egen skyld kan medføre, at en erstatning nedsættes eller bortfalder.

Til § 80, stk. 4: Maksimumerstatning på 500 mio. kr.

VHL § 80, stk. 4, fastlægger, at den samlede erstatning efter stk. 1 for tab, der er en følge af samme fejl, ikke kan overstige 500 mio. kr.

Af lovbemærkningerne fremgår, at beløbsgrænsen ikke gælder, hvor ansvaret ikke følger af stk. 1, men derimod af andre regler, fx dansk rets almindelige regler om ansvar for egne og ansattes fejl, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2022.

§ 81 **[Objektivt ansvar for det kontoførende institut].** Et kontoførende institut er erstatningspligtig for tab som følge af egne fejl

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

i forbindelse med indrapportering til registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder på konti i en værdipapircentral eller udbetalinger herfra, selv om fejlen er hændelig.

Stk. 2. Har skadelidte forsætligt eller uagtsomt medvirket til fejlen, kan erstatningen nedsættes eller bortfalde.

Stk. 3. Den samlede erstatning efter stk. 1 for tab, der er en følge af samme fejl, kan ikke overstige 500 mio. kr.

Stk. 4. Er et dansk kontoførende institut ikke i stand til at udrede en erstatning efter stk. 1, hæfter de øvrige danske kontoførende institutter, som har indgået tilslutningsaftale med den pågældende værdipapircentral, for det manglende beløb op til 500 mio. kr. pr. fejl.

Stk. 5. De danske kontoførende institutter skal indgå en indbyrdes aftale om fordeling og udbetaling af beløb efter stk. 4. Aftalen skal godkendes af Finanstilsynet.

Stk. 6. Udenlandske kontoførende institutter kan tilslutte sig ordningen i stk. 4 og 5.

Til § 81, stk. 1: Objektivt ansvar for det kontoførende institut

VHL § 81, stk. 1, knæsætter det kontoførende instituts objektive ansvar for fejl i forbindelse med indrapportering til registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder på konti i VP eller udbetalinger herfra.

Bestemmelsen blev indført ved lov 1072 af 20. december 1995 i forbindelse med Børsreform II og var begrundet i lovgivers ønske om at dele det objektive ansvar mellem VP og et kontoførende institut, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2022.

Om den nærmere ansvarfordeling udtaler lovbemærkningerne, at alt, der indrapporteres af det kontoførende institut til VP, og de forudgående ekspeditioner, er det kontoførende instituts ansvar. Derimod er VP ansvarlig for de processer, der foretages indtil afsendelse af produktdata til det kontoførende institut, og formentlig også selve afsendelsen. Herudover er VP ansvarlig for de såkaldte anonyme fejl, dvs. fejl der ikke kan henføres til hverken det kontoførende institut eller VP, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 84.

Til § 81, stk. 2: Nedsættelse eller bortfald af ansvar

Bestemmelsen er i overensstemmelse med det almindelige erstatningsretlige princip, hvorefter skadelidtes egen skyld kan medføre, at en erstatning nedsættes eller bortfalder.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 81, stk. 3: Maksimumerstatning på 500 mio. kr.

VHL § 81, stk. 3, fastlægger, at den samlede erstatning efter stk. 1 for tab, der er en følge af samme fejl, ikke kan overstige 500 mio. kr.

Af lovbemærkningerne fremgår, at beløbsgrænsen ikke gælder, hvor ansvaret ikke følger af stk. 1, men derimod af andre regler, fx dansk rets almindelige regler om ansvar for egne og ansattes fejl, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2022.

Til § 81, stk. 4: Solidarisk ansvar for danske kontoførende institutter tilsluttet VP

Ifølge VHL § 81, stk. 4, hæfter de øvrige danske kontoførende institutter, som har indgået tilslutningsaftale med VP, solidarisk for det manglende beløb op til 500 mio. kr. pr. fejl, såfremt et dansk kontoførende institut ikke er i stand til at udrede en erstatning efter stk. 1.

De øvrige danske kontoførende institutters hæftelse må antages at være subsidiær og proratarisk.

Til § 81, stk. 5: Aftale ml. danske kontoførende institutter tilsluttet VP

Ifølge VHL § 81, stk. 5, skal de danske kontoførende institutter indgå en indbyrdes aftale om fordeling og udbetaling af beløb efter stk. 4, der skal godkendes af Finanstilsynet.

Lovbemærkningerne nævner, at tilslutningsaftalen skal indeholde bestemmelser om fordelingen af det solidariske ansvar (regres), og at aftalen kan indeholde bestemmelser vedrørende opsigelse, udtræden og ophør af hæftelse, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 85.

Til § 81, stk. 6: Udenlandske kontoførende institutter

VHL § 81, stk. 6, giver udenlandske kontoførende institutter mulighed for at tilslutte sig ordningen i stk. 4 og 5.

§ 82 **[VPs samlede kapitalberedskab].** En værdipapircentrals samlede kapitalberedskab skal til enhver tid udgøre mindst 1 mia. kr. i form af hæftelser.

Stk. 2. Kontoførende institutter skal ved tilslutningsaftalen forpligte sig til i nærmere bestemt omfang at bidrage til værdipapircentralens samlede kapitalberedskab.

Stk. 3. De nærmere regler om hæftelsen over for en værdipapircentral fastsættes i dennes vedtægter.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 82, stk. 1: VPs samlede kapitalberedskab

VHL § 82, stk. 1, blev indført ved lov 1072 af 20. december 1995 i forbindelse med Børsreform II. Ifølge bestemmelsen skal en værdipapircentrals samlede kapitalberedskab til enhver tid udgøre mindst 1 mia. kr. i form af hæftelser.

Ved »det samlede kapitalberedskab« forstås VPs egenkapital tillagt summen af de hæftelser, som de kontoførende institutter har påtaget sig i henhold til § 82, stk. 2, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 85.

Til § 82, stk. 2: Kontoførende institutters bidragspligt til VP

VHL § 82, stk. 2, fastlægger, at kontoførende institutter ved tilslutningsaftalen (jf. VHL § 64, stk. 1) skal forpligte sig til i nærmere bestemt omfang at bidrage til værdipapircentralens samlede kapitalberedskab.

Til § 82, stk. 3: Nærmere regulering af kontoførende institutters hæftelse over for VP

VHL § 82, stk. 2, fastlægger, at de nærmere regler om hæftelsen over for VP skal fastsættes i dennes vedtægter. VPs vedtægter skal herefter indeholde regler om hæftelsens beregning samt hvorledes hæftelsen aktualiseres, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2023.

§ 82 a **[Staten som kontoførende institut].** Finansministeren kan, når staten agerer som kontoførende institut, afgive garanti for erstatningskrav i anledning af fejlregistreringer som nævnt i § 81, stk. 1, og for statens bidrag til en værdipapircentrals samlede kapitalberedskab, jf. § 82.

Til § 82 a: Staten som kontoførende institut

Den særlige bestemmelse i VHL § 82 a blev indsat ved lov 453 af 10. juni 2003 med henblik på at fjerne de tekstanmærkninger på den årlige finanslov, der blev benyttet om de garantier som staten måtte afgive garanti for erstatningskrav i anledning af fejlregistreringer som nævnt i § 81, stk. 1, og for statens bidrag til en værdipapircentrals samlede kapitalberedskab, jf. § 82.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 25

Tilsyn, kontrol m.v.

§ 83 **[Finanstilsynet påser overholdelse af loven]** Finanstilsynet påser overholdelsen af denne lov og de regler, der er udstedt i medfør af loven, undtagen § 12 b, stk. 1 og 2.

Stk. 2. Fondsrådet skal for udstedere af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, eller hvis værdipapirer handles på en autoriseret markedsplads, kontrollere, at reglerne for finansiel information i årsrapporter og delårsrapporter i lov om finansiel virksomhed §§ 183-193, lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. §§ 55-65 og lov om erhvervsdrivende virksomheders aflæggelse af årsregnskab m.v. (årsregnskabsloven) er overholdt. Fondsrådet skal tillige kontrollere, at regler udstedt i medfør af lov om finansiel virksomhed § 196, lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. § 68 og årsregnskabsloven er overholdt, ligesom Fondsrådet kontrollerer overholdelse af bestemmelserne i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1606/2002 af 19. juli 2002 om anvendelse af internationale regnskabsstandarder. Fondsrådet udøver i den forbindelse de beføjelser, der er tillagt Finanstilsynet i henhold til lov om finansiel virksomhed § 197, lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. § 69, og de beføjelser, der er tillagt rådet i henhold til årsregnskabslovens § 159 a. Finanstilsynet og Erhvervs- og Selskabsstyrelsen virker som sekretariat for Fondsrådet og optræder på dettes vegne i den forbindelse.

Stk. 3. Ved Fondsrådets kontrol af overholdelsen af regler for finansiel information i årsrapporter og delårsrapporter i henhold til stk. 2 har Fondsrådet de beføjelser, der er tillagt Finanstilsynet i § 87, stk. 1-3 og 6, jf. dog § 83 b, stk. 3 og 4.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 4. Finanstilsynet kan i særlige tilfælde anvende fremmed bistand. Fondsrådet kan i særlige tilfælde anvende fremmed bistand i forbindelse med rådets kontrol efter stk. 2.

Stk. 5. § 346, stk. 4, og § 356 i lov om finansiel virksomhed finder tilsvarende anvendelse på Finanstilsynets tilsyn efter denne lov.

Stk. 6. Finanstilsynet afgiver en årlig beretning til økonomi- og erhvervsministeren om sin virksomhed efter denne lov. Finanstilsynet udarbejder årligt en liste over regulerede markeder, dvs. fondsbørser og autoriserede markedspladser, til opfyldelse af art. 16 i Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer. Fondsrådet afgiver en årlig redegørelse til økonomi- og erhvervsministeren om sin virksomhed efter stk. 2.

Stk. 7. Finanstilsynet afgiver i samarbejde med Forbrugerstyrelsen årligt til økonomi- og erhvervsministeren en rapport over status for udstedelse af regler om god værdipapirhandelsskik og om erfaringerne med reglernes anvendelse, jf. § 3, stk. 2.

Stk. 8. Regler udstedt i medfør af § 19, stk. 1 og 2, § 33, stk. 4, § 41, stk. 3, § 42, stk. 5, § 52, stk. 1 og 2, og § 54, stk. 4, samt ændringer heri skal anmeldes til Finanstilsynet.

Til § 83, stk. 1: Generelt om Finanstilsynets tilsyn

VHL § 83 fik ændret affattelse ved lov 491 af 9. juni 2004. Gennem VHL blev der i 1996 oprettet et Fondsråd, men ved reformen i 2004 blev dets kompetencer beskåret, idet en række opgaver overflyttedes til Finanstilsynet. Se om den lille reform af VHL, *David Moalem* og *Dan Moalem*, R&R 2005, nr. 2, s. 16 ff.

Det er Finanstilsynet, der **påser overholdelsen af VHL** og af de regler, der er udstedt i medfør af VHL, jf. § 83, stk. 1. Vedrørende Finanstilsynets udvidede beføjelser skal bkg. 615 af 22. juni 2005 om henlæggelse af beføjelser til Finanstilsynet samt om klageadgang (Delegationsbekendtgørelsen) bemærkes.

VHL § 12 b, stk. 1 og 2, vedrører spekulationsforbuddet, jf. kommentaren til disse bestemmelser.

Til § 83, stk. 2: Fondsrådets kontrol med regnskaber mv.

Fondsrådet er, om end langt mindre efter ændringerne i 2004, tillagt en række kompetencer af både »fremadrettet« (generelt regeludstedende) og »bagudrettet« (konkret afgørelsesmæssig) beskaffenhed, jf.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

FT 2003-04, till. A, s. 7323. Ej heller er der tillagt Fondsrådet *quasi-judicielle* beføjelser. Fondsrådet skal for selskaber, hvis værdipapirer er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, eller hvis værdipapirer handles på en autoriseret markedsplads, kontrollere, at **reglerne for finansiel information i årsrapporter og delårsrapporter er overholdt**, jf. VHL § 83, stk. 1.

Fondsrådet skal tillige **kontrollere, at regler udstedt i medfør af** lov om finansiel virksomhed §§ 196, lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. §§ 68 og RL er overholdt, ligesom Fondsrådet kontrollerer overholdelse af bestemmelserne i forordning nr. 1606/2002 om **anvendelse af IAS**.

Fondsrådet udøver i den forbindelse **en række beføjelser, der ellers er tillagt Finanstilsynet** i henhold til FVL (§ 197), investeringsforeningsloven (§ 69), og desuden de beføjelser, der er tillagt Fondsrådet i henhold til RL (§ 159 a), jf. VHL § 83, stk. 2. Finanstilsynet og Erhvervs- og Selskabsstyrelsen virker som sekretariat for Fondsrådet og optræder på dettes vegne i den forbindelse. Ved Fondsrådets kontrol af overholdelsen af regler for finansiel information i årsrapporter og delårsrapporter har Fondsrådet de beføjelser, der ellers er tillagt Finanstilsynet (VHL § 87, stk. 1-3 og stk. 6, jf. dog § 83 b, stk. 3 og 4). Fondsrådet kan i særlige tilfælde anvende fremmed bistand i forbindelse med rådets kontrol. Ved kontrollen i medfør af VHL § 83, stk. 2, skal det for de danske udstedere **undersøges, om reglerne for finansiel information er overholdt** i udvalgt finansiel information fra de omfattede selskabers årsrapporter og delårsrapporter. Kontrollen omfatter hvert år op til 20 pct. af de af § 83, stk. 2, omfattede selskaber. De pågældende udstedere udvælges såvel ud fra en risikomæssig betragtning som ved tilfældig udvælgelse, jf. VHL § 83 b, stk. 1. Rådet kontrollerer dermed, jf. § 84, om reglerne for finansiel information i årsrapporter og delårsrapporter for udstedere af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, eller hvis værdipapirer handles på en autoriseret markedsplads, er overholdt, jf. § 83, stk. 2, og § 83 b.

Regnskabsforordningen (1606/2002 af 19. juli 2002) foreskriver, at alle udstedere, hvis værdipapirer omsættes på et reguleret marked i en medlemsstat, hvilket i Danmark vil sige en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads, skal udarbejde deres koncernregnskaber i overensstemmelse med de internationale regnskabsstandarder. Af forordningen fremgår det, at en korrekt og effektiv gennemførelsesordning

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

er afgørende for at sikre investorernes tillid til finansmarkederne, og at medlemslandene skal træffe foranstaltninger, der er egnede til at sikre overholdelsen af de internationale regnskabsstandarder.

CESR (Committee of European Securities Regulators), der er et uafhængigt udvalg bestående af højtstående repræsentanter fra europæiske tilsynsmyndigheder på værdipapirhandelsområdet. CESR har udstedt en første principbaseret standard (CESR standard nr. 1) om håndhævelse af standarder om finansiel information, som blandt andet fastlægger krav til kontrolmyndighedernes uafhængighed samt fastlægger nogle retningslinjer for kontrollens gennemførelse og reaktioner i forbindelse med fundne overtrædelser af regelsættet. Fra dansk side er man ikke forpligtet til at følge standarden. Standarden gælder finansiel information, der indgår i alle harmoniserede dokumenter, såsom regnskabsmeddelelser, års- og delårsrapporter udarbejdet på såvel individuel basis som på koncernbasis og prospekter.

Regnskabsforordningen indebærer alene, at de børsnoterede virksomheder skal anvende de internationale regnskabsstandarder i deres koncernregnskaber. For så vidt angår de børsnoterede virksomheders årsregnskaber og ikke-børsnoterede virksomheders års- og koncernregnskaber gælder, at de enkelte medlemsstater har mulighed for at kræve eller tillade anvendelse af de internationale regnskabsstandarder i disse tilfælde.

For de ikke-finansielle virksomheder, det vil sige virksomheder omfattet af ÅRL, har man i Danmark valgt, at de børsnoterede virksomheder ud over at skulle følge regnskabsstandarderne i koncernregnskabet fra 2009 tillige skal følge disse ved udarbejdelse af årsregnskabet. Indtil 2009 er det frivilligt, om børsnoterede ikke-finansielle virksomheder vil anvende de internationale regnskabsstandarder ved udarbejdelsen af årsregnskabet. De ikke-finansielle virksomheder har mulighed for, men ikke pligt til, at anvende de internationale regnskabsstandarder i deres års- og koncernregnskaber.

CESRs standard foreskriver i princip nr. 3, at kontrol med finansiel information, det vil sige udstederens regnskaber, skal foretages af en uafhængig offentlig myndighed. Der kan under betryggende forhold ske delegation til private aktører. Denne kompetence er tillagt Fondsrådet efter lov 491 af 9. juni 2004.

Kontrollen skal ske på stikprøvebasis baseret på såvel en risikomæssig udvælgelse som på tilfældig udvælgelse af dokumenter og skal omfatte et bredt spektrum af kontrol rækkende fra en ren formel

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

gennemgang af den finansielle information til en mere dybdegående kontrol.

Revisionen skal udføres af de eksterne revisorer og er således ikke omfattet af kontrollen. Revisionens kvalitet skal kontrolleres af Revisortilsynet.

Ved konstatering af overtrædelser skal der tages nødvendige skridt, der står i et passende forhold til overtrædelsen. Der er tale om et bredt spektrum af skridt rækkende fra vejledning, påtale om at rette fejlene fremover, over krav om offentliggørelse af supplerende information eller et nyt regnskab til suspension af værdipapirerne eller direkte afnotering eller sletning fra handel på det pågældende marked.

Finanstilsynet varetager kontrollen med finansiel information i andre dokumenter end års- og delårsrapporter, herunder i prospekter fra de omfattede virksomheder. Fondsrådet er dog overordnet myndighed og træffer afgørelser i sager af principiel karakter eller af vidtgående betydning for aktørerne på værdipapirmarkedet, ligesom rådet rådgiver Finanstilsynet i forbindelse med udstedelse af regler.

Fondsrådet varetager den beskrevne kontrol af finansiel information i de omfattede virksomheders års- og delårsrapporter. Fondsrådets sekretariatsfunktion bliver varetaget sideordnet af Finanstilsynet og Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, således at Erhvervs- og Selskabsstyrelsen behandler sager vedrørende virksomheder omfattet af ÅRL, og Finanstilsynet behandler sager vedrørende virksomheder omfattet af lovene for de finansielle virksomheder samt VHL m.v.

Til § 83, stk. 3: Fondsrådets kompetencer

Fondsrådet har i henhold til denne bestemmelse de beføjelser efter VHL § 87, stk. 1-3 og 6, tilkommer Finanstilsynet, jf. dog § 83 b, stk. 3 og 4.

Til § 83, stk. 4: Mulighed for at anvende fremmed bistand

Denne bestemmelse blev indsat ved lov 414 af 26. juni 1998 og var tidligere § 84, stk. 2, men fik sin nuværende placering ved lov 491 af 9. juni 2004.

Finanstilsynet kan i særlige tilfælde anvende fremmed bistand, jf. § 83, stk. 4.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 83, stk. 5: Regler fra FVL
Bestemmelsen er en overførelse af den oprindelige bestemmelse i VHL § 84, stk. 3, 1. pkt. Resten af bestemmelsen udgik ved lov 491 af 9. juni 2004.

Til § 83, stk. 6: Årlig beretning
Bestemmelsen udgjorde § 84, stk. 3, i hovedloven og blev derefter ændret til § 84, stk. 4 ved lov 414 af 26. juni 1998, hvorefter den fik sin nuværende placering ved lov 491 af 9. juni 2004, hvor der blev tilføjet, at Fondsrådet afgiver en årlig redegørelse for sin virksomhed efter stk. 2 til økonomi- og erhvervsministeren.

Det er et krav i CESR-standarden, at den kompetente myndighed årligt offentliggør en redegørelse for sin virksomhed, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 7338.

Til § 83, stk. 7: Årlig rapport om god værdipapirhandelsskik
Stk. 7 viderefører den tidligere VHL § 84, stk. 5, der blev indsat ved lov 427 af 6. juni 2002.

Til § 83, stk. 8: Regelsæt anmeldes til Finanstilsynet
Stk. 8 viderefører den tidligere VHL § 83, stk. 6.

§ 83 a **[Delegation]** Finanstilsynet kan bestemme, at tilsynets beføjelser efter

1. § 23, stk. 2, § 23 a, stk. 1-3 og 5, § 31, stk. 4, § 44, stk. 2 og 5, og § 45, stk. 1 og 2, og regler udstedt i medfør af § 23, stk. 8 og 9, § 24, stk. 2, § 29, stk. 3, § 32, stk. 3, § 43, stk. 3, § 44, stk. 6, § 45, stk. 4, og § 46, stk. 2, kan udøves på tilsynets vegne af en fondsbørs, en autoriseret markedsplads henholdsvis en alternativ markedsplads på nærmere fastsatte vilkår,
2. regler udstedt i medfør af § 22, stk. 4, og § 25, stk. 5, kan udøves på tilsynets vegne af en fondsbørs på nærmere fastsatte vilkår,
3. § 27 a, stk. 2, § 28 a, stk. 5, og § 30 og regler udstedt i medfør af § 33, stk. 4, 1. pkt., kan udøves på tilsynets vegne af en fondsbørs henholdsvis en autoriseret markedsplads på nærmere fastsatte vilkår,
4. § 83, stk. 1, til at påse overholdelsen af bestemmelserne i § 28 c, § 29, stk. 1 og 2, § 31, stk. 1, og § 32, stk. 1, kan udøves

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

på tilsynets vegne af en fondsbørs, en autoriseret markedsplads henholdsvis en alternativ markedsplads på nærmere fastsatte vilkår og

5. § 83, stk. 1, til at påse overholdelsen af bestemmelserne i § 27, § 28 og § 33, stk. 1, kan udøves på tilsynets vegne af en fondsbørs henholdsvis en autoriseret markedsplads på nærmere fastsatte vilkår.

Stk. 2. En fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads, der har fået tillagt beføjelser efter stk. 1, kan kræve betaling for varetagelse af opgaver, der følger af disse beføjelser.

Stk. 3. En fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads, der har fået tillagt beføjelser efter stk. 1, skal opfylde forvaltningslovens kapitel 3-7 samt lov om offentlighed i forvaltningen, når den træffer afgørelse inden for de delegerede områder, jf. stk. 1.

Stk. 4. Bestemmelserne i § 84 a, stk. 1 og 2, finder tilsvarende anvendelse på fondsbørser, autoriserede markedspladser henholdsvis alternative markedspladser, der har fået tillagt beføjelser efter stk. 1.

Stk. 5. Bestemmelserne i § 84 b, stk. 1 og 2, nr. 5, 7 og 8, finder tilsvarende anvendelse, i det omfang fondsbørser, autoriserede markedspladser henholdsvis alternative markedspladser har fået tillagt beføjelser efter stk. 1.

Stk. 6. Finanstilsynet træffer ved bekendtgørelse beslutning om delegation efter stk. 1.

Til § 83 a, stk. 1: Delegationshjemmel

§ 83 a blev indsat ved lov 427 af 6. juni 2002 og senere ændret ved lov 491 af 9. juni 2004 i forbindelse med, at Finanstilsynet overtog Fondsrådets kompetence, herunder delegationskompetence. Bestemmelsen blev yderligere ændret i forbindelse med indførelsen af regler om alternative markedspladser, jf. lov 604 af 24. juni 2005.

For så vidt angår Fondsrådets adgang til kompetencedelegation bestemmer den nye § 83 a, at Fondsrådet, hvor delegationsadgang udtrykkeligt er anført, kan bestemme, at definerede beføjelser kan udøves af en fondsbørs på nærmere fastsatte vilkår, jf. § 83 a, stk. 1. Disse vilkår skal fastsættes ved bekendtgørelse, jf. § 83 a, stk. 5.

Finanstilsynet kan **delegere en række af sine tilsynsbeføjelser** til en fondsbørs hhv. en autoriseret markedsplads eller alternativ markedsplads, jf. nærmere VHL § 83 a, stk. 1, nr. 1-5. Finanstilsynet

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

træffer ved bekendtgørelse beslutning om en sådan delegation, hvilket er sket ved bkg. 608 af 20. juni 2005 om delegation af beføjelser til Københavns Fondsbørs A/S og Dansk Autoriseret Markedsplads A/S, herunder retten til at godkende prospekter efter VHL § 23, stk. 2.

Prospektdirektivets art. 24 bestemmer om prospekter, at delegation skal ophøre senest med udgangen af 2011. Herefter skal Finanstilsynet eller en anden kompetent myndighed forestå opgaverne.

Til § 83 a, stk. 2: Betalingshjemmel

En fondsbørs eller en autoriseret markedsplads, der har fået tillagt beføjelser efter stk. 1, kan kræve betaling for varetagelse af opgaver, der følger af disse beføjelser, jf. § 83 a, stk. 2. En fondsbørs vil således kunne kræve betaling fra en udsteder eksempelvis for godkendelse af prospekter, jf. *FT 2001-02, till. A*, s. 4794.

Til § 83 a, stk. 3: Iagttagelse af visse forskrifter fra forvaltnings- og offentlighedsloven

Eksempelvis fondsbørser er underlagt Forvaltningslovens kapitel 3-7 samt Offentlighedsloven, når de træffer afgørelse indenfor de delegerede områder. Denne pligt til at virke i overensstemmelse med Forvaltningsloven og Offentlighedsloven vil ligeledes fremgå af den enkelte aftale mellem Fondsrådet og den enkelte fondsbørs henholdsvis autoriserede markedsplads, jf. *Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff* i NTS 2002, s. 330 ff. Pligten medfører bl.a., at markedsvirksomheden skal begrunde afgørelser og afgive klagevejledning, når der træffes afgørelser i henhold til aftalen om delegation. Det må forventes, at ændringen ikke som udgangspunkt ændrer Københavns Fondsbørs retlige stilling som ansvarssubjekt materielt ved prospektansvarssager. For en diskussion af prospektansvar se kommentaren til VHL kapitel 6.

Børs- og kapitalmarkedsretten er i flere henseender en disciplin, der har særegne karakteristika i forhold til mange andre juridiske discipliner. Vi er fra andre discipliner vant til, at udfyldende administrative forskrifter i henhold til lovmæssige bemyndigelsesbestemmelser fastlægges af en forvaltningsmyndighed, typisk et ministerium eller en styrelse, men inden for børs- og kapitalmarkedsretten er store dele af den fremadrettede regelfastsættelse uddelegeret til markedets aktører, jf. *Nis Jul Clausen* i R&R 1996, nr. 11, herunder særligt til fondsbørserne, der således forener flere egenskaber i sig som hhv.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

tjenesteydere og regelfastsættere. Denne delegation af kompetence er på mange måder hensigtsmæssig, om end det siger sig selv, at den stiller meget store krav til de private tjenesteydere, der således har fået delegeret en fremadrettet regeludstedende kompetence og samtidig selv administrerer store dele deraf i forretningsmæssigt – men også i blandt andet ligebehandlingsmæssigt – øjemed.

Til § 83 a, stk. 4: Tavshedspligt

Bestemmelsen blev affattet ved lov 427 af 6. juni 2002, men blev ændret ved lov 453 af 10. juni 2003 til kun at omfatte tavshedspligt efter VHL § 84 a, stk. 1 og 2.

Bestemmelsen fastslår, at når en markedsvirksomhed optræder på Fondsrådets vegne, vil virksomheden blive omfattet af den særlige tavshedspligt, der er pålagt Fondsrådet i VHL § 84 a. Det følger heraf, at det er muligt for Fondsrådet at udveksle fortrolige oplysninger med markedsvirksomhederne inden for de delegerede områder. Virksomhederne har pligt til at holde disse oplysninger adskilt fra deres øvrige virksomhed, jf. *FT 2001-02, till. A*, side 4795.

Til § 83 a, stk. 5: Partsbegrebet

Stk. 5 blev ved lov 453 af 10. juni 2003 ændret til kun at omfatte partsbegrebet, mens stk. 4 angår tavshedspligten. Desuden blev tilføjet en henvisning til VHL § 84 b, stk. 2.

Til § 83 a, stk. 6: Delegation sker via bekendtgørelse.

Stk. 6 var tidligere stk. 5, men fik ændret sin placering ved lov 453 af 10. juni 2003.

§ 83 b **[Kontrol i medfør af § 83, stk. 2]** Ved kontrollen i medfør af § 83, stk. 2, skal det undersøges, om reglerne for finansiel information er overholdt i udvalgt finansiel information fra de omfattede udstederes årsrapporter og delårsrapporter. Kontrollen omfatter hvert år op til 20 pct. af de af § 83, stk. 2, omfattede udstedere. De pågældende udstedere udvælges såvel ud fra en risikomæssig betragtning som ved tilfældig udvælgelse.

Stk. 2. En undersøgelse efter stk. 1 iværksættes ved en formel kontrol for åbenbare overtrædelser af reglerne for finansiel information i de udvalgte udstederes årsrapporter og delårsrapporter.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 3. Hvis der ved den formelle kontrol efter stk. 2 er begrundet formodning om, at den finansielle information indeholder fejl og mangler af betydning for investorernes beslutningstagen, indhenter Fondsrådet en redegørelse fra virksomheden, dens ledelse eller dens eksterne revisorer. Såfremt der, efter at Fondsrådet har indhentet denne redegørelse, fortsat er begrundet formodning om, at den finansielle information indeholder fejl og mangler af betydning for investorernes beslutningstagen, indhenter Fondsrådet yderligere oplysninger fra virksomheden eller dens ledelse, herunder revisionsprotokollater. Fondsrådet kan kræve, at en redegørelse eller yderligere oplysninger fra virksomheden eller dens ledelse attesteres af revisor, og kan fastsætte en frist for, hvornår redegørelsen eller oplysningerne skal være Fondsrådet i hænde.

Stk. 4. Såfremt der fortsat, efter at Fondsrådet har gennemført en formel kontrol efter stk. 2 og indhentet en redegørelse eller yderligere oplysninger efter stk. 3, er begrundet formodning om, at den finansielle information indeholder fejl og mangler af betydning for investorernes beslutningstagen, kan Fondsrådet iværksætte en mere dybtgående kontrol af den finansielle information.

Stk. 5. Uanset stk. 2-4 kan Fondsrådet i tilfælde, hvor særlige konkrete forhold giver en begrundet formodning om, at den finansielle information indeholder fejl og mangler af betydning for investorernes beslutningstagen, umiddelbart iværksætte en mere dybtgående kontrol af finansiel information fra enhver udsteder omfattet af § 83, stk. 2.

Stk. 6. For de udstedere i § 83, stk. 2, der er omfattet af lov om finansiel virksomhed eller lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., kan Fondsrådet iværksætte en kontrol, der ikke følger bestemmelserne i stk. 2-5. Bestemmelserne i stk. 1-5 berører endvidere ikke Finanstilsynets mulighed for som led i sit almindelige tilsyn at påse forhold og foretage mere dybtgående undersøgelser, der også omfatter regnskabsmæssige forhold hos de i 1. pkt. nævnte udstedere. Fondsrådet træffer afgørelser i sager om finansiel information, der indgår som led i dette tilsyn, og som vedrører de pågældende udstedere.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 83 b, stk. 1: Fondsrådets kontrol af finansiel information
VHL § 83 b blev indsat ved lov 491 af 9. juni 2004 og fastlægger de overordnede retningslinjer for, hvordan kontrollen af, at den finansielle information i års- og delårsrapporter er i overensstemmelse med reglerne, skal foretages.

Når det er bestemt, at kontrollen omfatter »udvalgt« information, skyldes det dels behovet for på stikprøvebasis at kontrollere såvel årsrapporter som delårsrapporter, dels hensigtsmæssigheden af at sprede kontrolvirksomheden over året og det forhold, at det normalt ikke vil være nødvendigt at kontrollere såvel årsrapport som delårsrapport fra samme udsteder, hvis kontrollen af den rapport, der først kontrolleres, ikke afdækker overtrædelser, og der ikke er andre indikatorer, der tilsiger yderligere kontrol. Kontrollen omfatter såvel finansiel information udarbejdet i overensstemmelse med de Internationale regnskabsstandarder som finansiel information udarbejdet i henhold til nationale regnskabsregler og/eller standarder.

Der kan forekomme enkeltstående tilfælde, hvor der ved kontrollen findes indikationer på, at revisionen ikke har været udført i overensstemmelse med god revisorskik. I sådanne situationer vil Fondsrådet kunne videregive oplysninger herom til Revisortilsynet og/eller Disciplinærnævnet for Statsautoriserede og Registrerede Revisorer. Det er imidlertid stadig den enkelte udsteder, der er ansvarlig for aflæggelsen af årsrapport og anden finansiel information, og det er fortsat den eksterne revision, der er ansvarlig for at revidere denne information på sædvanlig vis, herunder at udtale sig om den udførte revision med revisionspåtegningen samt at orientere udstederens bestyrelse om den foretagne revision ved udarbejdelsen af et revisionsprotokollat til bestyrelsen, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 7338-7339.

Fondsrådet skal ikke vurdere hensigtsmæssigheden af skøn, der ligger inden for grænserne af reglerne og kan således ikke ændre ledelsens skøn, når skønnet ligger inden for de intervaller, som reglerne tillader. Hvor de internationale regnskabsstandarder giver mulighed for at benytte flere forskellige metoder, vil Fondsrådet heller ikke tage stilling til, hvorvidt en metode er bedre end en anden, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 7338-7339.

Til § 83 b, stk. 2: Udvælgelse til nærmere undersøgelse
I bestemmelsen er angivet de nærmere regler for indholdet af Fondsrådets formelle kontrol af regnskaber for de ikke-finansielle virksom-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

heder. Den formelle kontrol omfatter således virksomheder udvalgt til kontrol efter stk. 1, uanset om de er udvalgt stikprøvemæssigt eller ud fra en risikobetragtning. Ved åbenbare fejl og mangler forstås fejl, der kan konstateres ved en gennemgang af årsrapportens eller delårsrapportens oplysninger uden at anmode virksomheden om yderligere oplysninger. Såfremt Fondsrådet ved den formelle kontrol ikke finder fejl og mangler i den finansielle information, anses den formelle kontrol for afsluttet.

Hvis Fondsrådet ved den formelle kontrol konstaterer fejl og mangler i den finansielle information, kan rådet yde vejledning, påtale eller give pålæg om, at forhold i årsrapporten eller delårsrapporten m.v. skal ændres. Såfremt der er tale om forhold, som vurderes at være af betydning for investorernes beslutningstagen, træffer Fondsrådet de foranstaltninger, som anses for nødvendige i den konkrete situation. Der kan være tale om foranstaltninger i form af pålæg til virksomheden om offentliggørelse af yderligere oplysninger, suspension eller i yderste konsekvens afnotering, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 7339-7340.

Til § 83 b, stk. 3: Redegørelse mv. fra virksomheden

Efter denne bestemmelse indhenter Fondsrådet en redegørelse fra ikke – finansielle virksomheder eller virksomhedernes ledelser, såfremt der efter den formelle kontrol er begrundet formodning om, at der er fejl eller mangler af betydning for investorernes beslutningstagen. Hvis der efter indhentning af en sådan redegørelse fortsat er begrundet formodning om, at der er fejl eller mangler i den finansielle information af betydning for investorernes beslutningstagen, kan Fondsrådet indhente yderligere oplysninger fra virksomheden, dens ledelse eller dens eksterne revisorer. Fondsrådet kan ved indhentning af yderligere oplysninger efter stk. 3, 2. pkt. anmode virksomheden om at indsende revisionsprotokollater.

Revisionsprotokollater indhentes ikke allerede ved den formelle kontrol efter stk. 2, idet hovedformålet med revisionsprotokollater er overfor bestyrelsen at redegøre for revisionens indhold. Der er således tale om et meddelelsesinstrument mellem revisor og virksomhedens bestyrelse. Det er dog valgt at understøtte kontrollen med den finansielle information med en gennemlæsning af revisionsprotokollater, når der uanset en redegørelse fra ledelsen er begrundet formodning om fejl eller mangler af betydning for investorernes beslutningstagen. Dette skyldes, at det vurderes hensigtsmæssigt i så vidt omfang som

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

muligt at anvende det arbejde, der allerede er foretaget af revisor, inden den materielle kontrol iværksættes.

Fondsrådet vil primært indhente revisionsprotokollater og andre oplysninger fra virksomheden selv. I særlige tilfælde kan Fondsrådet dog indhente oplysninger direkte fra virksomhedens eksterne revision. Indhentning af en redegørelse eller yderligere oplysninger kan foretages af sekretariatet uden forelæggelse for Fondsrådet, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 7340.

Bestemmelsen giver adgang til at tage kontakt til virksomheden, dens ledelse og dens revisorer med henblik på at få en redegørelse for eller yderligere oplysninger om de forhold, som har givet anledning til at undersøge nærmere, om reglerne for finansiel information er overholdt. Som et led i regnskabskontrollen, kan der alene forlanges udleveret den information, som det anses for relevant med henblik på at vurdere, om reglerne om finansiel information er overholdt.

Der er sjældent behov for at indhente oplysninger direkte hos virksomhedens revisor. Der kan dog være tilfælde, hvor revisor er i besiddelse af oplysninger indhentet som led i revisionen, som virksomheden ikke er i besiddelse af. Ligeledes forekommer der undtagelsesvist tilfælde, hvor en virksomheds ledelse ikke samarbejder med Fondsrådet, og der er således behov for at bede revisor om de oplysninger, rådet ellers normalt ville henvende sig til virksomhedens ledelse om.

Fondsrådet kan forlange, at redegørelsen eller de yderligere oplysninger attesteres af revisor. Rådet kan endvidere fastsætte en frist for, hvornår redegørelsen eller oplysningerne skal være modtaget i Fondsrådet. En sådan frist fastsættes ligeledes af sekretariatet. Ved fastsættelse af fristens længde skal de almindelige forvaltningsretlige regler om proportionalitet iagttages, samtidigt med at hensynet til investorernes interesser skal varetages.

Såfremt Erhvervs- og Selskabsstyrelsen som sekretariat for Fondsrådet, efter at have vurderet den redegørelse eller de yderligere oplysninger, som virksomheden, dens ledelse eller revisor er fremkommet med, ikke finder, at der fortsat er begrundet formodning om, at reglerne om finansiel information ikke er overholdt, iværksættes der ikke yderligere kontrol. Såfremt Erhvervs- og Selskabsstyrelsen som sekretariat for Fondsrådet, efter at have vurderet redegørelsen eller de yderligere oplysninger, fortsat har begrundet formodning om, at der foreligger en fejl, som har betydning for investorernes beslutningstagen, iværksættes der en dybdegående kontrol efter stk. 4.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 83 b, stk. 4: Dyberegående kontrol

I henhold til bestemmelsen kan Fondsrådet iværksætte en mere dybdegående kontrol, såfremt der ved den formelle kontrol efter stk. 2 og den i stk. 3 omtalte gennemgang af yderligere oplysninger er begrundet formodning om, at der er fejl i den finansielle information af betydning for investorernes beslutningstagen. Denne mere dybdegående kontrol vil blive iværksat af sekretariatet. Bestemmelsen fastslår således, at denne mere dybdegående kontrol tilrettelægges ud fra en vurdering af risikoen for væsentlige fejl og mangler, der kan have indflydelse på investorernes beslutningstagen. Den mere dybdegående kontrol vil typisk indebære en kontrol af udvalgte områder i de kontrollerede virksomheders årsrapporter m.v. og vil skulle foretages ved at indhente yderligere dokumentation, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 7340.

Til § 83 b, stk. 5: Dyberegående kontrol uden forudgående udtagelse mv.

I henhold til bestemmelsen har Fondsrådet mulighed for i tilfælde, hvor særlige konkrete forhold giver en begrundet formodning om, at finansiel information indeholder fejl og mangler af betydning for investorernes beslutningstagen, at iværksætte en mere dybdegående kontrol, selvom der ikke har været foretaget en formel kontrol i henhold til stk. 2, og selvom en i medfør af stk. 2 og 3 gennemført kontrol ikke har afsløret fejl og mangler af betydning for investorernes beslutningstagen i den finansielle information. Den risikobaserede udvælgelse sker på basis af branchespecifikke forhold, eksempelvis hvis årsrapporter fra flere virksomheder i samme branche indikerer, at anvendelse af reglerne om nedskrivningstests ikke følger reglerne i de internationale regnskabsstandarder.

Der kan ligeledes være tale om velbegrundede henvendelser fra personer med indsigt i de regnskabsmæssige forhold i en eller flere virksomheder, der giver formodning om, at der er fejl i den finansielle information af betydning for investorernes beslutningstagen, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 7340-7341. Fondsrådet er dog ikke forpligtet til at iværksætte en mere dybdegående kontrol på baggrund af henvendelser fra tredjemand, som rejser kritik mod en udsteders finansielle information, men er alene forpligtet til at vurdere, om en sådan kontrol bør iværksættes. En kontrol efter stk. 5 er ikke begrænset til de udstedere, der er blevet udvalgt efter stk. 1 et givet år, men kan omfatte alle udstedere omfattet af § 83, stk. 2.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Hvis Fondsrådet konstaterer fejl og mangler i den finansielle information, der ikke vurderes at kunne påvirke investorernes beslutninger, kan Fondsrådet beslutte at påtale disse over for virksomheden med henblik på at forbedre kvaliteten af indholdet af fremtidig finansiel information. Ved sådanne sager er der normalt ikke behov for umiddelbart at offentliggøre information om overtrædelsen. Fejl og mangler af betydning for investorernes beslutningstagen vil derimod typisk medføre behov for hurtigst muligt at offentliggøre information herom. Beslutning herom træffes af Fondsrådet, jf. bemærkningerne til § 83, stk. 2. Fondsrådet bør ikke anvende reaktioner som kan påvirke værdipapirmarkedet uden at have forsøgt at kontakte virksomhedens ledelse.

Ligeledes bør Fondsrådet i overensstemmelse med det almindelige forvaltningsretlige proportionalitetsprincip ikke pålægge en virksomhed mere vidtgående reaktioner, end det er nødvendigt med henblik på at kunne beskytte investorernes interesser. Formålet med regnskabskontrol af de børsnoterede virksomheders finansielle information er at beskytte investorerne. Derfor er de foranstaltninger, som Fondsrådet kan iværksætte, ikke af straffende karakter. Der er alene tale om midler til at sikre investorernes beslutningsgrundlag. Fondsrådet skal ikke foretage en egentlig strafferetlig efterforskning og kan ikke pålægge sanktioner af strafferetlig karakter. Såfremt Fondsrådet ved sin kontrol afdækker indikationer på forhold af strafferetlig karakter, skal Fondsrådet videregive oplysninger herom til rette myndighed.

Til § 83 b, stk. 6: Udstedere omfattet af FVL mv.

Bestemmelsen giver hjemmel til, at regnskabskontrollen for virksomheder omfattet af lov om finansiel virksomhed og lov om investeringsforeninger og specialforeninger og andre kollektive investeringsordninger m.v. (de finansielle virksomheder) kan udføres uden at følge bestemmelserne i stk. 2-5, det vil sige uden at de anførte begrænsninger for, hvornår der skal indhentes revisionsprotokoller, yderligere oplysninger eller foretages en mere dybdegående kontrol, følges.

Begrundelsen herfor er, at såfremt disse begrænsninger også skulle gælde for de finansielle virksomheder, ville kontrollen med de ikke-børsnoterede finansielle virksomheder være mere vidtgående end kontrollen med de børsnoterede finansielle virksomheder. Finanstilsynets beføjelse til som led i sit almindelige tilsyn med de finansielle virksomheder at påse forhold og foretage en mere dybdegående undersø-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

gelse af finansielle udstedere, der også omfatter regnskabsmæssige forhold, er ikke påvirket af bestemmelsen. For at sikre en ensartethed i afgørelserne overfor de børsnoterede finansielle virksomheder, foretages afgørelser vedrørende den finansielle information, der træffes som led i dette tilsyn, af Fondsrådet. Der er med bestemmelsen sket en ændring af kompetenceforholdene mellem Det Finansielle Virksomhedsråd og Fondsrådet, idet det er Fondsrådet og ikke Det Finansielle Virksomhedsråd, der påser overholdelsen af regnskabsbestemmelserne for finansielle virksomheder, som har udstedt værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, eller hvis værdipapirer handles på en autoriseret markedsplads, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 7341-7342.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

KAPITEL 26

Nærmere bestemmelser om Fondsrådet, tavshedspligt m.v.

§ 84 **[Fondsrådet]** Økonomi- og erhvervsministeren nedsætter Fondsrådet, som består af 14 medlemmer. Rådet sammensættes således:

1. En formand med økonomisk erhvervsmæssig sagkundskab.
2. En næstformand med juridisk erhvervsmæssig sagkundskab.
3. Et medlem med teoretisk regnskabsmæssig sagkundskab.
4. Et medlem med teoretisk sagkundskab inden for kapitalmarkedsforhold.
5. Et medlem med økonomisk finansiel indsigt, som indstilles af Danmarks Nationalbank.
6. To forbrugerrepræsentanter, som indstilles af Forbrugerrådet og Dansk Aktionærforening i forening.
7. To repræsentanter for udstedere af andre værdipapirer end realkreditobligationer, som indstilles af Dansk Industri, Danmarks Rederiforening og HTS – Interesseorganisationen i forening.
8. En repræsentant for realkreditobligationsudstederne, som indstilles af Realkreditrådet.
9. En repræsentant for værdipapirhandlerne, som indstilles af Finansrådet og InvesteringsForeningsRådet i forening.
10. En repræsentant for værdipapirhandlerne, som indstilles af Børsmæglerforeningen.
11. En repræsentant for de institutionelle investorer, som indstilles af Forsikring & Pension, Foreningen af Firmapensionskasser, Arbejdsmarkedets Tillægspension og Lønmodtagernes Dyrtidsfond i forening.
12. En repræsentant for revisorerne, som indstilles af Foreningen af Statsautoriserede Revisorer.

Stk. 2. Fondsrådet

1. træffer bortset fra § 3, stk. 1 og § 86, stk. 2, afgørelser i sager af principiel karakter samt i sager, der har videregående betydelige følger for aktørerne på værdipapirmarkedet,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

2. rådgiver Finanstilsynet i forbindelse med dets udstedelse af regler og i forbindelse med principielle sager om god værdipapirhandelsskik og sager om god værdipapirhandelsskik, der har videregående betydelige følger for værdipapirmarkedet i henhold til § 3, samt
3. bistår Finanstilsynet med dets informationsvirksomhed.

Stk. 3. Fondsrådet kontrollerer desuden, om regler for finansiel information i årsrapporter og delårsrapporter for udstedere af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, eller hvis værdipapirer handles på en autoriseret markedsplads, er overholdt, jf. § 83, stk. 2, og § 83 b.

Stk. 4. Økonomi- og erhvervsministeren udpeger rådets medlemmer for op til 4 år ad gangen. Medlemmerne kan genudpeges.

Stk. 5. For hvert medlem udpeges en suppleant. Ved et medlems forfald deltager suppleanten på medlemmets vegne. For det medlem, der indstilles efter stk. 1, nr. 12, udpeges der yderligere 3 suppleanter. Fondsrådets formand beslutter, hvilken af disse yderligere suppleanter der i givet fald skal deltage i det enkelte møde.

Stk. 6. Ved rådets behandling af sager om god værdipapirhandelsskik, jf. stk. 2, nr. 2, indkaldes Forbrugerombudsmanden til at deltage i det pågældende dagsordenspunkt. Forbrugerombudsmanden har i sager om god værdipapirhandelsskik samme beføjelser som rådets medlemmer.

Stk. 7. § 84 a finder anvendelse for medlemmerne og suppleanterne af rådet. 1. pkt. gælder dog ikke ved behandling af sager om udstedelse af regler om god værdipapirhandelsskik.

Stk. 8. Rådet træffer afgørelse med simpelt flertal. Ved stemmelighed er formandens stemme afgørende.

Stk. 9. Fondsrådet fastsætter sin egen forretningsorden, der godkendes af økonomi- og erhvervsministeren.

Til § 84, stk. 1: Fondsrådets nedsættelse og sammensætning

Fondsrådets kompetence blev flyttet til § 84 ved lov 491 af 9. juni 2004, hvorved også titlen på kapitel 26 blev ændret til dens nuværende ordlyd. Med den ændrede affattelse af § 84 blev Fondsrådets rolle generelt ændres, således at rådet, ligesom Det Finansielle Virksomhedsråd, træffer afgørelse i sager af principiel karakter eller af vidtgående betydning for aktørerne på værdipapirmarkedet, ligesom rådet rådgiver Finanstilsynet i forbindelse med udstedelse af regler samt

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

inden for god værdipapirhandelsskik i principielle sager og sager, der har vidtgående betydelige følger for værdipapirmarkedet.

Endvidere bistår Fondsrådet Finanstilsynet med dets informationsvirksomhed.

Fondsrådets oprindelige kompetence til selvstændigt at udstede regler (bekendtgørelser og vejledninger) er bortfaldet, og regeludstedelsen i henhold til loven varetages af Finanstilsynet. Rådets generelle kompetence til at træffe principielle afgørelser og afgørelser af vidtrækkende betydning og rådgive Finanstilsynet blev ved lovændringen udvidet til at omfatte hele VHL. Dette indebærer, at Fondsrådet også er kompetent til at træffe afgørelser i forhold til solvenstilsynet med markedsvirksomhederne samt tilsynet med clearing-, afviklings- og betalingssystemer. Således er bestemmelserne i loven om misbrug af intern viden, insiderhandel og kursmanipulation, der før lovændringen alene hørte under Finanstilsynets kompetence, underlagt Fondsrådets overordnede kompetence, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 7342-7343.

Det er **økonomi- og erhvervsministeren, der sammensætter Fondsrådet** og udpeger dets 14 medlemmer.

Rådets medlemmer udpeges for **4 år ad gangen** og kan genudpeges. Ved fastsættelsen af størrelsen og sammensætningen af Fondsrådet har lovgiver forsøgt at tilgodese de forskellige interessenter på værdipapirmarkedet, samt at der er den tilstrækkelige sagkundskab inden for de områder, som rådet dækker fagligt.

Endvidere er der lagt vægt på, at rådets sammensætning afspejler såvel branchekendskab som kendskab til brugerinteresser, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 7343.

Til § 84, stk. 2: Fondsrådets sagsområder

Bestemmelsen blev ændret ved lov 491 af 9. juni 2004, som senere blev ændret ved lov 116 af 27. februar 2006, hvor en henvisning til VHL § 86, stk. 2 blev indsat i VHL § 84, stk. 2, nr. 1, således at de sager, der afgøres af Nationalbanken som led i bankens overvågning efter VHL § 86, stk. 2, ikke er omfattet af Fondsrådets kompetence, jf. *FT 2005-06, till. A*, s. 1271-1272.

Fondsrådet træffer afgørelse i sager af principiel karakter, bortset fra sager i henhold til lovens § 3. Ligeledes træffer rådet afgørelse i sager, der har videregående betydelige følger for aktørerne på værdipapirmarkedet, herunder markedsvirksomheder, værdipapirhandlere, udstedere og investorer, bortset fra sager om god værdipapirhandels-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

skik i henhold til lovens § 3, stk. 1. Fondsrådet rådgiver yderligere Finanstilsynet i forbindelse med tilsynets udstedelse af regler og i forbindelse med principielle sager om god værdipapirhandelsskik. Rådet rådgiver endvidere Finanstilsynet i sager om god værdipapirhandelsskik, der har videregående betydelige følger for værdipapirmarkedet. Endelig bistår Fondsrådet Finanstilsynet med dets informationsvirksomhed.

For så vidt angår Fondsrådets kompetence og proceduren for behandling af sager om god værdipapirhandelsskik og regeludstedelsen i den forbindelse, er der tale om en videreførelse af reglerne i den gældende lovs § 3, stk. 2, jf. kommentaren hertil.

Fondsrådet træffer ifølge nr. 1, afgørelser i sager, som Finanstilsynet forelægger rådet. Finanstilsynet forelægger sager af principiel karakter samt sager, der har videregående betydelige følger for aktørerne på værdipapirmarkedet. Fondsrådets generelle kompetence til at træffe afgørelser er indskrænket til ikke at finde anvendelse på sager om god værdipapirhandelsskik i henhold til lovens § 3.

Nr. 2 indebærer, at Fondsrådet kan komme med en rådgivende udtalelse om bekendtgørelser, som Finanstilsynet udsteder inden for sit kompetenceområde. Udtalelsen kan vedrøre hele bekendtgørelsen eller dele heraf. Udtalelsen kan bl.a. indeholde en vurdering af de administrative konsekvenser for erhvervslivet af den påtænkte bekendtgørelse. Økonomi- og erhvervsministeren har kompetence til at udstede regler om god værdipapirhandelsskik, jf. Bekendtgørelse om God Værdipapirhandelsskik. Finanstilsynet fører tilsyn med overholdelsen af disse regler og har udarbejdet Vejledning nr. 9833 af 15. november 2003 om god værdipapirhandelsskik.

Ifølge nr. 3 kan rådet bistå Finanstilsynet med dets informationsvirksomhed.

Til § 84, stk. 3: Fondsrådets regnskabskontrol mv.

Stk. 3 blev ændret ved lov 491 af 9. juni.

Fondsrådet varetager selvstændigt kontrollen med overholdelse af finansiel information i visse virksomheders års- og delårsrapporter.

Til § 84, stk. 4: Udpegningsperiode

Bestemmelsen blev ændret ved lov 116 af 27. februar 2006 i forbindelse med præcisering i lighed med reglerne om det finansielle virksomhedsråd.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 84, stk. 5: Suppleanter

Ved lov 491 af 9. juni 2004 blev bestemmelsen ændret. Der udpeges herefter en suppleant for hvert rådsmedlem. Suppleanter udpeges efter de samme regler, som gælder for udpegning af det pågældende medlem.

Bestemmelsen giver mulighed for, at der for det medlem, der indstilles af Foreningen for Statsautoriserede Revisorer, udpeges yderligere 3 ekstra suppleanter. Baggrunden herfor er, at børsnoterede virksomheder ofte revideres af to revisorer fra forskellige revisionsfirmaer. Således som revisionsvirksomhederne har organiseret sig i Danmark, er der forholdsvis få store revisionsfirmaer. Der vil således relativt ofte kunne opstå problemer omkring uafhængighed hos det fondsrådsmedlem, der er indstillet af Foreningen af Statsautoriserede Revisorer i forhold til de sager, som Fondsrådet skal behandle, idet mange af de virksomheder, som indgår under Fondsrådets arbejdsområde, benytter de samme større revisionsvirksomheder.

Derfor kan der være behov for yderligere suppleanter i de tilfælde, hvor der kunne være tale om, at medlemmet og en enkelt suppleant ville være inhabile. Det er Fondsrådets formand, der beslutter, hvilken af de udpegede suppleanter, der skal deltage i det enkelte Fondsrådsmøde. Der er fra lovgivers side ikke anset at være det samme behov for at udpege mere end én suppleant for hvert af de øvrige udpegede medlemmer, idet de samme forhold som på revisionsområdet, ikke gør sig gældende, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 7344.

Til § 84, stk. 6: Forbrugerombudsmanden indkaldes ad god værdipapirhandelsskik

Ved lov 491 af 9. juni 2004 blev bestemmelsen ændret, hvorefter Fondsrådet alene har en rådgivende funktion efter stk. 2, nr. 2, i sager, der er enten principielle eller vidtrækkende.

Det følger videre af stk. 2, nr. 2, at i sager om god værdipapirhandelsskik, der er principielle eller har videregående betydelige følger for værdipapirmarkedet, træffer Finanstilsynet først afgørelse, når sagen har været forelagt for Fondsrådet. Når sådanne sager forelægges for rådet, indkaldes Forbrugerombudsmanden til at deltage i rådets behandling af sagen, jf. stk. 6. Fondsrådet og eventuelt med deltagelse af Forbrugerombudsmanden rådgiver Finanstilsynet, inden tilsynet træffer afgørelse. I disse sager er medlemmer af Fondsrådet og

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

suppleanter samt Forbrugerombudsmanden bundet af de særlige tavshedspligtsregler, der er fastlagt i lovgivningen.

Finanstilsynets behandling af spørgsmål om god værdipapirhandelsskik vil ofte opstå på basis af en klage, men tilsynet kan også af egen drift behandle spørgsmålet, eller efter anmodning herom fra Fondsrådet eller Forbrugerombudsmanden. Finanstilsynet er ikke forpligtet til at behandle alle de sager om god værdipapirhandelsskik, som tilsynet får forelagt. Sager, hvor privatpersoner ønsker en afgørelse af en konkret formueretlig tvist, dvs. om et spørgsmål af økonomisk betydning, afgøres af de private finansielle ankenævn. Der er tale om Pengeinstitutankenævnet og Realkreditankenævnet. Erhvervsdrivende kan indbringe sådanne sager for domstolene.

Den særlige tavshedspligt, der gælder for ansatte i Finanstilsynet, er indskrænket ved rådets behandling af sager om udstedelse af regler om god skik, jf. bemærkningerne til stk. 7.

Til § 84, stk. 7: Tavshedspligt

Ved lov 491 af 9. juni 2004 blev bestemmelsen ændret, hvorefter den særlige tavshedspligt, der gælder for ansatte i Finanstilsynet, finder tilsvarende anvendelse på medlemmer og suppleanter af Fondsrådet. Der er tale om en videreførelse af bestemmelsen i den gældende § 84, stk. 3. Se i øvrigt *FT 2003-04, till. A*, s. 7345.

I Fondsrådets Beretning 1997, kap. 2, er fremhævet en afgørelse af 20. februar 1997, hvor en journalist anmodede om aktindsigt i referater fra møder i Fondsrådet, korrespondance og journalark vedrørende et specifikt tema. Under henvisning til Offentlighedslovens § 14 og den dagældende bestemmelse i VHL § 84, stk. 2, angående tavshedspligt, meddelte Fondsrådet afslag på anmodningen.

Den særlige tavshedspligt, der gælder for ansatte i Finanstilsynet, er indskrænket ved rådets behandling af sager om udstedelse af regler om god skik. Lovgiver finder imidlertid, at hvis rådets inddragelse i forhold til de hørte organisationer skal have en selvstændig betydning, er det nødvendigt, at der i rådet kan ske en reel debat. Rådets medlemmer og suppleanter samt Forbrugerombudsmanden er derfor i disse sager underlagt en begrænset tavshedspligt. Det fremgår af rådets forretningsorden, i hvilket omfang tavshedspligten kan fraviges. Baggrunden for at fravige tavshedspligten i disse sager er, at det herved sikres, at offentligheden kan få kendskab til den meningsudveks-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ling, der har fundet sted i Fondsrådet til gavn for forbrugerbeskyttelsen.

I forbindelse med de forudgående drøftelser og de efterfølgende udtalelser må der ikke gives oplysninger om en virksomheds forretningsmæssige forhold, kunders forhold eller oplysninger, som efter deres karakter er fortrolige.

Til § 84, stk. 8: Flertalsafgørelser

Bestemmelsen er en videreførelse af VHL § 83, stk. 4, som affattet ved lov 427 af 6. juni 2002.

Jesper Lau Hansen udtaler i Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, bind 2, 2. udgave, s. 554, at forarbejderne til hovedloven (lov 1072 af 20. december 1995) formodentligt stadig er relevante, hvor det håbefuldt udtales, at medlemmernes fælles interesse i at skabe et betryggende og effektivt kapitalmarked normalt vil medføre bred enighed bag Fondsrådets afgørelser.

Til § 84, stk. 9: Forretningsorden

Bkg. 66 af 18. januar 2005 om forretningsorden for Fondsrådet er manifestationen af denne bestemmelse. Forretningsordenen fastlægger Fondsrådets kompetenceområde og bestemmelser om rådets beslutningsdygtighed, rådets møder, sekretariatsbistand, inhabilitet, tavshedspligt mv. Herudover fastlægger forretningsordenen de overordnede regler for tilrettelæggelsen af arbejdet for de to sekretariater (Finanstilsynet og Erhvervs- og Selskabsstyrelsen), der bistår Fondsrådet i dets kontrol med visse virksomheders overholdelse af finansiel information i års- og delårsrapporter.

§ 84 a **[Hemmeligholdelse af fortrolige oplysninger]** Finanstilsynets ansatte er under ansvar efter straffelovens §§ 152-152 e forpligtet til at hemmeligholde fortrolige oplysninger, som de får kendskab til gennem tilsynsvirksomheden. Det samme gælder personer, der udfører serviceopgaver som led i Finanstilsynets drift, samt eksperter, der handler på tilsynets eller Fondsrådets vegne. Dette gælder også efter ansættelses- eller kontraktforholdets ophør. Bestemmelserne i dette stykke finder tillige anvendelse på ansatte i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen som led i udøvelsen af sekretariatsfunktion for Fondsrådet, jf. § 83, stk. 2.

Stk. 2. Samtykke fra den, som tavshedspligten tilsigter at beskytte, berettiger ikke Finanstilsynets ansatte eller eksperter,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

der handler eller har handlet på tilsynets eller Fondsrådets vegne, til at videregive fortrolige oplysninger.

Stk. 3. Bestemmelsen i stk. 1 er ikke til hinder for, at Finanstilsynet eller Fondsrådet af egen drift videregiver fortrolige oplysninger i summarisk eller sammenfattende form, når hverken det enkelte aktieselskab omfattet af § 7 eller andre omfattet af denne lov eller disses kunder kan identificeres.

Stk. 4. Fortrolige oplysninger kan videregives under en civil retssag, når et aktieselskab omfattet af § 7 eller andre omfattet af denne lov er erklæret konkurs, og såfremt oplysningerne ikke vedrører kundeforhold eller tredjemand, der er eller har været involveret i forsøg på at redde aktieselskabet eller andre, omfattet af denne lov.

Stk. 5. Bestemmelsen i stk. 1 er ikke til hinder for, at fortrolige oplysninger videregives til:

1. Fondsrådet henholdsvis Finanstilsynet og Det Finansielle Virksomhedsråd.
2. Andre offentlige myndigheder, herunder anklagemyndigheden og politiet, i forbindelse med efterforskning og retsforfølgning af strafbare forhold omfattet af straffeloven eller tilsynslovgivningen.
3. Vedkommende minister som led i dennes overordnede tilsyn.
4. Administrative myndigheder og domstole, som behandler afgørelser, der er truffet af Finanstilsynet eller Fondsrådet.
5. Folketingets Ombudsmand.
6. En parlamentarisk kommission nedsat af Folketinget.
7. Undersøgelseskommissioner nedsat ved lov eller i henhold til lov om undersøgelseskommissioner.
8. Folketingets stående udvalg vedrørende et selskabs generelle økonomiske forhold som led i den parlamentariske kontrol med forvaltningen, for så vidt angår aktieselskaber omfattet af § 7 eller andre omfattet af denne lov, og disse er i betalingsstandsning eller under konkurs, når staten yder garanti eller stiller midler til rådighed for afvikling af selskabet.
9. Statsrevisorerne og Rigsrevisionen.
10. Skifteretten og andre myndigheder, der medvirker ved likvidation, konkursbehandling eller lignende procedurer, samt personer, der er ansvarlige for den lovpligtige revision af regnskaber for et aktieselskab omfattet af § 7 eller for andre omfattet af denne lov, under forudsætning af at mod-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

tagerne af oplysninger har behov herfor til varetagelse af deres opgaver.

11. Danmarks Nationalbank og udenlandske centralbanker, under forudsætning af at oplysningerne er nødvendige for dem i deres egenskab af pengepolitisk myndighed eller i bankens overvågning af betalingssystemer.
12. En institution, der forestår clearing af værdipapirer eller penge, såfremt det er nødvendigt for at sikre, at institutionen reagerer behørigt på misligholdelser eller potentielle misligholdelser på det marked, hvor institutionen er ansvarlig for clearingen.
13. Myndigheder i andre lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med, der fører tilsyn med aktieselskaber omfattet af § 7 samt andre omfattet af denne lov.
14. Myndigheder i andre lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med, der har ansvaret for tilsynet med kreditinstitutter, finansieringsinstitutter, forsikringsselskaber eller med kapitalmarkederne, og organer, der medvirker ved likvidation, konkursbehandling eller lignende procedurer, samt personer, der er ansvarlige for den lovpligtige revision af regnskaber for et aktieselskab omfattet af § 7 eller for andre omfattet af denne lov, under forudsætning af at dtagerne af oplysninger har behov herfor til varetagelse af deres opgaver.
15. Finansielle tilsynsmyndigheder i lande uden for Den Europæiske Union eller uden for lande, som Fællesskabet har indgået aftale med, der har ansvaret for tilsyn med finansielle virksomheder, finansieringsinstitutter eller kapitalmarkederne, og organer, der medvirker ved likvidation, konkursbehandling eller lignende procedurer, samt personer, der er ansvarlige for den lovpligtige revision af regnskaber for et aktieselskab omfattet af § 7 eller for andre omfattet af denne lov, jf. dog stk. 10 og 11.
16. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen for så vidt angår oplysninger modtaget som led i Fondsrådets kontrol efter § 83, stk. 2, og § 83 b.
17. Revisortilsynet og Disciplinærnævnet for Statsautoriserede og Registrerede Revisorer til varetagelsen af deres opgaver.

Stk. 6. Bestemmelsen i stk. 1 er ikke til hinder for, at fortrolige oplysninger videregives til en fondsbørs, en autoriseret

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

markedsplads henholdsvis en alternativ markedsplads, der har fået tilladelse efter § 8, når

det sker for at imødegå eller undersøge, om der er misbrugt intern viden eller udøvet kursmanipulation efter bestemmelserne i kapitel 10, eller

det i øvrigt sker for at imødegå eller undersøge, om handelen eller prisdannelsen på fondsbørsen, den autoriserede arkedsplads eller den alternative markedsplads foregår på en redelig og gennemskuelig måde.

Stk. 7. Alle, der i henhold til stk. 4-6 modtager fortrolige oplysninger fra Finanstilsynet eller Fondsrådet, er med hensyn til disse oplysninger undergivet den i stk. 1 omhandlede tavshedspligt.

Stk. 8. Fortrolige oplysninger, som Finanstilsynet eller Fondsrådet modtager, må kun anvendes i forbindelse med tilsynshvervet, til pålæggelse af sanktioner, eller hvis tilsynets eller rådets afgørelse påklages til højere administrativ myndighed eller indbringes for domstolene.

Stk. 9. Adgangen til udlevering af fortrolige oplysninger til Folketingets stående udvalg i henhold til stk. 5, nr. 8, er begrænset til dokumenter i sager, der er oprettet i Finanstilsynet efter den 16. september 1995.

Stk. 10. Videregivelse efter stk. 5, nr. 15, kan alene ske

1. på baggrund af international samarbejdsaftale og
2. under forudsætning af, at modtagerne mindst er underlagt en lovbestemt tavshedspligt, der svarer til tavshedspligten i medfør af stk. 1, og at modtagerne har behov for oplysningerne til varetagelse af deres opgaver.

Stk. 11. Videregivelse efter stk. 5, nr. 15, af fortrolige oplysninger, der hidrører fra lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med, kan endvidere alene ske, såfremt de myndigheder, som har afgivet oplysningerne, har givet deres udtrykkelige tilladelse, og såfremt oplysningerne udelukkende benyttes til det formål, som tilladelsen vedrører.

Til § 84 a stk. 1: Tavshedspligten generelt

§ 84 a blev indført i VHL ved lov 250 af 27. april 1999 efter en eneudredning om tavshedspligt og partsbegreb, jf. *Jan Schans Christensen*, Eneudredning om tavshedspligt og partsbegreb i den finansielle tilsynslovgivning (1996) (anmeldt af *Kim Busck-Nielsen*, Finans

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

& Samfund, 1996, nr. 10, s. 16-17). Bestemmelsen blev ændret ved lov 1383 af 20. december 2004 i overensstemmelse med den tilsvarende bestemmelse i FVL § 354. I forbindelse med ændringen ved lov 1383 af 20. december 2004 blev 1. og 2. pkt. omformuleret for at understrege, at tavshedspligten kun angår fortrolige oplysninger. Desuden bemærkes, at fortrolighed alene skal vurderes i forhold til lov om offentlighed og forvaltningsloven. De straffebestemmelser, der henvises til, er subsidiære i forhold til den særlige regulering af tavshedspligten, som § 84 a udgør.

3. pkt. blev indsat ved lov 491 af 9. juni 2004 i forbindelse med, at Erhvervs- og Selskabsstyrelsen blev gjort til sekretariat for Fondsrådet.

Til § 84 a, stk. 2: Betydningen af samtykke

Bestemmelsen, der blev indført ved lov 250 af 27. april 1999 indebærer, at der ikke kan gives mulighed for at ophæve tavshedspligten, selvom der gives samtykke fra den berørte part.

Finanstilsynets og Fondsrådets tavshedspligt er i høj grad baseret på et ønske om at beskytte kunder, det være sig privatpersoner eller erhvervskunder, aktieselskaber omfattet af VHL § 7 og andre omfattet af VHL. Hertil kommer et ønske om, af konkurrencemæssige grunde, at beskytte selskabernes forretningsmæssige forhold. Finanstilsynets og Fondsrådets tavshedspligt er en afgørende betingelse for den tilsynsmæssige effektivitet. For at tilsynet og rådet kan få alle nødvendige oplysninger i en given sag, må selskaberne kunne nære tillid til, at fortrolige oplysninger ikke videregives. Da de fortrolige oplysninger i langt overvejende grad hidrører fra selskaberne, er det ifølge forarbejderne mest korrekt og sikrest, at det er det pågældende selskab selv, der meddeler oplysningerne til tredjemand.

Oplysninger om et selskabs kunder kan kun videregives med disses samtykke. Afgrænsningen af, om der foreligger samtykke, er vanskelig. Dette gælder naturligvis særligt, hvor samtykke ikke er givet udtrykkeligt, men stiltiende. Et samtykke kan ligeledes gives til såvel videregivelse af alle oplysninger i en sag, som til videregivelse af en enkelt eller enkelte oplysninger. Et samtykke kan ofte have karakter af en anmodning om Finanstilsynets eller Fondsrådets bekræftelse af et givent forhold, eksempelvis over for pressen. I en sådan situation vil et samtykke til, at tilsynet eller rådet kan videregive en enkelt eller enkelte oplysninger – taget ud af en større sammenhæng – kunne give

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

et ufuldstændigt eller forvrænget billede af en sag eller et begivenhedsforløb. Finanstilsynet og Fondsrådet vil som udgangspunkt ikke have mulighed for at fremkomme med supplerende eller korrigerende oplysninger.

En anden tænkelig følge af samtykke er den situation, hvor et selskab og en kunde giver samtykke til videregivelse af oplysninger, og andre føler sig presset til at gøre det samme. Det er ikke utænkeligt, at dette vil kunne påvirke selskabets ledelse til at vise tilbageholdenhed med hensyn til de oplysninger, der gives Finanstilsynet eller Fondsrådet til brug for tilsynsvirksomheden. Det vil især kunne afholde selskaberne fra af egen drift at videregive relevante oplysninger til tilsynet eller rådet. Således kan aktieselskaber omfattet af § 7 og andre omfattet af VHL ikke give samtykke til, at Finanstilsynet eller Fondsrådet kan videregive fortrolige oplysninger. Se i det hele *FT 1998-1999, till. A*, s. 3460-3461.

Til § 84 a, stk. 3: Videregivelse i summarisk form

I stk. 3 er ved lov 250 af 27. april 1999 foretaget en præcisering af, at Finanstilsynet og Fondsrådet af egen drift i årsberetning m.v. i summarisk eller sammenfattende form kan offentliggøre oplysninger. Det afgørende er, at det enkelte aktieselskab omfattet af § 7 eller andre omfattet af denne lov eller disses kunder ikke identificeres, jf. *FT 1998-99, till. A*, s. 3461.

Til § 84 a, stk. 4: Videregivelse under retssag

Stk. 4 svarer til den tidligere gældende BSL § 50 b, stk. 2, nr. 2, der sikrede, at parterne i en civil retssag kan få udleveret fortrolige oplysninger fra Finanstilsynet eller Fondsrådet, når selskabet er erklæret konkurs. Det er dog præciseret, at oplysninger om kunders forhold ikke kan videregives, samt at fortroligheden med hensyn til oplysninger om tredjemand, der medvirker i forsøg på at redde aktieselskabet omfattet af § 7 eller andre omfattet af denne lov, også gælder, efter at denne medvirken er ophørt. Bestemmelsen svarer til den administrative praksis på området, jf. *FT 1998-99, till. A*, s. 3461.

Til § 84 a, stk. 5: Videregivelse til visse myndigheder

Bestemmelsen blev ændret ved lov 250 af 27. april 1999 og indeholder regler om de særlige tilfælde, hvor Finanstilsynet eller Fondsrådet kan videregive fortrolige oplysninger.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

I forhold til den tidligere bestemmelse i BSLs § 50 b, stk. 2, er rækkefølgen i VHL § 84 a systematiseret, idet man har samlet først de tilfælde, hvor der kan videregives fortrolige oplysninger til danske myndigheder m.v. (nr. 1-12), derefter myndigheder m.v. inden for EU- og EØS-samarbejdet (nr. 13-14) og endelig myndigheder m.v. i tredjelande (nr. 15)., jf. *FT 1998-99, till. A*, s. 3461-3462.

Bestemmelsen om, at Finanstilsynet og Fondsrådet under visse omstændigheder kan videregive fortrolige oplysninger til parterne i en civil retssag, fremgår af stk. 4. Begrundelsen herfor er, at bestemmelsen er atypisk i forhold til de i stk. 5 opregnede undtagelser, da der ikke er tale om en myndighed eller lignende.

Nr. 1 gennemfører dele af art. 25 i investeringsservicedirektivet. Med lov 414 af 26. juni 1998 er det præciseret, at Fondsrådet er et uafhængigt, kollegialt råd, jf. VHL § 83, stk. 2, 1. pkt. Vedtagelsen af lov 414 har derfor betydet, at det er nødvendigt at udnytte direktivets hjemmel til at etablere en adgang for tilsynsmyndigheder til at udveksle oplysninger indbyrdes. Henvisningen til Det Finansielle Virksomhedsråd blev indsat ved lov 491 af 9. juni 2004.

Nr. 2 svarer til gældende praksis før bestemmelsens indførelse. I bestemmelsen er det præciseret, at fortrolige oplysninger kan videregives i forbindelse med efterforskning og strafforfølgning af strafbare forhold, der er omfattet af straffeloven eller tilsynslovgivningen, det vil sige de love, som administreres af Finanstilsynet eller Fondsrådet.

Afgørelse af, om der foreligger en overtrædelse af tilsynslovgivningen eller straffeloven, kræver ofte en grundig efterforskning og bevisbedømmelse, førend det endeligt kan fastslås, at en overtrædelse foreligger. Finanstilsynet eller Fondsrådet har i langt de fleste tilfælde hverken hjemmel til eller mulighed for at foretage en sådan efterforskning. Som følge heraf er bestemmelsens formulering præciseret således, at fortrolige oplysninger også kan videregives til brug for efterforskningen af en formodet overtrædelse af tilsynslovgivningen eller straffeloven.

Et overblik over sammenhængen med forskrifterne i BSL:

1. Nr. 3 svarer til den tidligere gældende nr. 10 i BSL.
2. Nr. 4 svarer til den tidligere gældende nr. 14 i BSL.
3. Nr. 5 svarer ligesom nr. 6 til den tidligere gældende nr. 12 i BSL, der nu opdeles i to særskilte numre.
4. Nr. 6 svarer ligesom nr. 5 til den tidligere gældende nr. 12 i BSL, der nu opdeles i to særskilte numre.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

5. Nr. 7 svarer til den tidligere gældende nr. 13 i BSL. Bestemmelsen fik ændret affattelse ved lov 283 af 26. april 2000.
6. Nr. 8 svarer til den tidligere gældende nr. 11 i BSL.
7. Nr. 9 giver hjemmel til videregivelse af fortrolige oplysninger til Statsrevisorerne og Rigsrevisionen. Dette er en kodificering af praksis før bestemmelsens indførelse, hvorefter Statsrevisorerne og Rigsrevisionen kan indhente alle de oplysninger, som er i Finanstilsynets eller Fondsrådets besiddelse, og som skønnes af betydning for udførelsen af Statsrevisorernes og Rigsrevisionens arbejde.
8. Nr. 10 svarer til den tidligere gældende nr. 5 i BSL, idet det dog er præciseret, at der er tale om skifteretten.
9. Nr. 11 svarer til den tidligere gældende nr. 8 i BSL.
10. Nr. 12 svarer til den tidligere gældende nr. 9 i BSL.
11. Nr. 13 svarer til den tidligere gældende nr. 3 i BSL. Det er dog blevet præciseret, at bestemmelsen også omhandler EØS-landene.
12. Nr. 14 svarer til den tidligere gældende nr. 4 i BSL. Det er dog blevet præciseret, at bestemmelsen også omhandler EØS-landene.
13. Nr. 15 svarer til den tidligere gældende nr. 6 i BSL. Det er præciseret, at Finanstilsynet og Fondsrådet kun kan videregive oplysninger til myndigheder m.v. i tredjelande, hvis lovgivningen i det pågældende land fastlægger en tilsvarende tavshedspligt. Bestemmelsen blev ændret ved lov 427 af 6. juni 2002 og skal ses i sammenhæng med stk. 10 og 11, der blev indført ved samme lovændring.
14. Nr. 16 og nr. 17 blev indsat ved lov 491 af 9. juni 2004 som konsekvens af den nye kompetence med kontrol af regnskaber, som Fondsrådet blev tillagt ved samme lov.

Det er samtidigt præciseret, at bestemmelsen ikke omhandler EØS-landene. Disse lande er omfattet af nr. 13 og 14.

Til § 84 a, stk. 6: Videregivelse som led i efterforskning af misbrug

Denne bestemmelse blev indsat ved lov 427 af 6. juni 2002, hvilket medførte ny placering for den daværende stk. 6-8, der blev stk. 7-9. Henvisningen til alternative markedspladser blev indsat ved lov 604 af 24. juni 2005. Bestemmelsen er atter revideret i 2006.

Bestemmelsen giver Finanstilsynet mulighed for at kunne videregive fortrolige oplysninger til en fondsbørs, autoriseret markedsplads

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

og en alternativ markedsplads, når oplysningerne vedrører sager om misbrug og undersøgelse af, om der er sket misbrug af intern viden eller udøvet kursmanipulation. Adgangen er således afgrænset til konkrete tilfælde indenfor bestemmelserne i kapitel 10, jf. *FT 2001-02, till. A*, s. 4795.

Til § 84 a, stk. 7: Tavshedspligten omfatter også modtagere
Stk. 7 var tidligere stk. 6, men fik ændret sin placering ved lov 427 af 6. juni 2002.

Til § 84 a, stk. 8: Anvendelsesområdet for fortrolige oplysninger
Stk. 8 kan siges at afspejle tavshedspligten i stk. 1 derved, at fortrolige oplysninger, som Finanstilsynet eller Fondsrådet modtager, kun må benyttes til de funktioner, som den pågældende myndighed varetager, jf. *Jesper Lau Hansen*, Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, bind 2, 2. udgave, s. 559.

Til § 84 a, stk. 10: Grænseoverskridende videregivelse, udadgående
Bestemmelsen blev indført ved lov 427 af 6. juni 2002 i forbindelse med implementering af direktiv 2000/64/EF om udveksling af oplysninger med tredjelande. I følge *Jesper Lau Hansen*, Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, bind 2, 2. udg. s. 560, kan der næppe stilles krav om traktat eller lignende mellemstatslige aftaler, hvorfor mindre omfattende om end forpligtende aftaler, f.eks. et Memorandum of Understanding må være tilstrækkelig. Denne fortolkning tiltrædes.

Til § 84 a, stk. 11: Grænseoverskridende videregivelse, indadgående
Bestemmelsen blev indført ved lov 427 af 6. juni 2002 i forbindelse med implementering af direktiv 2000/64/EF om udveksling af oplysninger med tredjelande.

Hidrører de fortrolige oplysninger fra en myndighed i EU/EØS, kræves der dennes samtykke. Endvidere skal den videregivende danske myndighed sikre sig, at oplysningerne kun benyttes til det formål, som videregivelsen angår. Dette er allerede et krav efter stk. 10, og den danske myndighed bør således henvise til denne forudsætning ved videregivelsen, jf. *Jesper Lau Hansen*, Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, bind 2, 2. udg., s. 560.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 84 b **[Part i forhold til Finanstilsynet]** Som part i forhold til Finanstilsynet anses alene aktieselskaber omfattet af § 7, et registreret betalingssystem, værdipapirhandleren, det kontoførende institut eller udstederen af værdipapirer, som en afgørelse, der er eller vil blive truffet af Finanstilsynet, retter sig mod, jf. dog stk. 2 og 3.

Stk. 2. I nedennævnte tilfælde anses en anden end en virksomhed omfattet af stk. 1 tillige som part i Finanstilsynets afgørelse, for så vidt angår den del af sagen, som vedrører den pågældende:

1. Et selskab, som søger om tilladelse til at drive børsvirksomhed, virksomhed som autoriseret markedsplads, virksomhed som alternativ markedsplads, værdipapirmæglervirksomhed, pengemarkedsmæglervirksomhed, værdipapirclearingvirksomhed og registreringsvirksomhed, jf. § 8, stk. 1, og § 9, stk. 1.
2. Et medlem af bestyrelsen eller direktionen i et selskab, når Finanstilsynet nægter en ansøger tilladelse eller inddrager et godkendt selskabs tilladelse, jf. § 9, stk. 1, og § 92, stk. 1.
3. Erhververen eller besidderen af en kvalificeret kapitalandel, når Finanstilsynet reagerer som følge af manglende underretning om andelen eller ophæver stemmeretten, der er knyttet til de pågældende ejeres aktier, jf. § 10, stk. 1 og 5, samt § 10 a, stk. 1-3.
4. Den, der overtræder lovens forbud mod i en virksomheds navn eller betegnelsen af virksomheden at benytte ordet »Fondsbørs«, jf. § 16, stk. 3.
5. Den, mod hvem Finanstilsynet indleder undersøgelse for overtrædelse af § 29 om indberetning af aktiebesiddelser eller for overtrædelse af kapitel 10.
6. Den, der for Finanstilsynet indbringer en af en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, en alternativ markedsplads, en clearingcentral eller en værdipapircentral truffet beslutning, jf. § 88, stk. 3, og som Finanstilsynet anser for part i sagen, samt øvrige, som Finanstilsynet anser som part i sagen.
7. En erhverver som nævnt i § 31, stk. 1, og § 32, stk. 1 og 2, samt øvrige, som Finanstilsynet i særlige tilfælde anser for part i sagen.
8. Den, som Finanstilsynet i medfør af § 33, stk. 2, har bestemt at indberetningspligten påhviler.
9. Den, der af Finanstilsynet pålægges at udarbejde interne regler efter § 37, stk. 1 og 2 eller foretage ændringer heri.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 3. Som part anses i øvrigt et bestyrelsesmedlem, en revisor, en direktør eller andre ledende medarbejdere i et selskab omfattet af § 7 eller i andre virksomheder omfattet af loven, hvis Finanstilsynets påtale eller pålæg i medfør af loven eller dennes forskrifter er rettet direkte mod pågældende.

Stk. 4. Stk. 1 og 3 finder tilsvarende anvendelse på afgørelser truffet af Fondsrådet som led i rådets kontrol efter § 83, stk. 2, og § 83 b. Som part i forhold til Fondsrådets afgørelser truffet som led i rådets kontrol efter § 83, stk. 2, og § 83 b anses i øvrigt enhver, som Fondsrådet anser for part i sagen.

Stk. 5. Endelig kan Finanstilsynet, når Finanstilsynet tager en sag op vedrørende god værdipapirhandelsskik, jf. § 3, stk. 1, under særlige omstændigheder tillige tilkende partsbeføjelser til andre fysiske eller juridiske personer end de i stk. 2 og 3 nævnte. Partsbeføjelser kan alene tillægges, for så vidt angår den del af sagen, som har direkte og væsentlig betydning for den pågældende. Tilkendelse af partsbeføjelser skal ske under hensyntagen til beskyttelsen af fortrolige oplysninger.

Stk. 6. Partsstatus og partsbeføjelser efter stk. 2, 3 og 5 er begrænset til forhold, hvor tilsynets eller rådets afgørelser træffes efter den 17. december 1998.

Til § 84 b, stk. 1:

Med virkning fra 1. marts 1999 blev det i VHL § 84 b præciseret, hvem der har **partsstatus** i forhold til Finanstilsynet. Bestemmelsen afløste en henvisning til BSL § 50 b og blev indført ved lov 250 af 27. april 1999 på baggrund af en eneudredning om tavshedspligt og partsbegreb, jf. *Jan Schans Christensen*, Eneudredning om tavshedspligt og partsbegreb i den finansielle tilsynslovgivning (1996) (anmeldt af *Kim Busck-Nielsen*, Finans & Samfund, 1996, nr. 10, s. 16-17). Reglerne er i vidt omfang parallelle med forskrifterne i BSL/FVL om pengeinstitutter. Partsstatus har som udgangspunkt alene selskaber omfattet af VHL § 7, dvs. de aktører (fondsbørser, autoriserede markedspladser etc.), som Finanstilsynet udøver tilsyn med. Ved lov 491 af 9. juni 2004 overtog Finanstilsynet Fondsrådets kompetence på området.

Partsstatus medfører, at der kan opnås bl.a. adgang til at få fortrolige oplysninger i den sag, som vedrører den pågældende samt mulighed for at indbringe Finanstilsynets og Fondsrådets afgørelser for Erhvervsankenævnet, jf. *FT 1998-99, till. A*, s. 3462. Partsbegrebet

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

fortolkes snævert i den finansielle lovgivning, jf. *FT 2002-03, till. A*, s. 4965.

Til § 84 b, stk. 2:
Bestemmelsen blev ændret ved lov 427 af 6. juni 2002 samt ved lov 453 af 10. juni 2003.

En række undtagelser i § 84 b, stk. 2, giver dog også en række andre nærmere opregnede selskaber mv. partsstatus, herunder særligt dem, der forsynder sig mod forskrifter i VHL og derved får »en sag« hos tilsynet. I relation til påtale, pålæg mv. har endvidere bestyrelsesmedlemmer, direktører, revisorer, andre ledende medarbejdere m.fl. i § 7-selskaberne partsstatus.

Ved lov 491 af 9. juni 2004 har Finanstilsynet overtaget Fondsrådets kompetence.

Henvisningen til alternative markedspladser er indsat ved lov 604 af 24. juni 2005.

Nr. 5 var egentlig nummer 7, men fik ændret placering ved lov 453 af 10. juni 2003 og blev senere omformuleret ved lov 427 af 6. juni 2002. Henvisningen til Fondsrådet udgik ved lov 491 af 9. juni 2004.

Henvisningen til VHL § 88, stk. 3 i nr. 6 blev indsat ved lov 427 af 6. juni 2002. Finanstilsynet kan konkret tillægge en aktør partsstatus i sager af vidtrækkende eller principiel betydning, hvor afgørelser truffet af en fondsbørs, en autoriseret eller alternativ markedsplads, en clearingcentral eller en værdipapircentral er indbragt for Fondsrådet (nu Finanstilsynet), jf. *FT 2002-03, till. A*, s. 4965.

Nr. 7 var oprindeligt nr. 8, men fik sin placering ved lov 453 af 10. juni 2003, der udvidede kredsen af potentielle parter. Udvidelsen gælder både i relation til frivillige og pligtmæssige overtagelsestilbud. Formuleringen giver Finanstilsynet mulighed for at tillægge specielt målselskabet partsstatus og i »almindelige« sager om tilbudspligt, det vil sige også i sager, hvor Finanstilsynet træffer afgørelse om, hvorvidt der foreligger tilbudspligt. Derimod er det ikke tiltænkt, at minoritetsaktionærer generelt skal tillægges partsstatus, idet den finansielle lovgivnings partsbegreb generelt er snævert, jf. i det hele *FT 2002-03, till. A*, s. 4965.

Nr. 10 blev ved samme lovændring til nr. 8, hvorefter en indberetningspligtig i henhold til § 33, stk. 2, automatisk er part. Dette skal sammenholdes med det forhold, at de fysiske eller juridiske personer, der er underlagt indberetningspligten direkte efter stk. 1, eks-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

plicit er omfattet af § 84 b, stk. 1 (»værdipapirhandleren«), jf. *FT 2002-03, till. A*, s. 4965.

Nr. 9 blev ved samme lovændring indført, hvorefter aktører, der er genstand for pålæg, automatisk har partsstatus. Henvisningen til VHL § 37 blev indsat ved lov 1460 af 22. december 2004.

Bestemmelsen blev senest ændret ved lov 116 af 27. februar 2006, hvorved henvisningerne i nr. 3 ændredes som følge af tilpasningerne til FVL.

Til § 84 b, stk. 3:

Efter bestemmelsen får en person med særlig tilknytning til et aktieselskab omfattet af § 7, eller til andre omfattet af denne lov partsstatus i sin egen sag, hvis Finanstilsynet eller Fondsrådet udsteder pålæg eller påtaler forhold, der retter sig mod den pågældende, jf. *FT, 1998-99, till. A*, s. 3463.

Til § 84 b, stk. 4:

Stk. 4 blev indsat ved lov 491 af 9. juni 2004, hvilket medførte, at stk. 4-5 blev til stk. 5-6.

Med bestemmelsen, er partsbegrebet, som dette er defineret i forhold til Finanstilsynet i stk. 1 og 3, udvidet til at gælde for Fondsrådet i forbindelse med Fondsrådets kontrol efter bestemmelserne i § 83 stk. 2, og § 83 b. Udstedere, der er omfattet af Fondsrådets kontrol efter § 83, stk. 2, og § 83 b, er således også parter i afgørelser truffet af Fondsrådet i den forbindelse. Ligeledes kan Fondsrådet, som det er tilfældet med Finanstilsynet, tillægge andre end de juridiske og fysiske personer, der er nævnt i § 84 b, stk. 1 og 3, partsstatus, hvis Fondsrådet finder det relevant. Det kan eksempelvis være investorer, der klager over misinformation fra en virksomhed omfattet af Fondsrådets regnskabskontrol, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 7346.

Ved vurderingen af, om Finanstilsynet bør tillægge en tredjemand partsstatus, skal Finanstilsynet afveje f.eks. kundens interesse i at kunne benytte kendskab til sagens dokumenter og hensynet til beskyttelsen af fortrolige oplysninger. Ligeledes bør Finanstilsynet vurderer om det er hele sagen, eller alene dele af sagen, der vedrører den pågældende. Tildeling af partsbeføjelser efter stk. 4 forudsætter således, at sagen kan afgrænses.

I tilfælde, hvor Finanstilsynet tager en sag op vedrørende god værdipapirhandelsskik, og hvor klageren ikke tillægges en eller flere

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

partsbeføjelser, vil Finanstilsynet som en del af god forvaltningsskik holde klageren underrettet om sagens eventuelle videre forløb i det omfang, tavshedspligten giver mulighed herfor.

Til § 84 b, stk. 5:
Endelig kan Finanstilsynet »under særlige omstændigheder« tillægge andre fysiske eller juridiske personer partsstatus for den del af sagen, som har »direkte og væsentlig betydning for den pågældende«. Det kan forekomme en kende besynderligt, at man således skal ansøge om at få anerkendt partsstatus, hvis sagen har direkte og væsentlig betydning for én.

Til § 84 b, stk. 6:
VHL § 84 b fik først virkning for afgørelser truffet efter lovforslagets fremsættelse.

§ 84 c **[Offentliggørelse af en virksomhedsordning]** Finanstilsynet kan i de i stk. 2 nævnte sager offentliggøre navnet på en virksomhed, som i henhold til § 83, stk. 1, meddeles en påtale for overtrædelse af loven eller bestemmelser fastsat i medfør heraf. Finanstilsynet kan ligeledes offentliggøre navnet på en virksomhed, såfremt det i de i stk. 2 nævnte sager konstateres, at virksomheden ikke har overtrådt loven eller bestemmelser fastsat i medfør heraf. Offentliggørelse efter 1. og 2. pkt. kan ske, når det skønnes at være af interesse for investorerne at kende navnet på virksomheden.

Stk. 2. Offentliggørelse kan ske i sager om

1. overtrædelse af reglerne om offentliggørelse af intern viden, jf. § 27, stk. 1, 2, 4 og 5,
2. overtrædelse af reglerne om meddelelse, indberetning og offentliggørelse af ledende medarbejderes transaktioner, jf. § 28 a, stk. 1, 3, 5 og 7, samt af bestemmelser herom udstedt i medfør af § 28 a, stk. 8,
3. overtrædelse af reglerne om udarbejdelse og udbredelse af anbefalinger vedrørende værdipapirer, jf. § 28 b, stk. 1, samt af bestemmelser herom udstedt i medfør af § 28 b, stk. 2,
4. overtrædelse af forbuddene mod insiderhandel, videregivelse af intern viden og kursmanipulation, jf. § 35, stk. 1, § 36, og § 39, stk. 1,
5. overtrædelse af bestemmelserne om udstedelse af interne regler, jf. § 37, stk. 1-3,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

6. overtrædelse af reglerne om udarbejdelse af insiderlister, jf. § 37, stk. 4, samt af bestemmelser herom udstedt i medfør af § 37, stk. 10, og
7. overtrædelse af reglerne om underretning om mistænkelige transaktioner, jf. § 37, stk. 6, 1. pkt., samt af bestemmelser herom udstedt i medfør af § 37, stk. 10.

Stk. 3. Finanstilsynet kan offentliggøre navnet på den virksomhed, som en påtale vedrører, jf. stk. 1, 1. pkt., 2 uger efter, at virksomheden har fået meddelelse om denne. Beslutter virksomheden at indbringe sagen for Erhvervsankenævnet inden for de 2 uger, kan der kun ske offentliggørelse, hvis nævnet ikke tillægger klagen opsættende virkning.

Stk. 4. Finanstilsynet kan i de i stk. 2 nævnte sager endvidere offentliggøre navnet på den virksomhed, som tilsynet har pålagt en daglig eller ugentlig bøde i henhold til § 95, såfremt det skønnes at være af interesse for investorerne at kende navnet på virksomheden.

Stk. 5. Offentliggørelse i henhold til stk. 1 og 4 kan ikke ske, hvis den vil medføre uforholdsmæssig stor skade for virksomheden.

Stk. 6. Finanstilsynet kan, såfremt det skønnes hensigtsmæssigt, offentliggøre et pålæg om ændring af forhold i strid med loven eller bestemmelser fastsat i medfør heraf, der i henhold til § 93, stk. 2, 1. og 2. pkt., meddeles en fysisk eller juridisk person eller en sammenslutning af juridiske personer.

Til § 84 c, stk. 1: Offentliggørelse af påtale med navns nævnelse

VHL § 84 c blev indsat ved lov 1450 af 22. december 2004, hvorved Markedsmisbrugsdirektivet (2003/6/EF) art. 14, stk. 4, implementeredes. Af art. 14, stk. 4, fremgår, at de kompetente myndigheder skal have adgang til at offentliggøre administrative sanktioner og foranstaltninger, som myndighederne pålægger i konkrete sager. I dag har Finanstilsynet efter VHL alene adgang til at offentliggøre pålæg. Derimod kan Finanstilsynet ikke foretage offentliggørelse i sager, hvor der meddeles en påtale efter § 83, stk. 1, eller pålægges en tvangsbøde efter § 95. Da Finanstilsynets adgang til at give påtale og pålægge tvangsbøder udgør administrative sanktioner eller foranstaltninger, er det en nødvendig følge af Markedsmisbrugsdirektivet, at Finanstilsynet har adgang til at foretage offentliggørelse heraf, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 387-388.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bestemmelsen i stk. 1 giver Finanstilsynet adgang til at offentliggøre afgørelser truffet over for en navngiven virksomhed, når sagen vedrører et af de i stk. 2 nævnte områder. Offentliggørelse kan ske såvel i situationer, hvor en virksomhed i henhold til lovens § 83, stk. 1, meddeles en påtale, som ved afgørelser, hvor det fastslås, at der ikke er sket en overtrædelse. Spørgsmålet om offentliggørelse er udtryk for faktisk forvaltningsvirksomhed i form af sagsbehandlingsskridt og ikke en forvaltningsretlig afgørelse.

Bestemmelsen medfører ikke automatisk offentliggørelse af alle afgørelser på de pågældende områder. Offentliggørelse kan ske, når Finanstilsynet skønner, at en offentliggørelse er hensigtsmæssig, fordi det er i investorernes interesse at kende til, at der er sket en overtrædelse af loven.

Finanstilsynet har tillige mulighed for at offentliggøre afgørelser i anonymiseret form. Hvorvidt offentliggørelsen skal ske med navns nævnelse eller anonymt, vil bero på en konkret vurdering af den enkelte sag. I vurderingen indgår, om der er tale om grove eller gentagne overtrædelser af reglerne. For eksempel vil en offentliggørelse, der har til formål at gøre opmærksom på en ny praksis fra tilsynets side, kunne ske anonymt. Omvendt vil en offentliggørelse, der har til formål at orientere investorerne om en manglende offentliggørelse af oplysninger hos en virksomhed som udgangspunkt ske med navns nævnelse. Et eksempel vil være en virksomhed, der i forbindelse med offentliggørelse af en investeringsanbefaling til offentligheden, ikke redeligt har oplyst om virksomhedens interesser i forhold til det analyserede værdipapir, jf. nærmere VHL § 28 b og kommentaren hertil.

Til § 84 c, stk. 2: Sagstyper, hvor offentliggørelse kan ske

Det er i stk. 2 præciseret, at adgangen til offentliggørelse af påtaler alene skal gælde i sager, der vedrører overtrædelser af regler, der gennemfører markedsmisbrugsdirektivet. Af hensyn til retssikkerheden for de omfattede virksomheder foretages en konkret opremsning af de bestemmelser, der kan medføre offentliggørelse af virksomhedens navn i nr. 1-7, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 388.

Til § 84 c, stk. 3: Først meddelelse til virksomheden

Finanstilsynet kan først offentliggøre navnet på den virksomhed, en påtale vedrører, 2 uger efter, at påtalen er meddelt den pågældende virksomhed. Hermed gives virksomheden mulighed for at tage stilling

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

til, om den vil rette sig efter afgørelsen, eller om den vil påklage afgørelsen til Erhvervsankenævnet. Fristen er to uger af hensyn til på den ene side investorernes mulighed for at få relevant information hurtigt og på den anden siden hensynet til virksomhedens retssikkerhed. Fristen på 2 uger beregnes i overensstemmelse med § 7, stk. 2-5 i lov om værdipapirhandel m.v. Bestemmelsen indebærer, at Finanstilsynet ikke kan offentliggøre påtalen efter de to uger, hvis virksomheden har påklaget afgørelsen til Erhvervsankenævnet.

I disse tilfælde skal en offentliggørelse afvente nævnets afgørelse af, om klagen skal tillægges opsættende virkning. Beslutter virksomheden således at anke påtalen og indbringe klagen for Erhvervsankenævnet, skal Erhvervsankenævnet, som i medfør af § 6 i lov om Industriministeriets Erhvervsankenævn, beslutte, om klagen skal have opsættende virkning. Beslutter Erhvervsankenævnet, at klagen ikke skal have opsættende virkning, kan Finanstilsynet herefter offentliggøre påtalen. Hvis Erhvervsankenævnet derimod beslutter, at klagen skal have opsættende virkning, kan Finanstilsynet ikke offentliggøre påtalen, før Erhvervsankenævnet har taget stilling til klagen. Forslaget indebærer således, at virksomheden i sager omfattet af stk. 2, har mulighed for at undgå offentliggørelse inden for ankefristen. Bestemmelsen ændrer ikke den almindelige ankefrist på 4 uger, jf. VHL § 88, stk. 1, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 388.

Til § 84 c, stk. 4: Også offentliggørelse ved tvangsbøder

Finanstilsynets adgang til offentliggørelse gælder også, når tilsynet i de i stk. 2 nævnte sager i henhold til § 95 pålægger en virksomhed en daglig eller ugentlig bøde.

Til § 84 c, stk. 5: Undtagelse: skaderegel

Der kan ifølge bestemmelsen ikke ske offentliggørelse, såfremt offentliggørelsen vil forvolde virksomheden uforholdsmæssig stor skade. Ved vurderingen af, om der skal ske offentliggørelse, må det derfor tages i betragtning, i hvilken grad investorerne kan antages at have interesse i at få information om den skete overtrædelse. Derudover skal der efter bestemmelsen lægges vægt på, hvilken grad af skade offentliggørelsen må antages at ville forvolde virksomheden. Hensynet til virksomheden vil veje særligt tungt, hvis overtrædelsen må antages at skyldes en enkeltstående menneskelig fejl, og overtrædelsen ikke er begrundet i mangler i virksomhedens interne organisation eller sty-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ring, jf. *FT 2003-04, till. A*, s. 388. Omvendt må det også fastholdes, at formålet med offentliggørelsesinstituttet er at sikre investorbeskyttelsen og markedstilliden. Derfor vil det forhold, at virksomheden vil få dårlig presse eller forventer et kursfald ikke i sig selv kunne motivere, at der ikke sker offentliggørelse af et påtalt væsentligt forhold.

Til § 84 c, stk. 6: Offentliggørelse af pålæg

Stk. 6 er en videreførelse af VHL § 93, stk. 2, 3. pkt., om Finanstilsynets adgang til at offentliggøre pålæg. Formålet med ændringen var alene at samle alle lovens bestemmelser om Finanstilsynets adgang til offentliggørelse i VHL § 84 c.

§ 85 **[Betaling af afgift]** Virksomheder under tilsyn efter denne lov betaler afgift til Finanstilsynet. Afgiften fastsættes efter kapitel 22 i lov om finansiel virksomhed.

Til § 85: Afgift til Finanstilsynets drift

Ligesom det er tilfældet med Finanstilsynets virke i relation til banker, sparekasser og andre pengeinstitutter, gælder det som nævnt også efter VHL, at tjenesteyderne på markedet selv skal dække **omkostningerne ved Finanstilsynets tilsynsvirksomhed**, jf. VHL § 85, således som denne nærmere er uddybet ved bekendtgørelsen om omkostningsdækning.

Bestemmelsen skal ses i sammenhæng med VHL § 83 a, stk. 2, ifølge hvilken fondsbørser og autoriserede markedspladser kan kræve betaling for deres delegerede tilsyn.

§ 86 **[Tilsyn]** Finanstilsynet fører tilsyn med værdipapirhandleres, fondsbørsers, registrerede betalingssystemers, clearingcentralers, værdipapircentralers, kontoførende institutters, autoriserede markedspladsers, alternative markedspladsers, pengemarkedsmægleres og værdipapirmægleres virksomhed, herunder at deres regler, forretningsgange, kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger, også vedrørende anvendelsen af edb, er betryggende og i overensstemmelse med denne lov og bestemmelser fastsat i medfør heraf. Tilsyn føres dog ikke med registrerede betalingssystemer, der er omfattet af Danmarks Nationalbanks overvågning efter stk. 2.

Stk. 2. Danmarks Nationalbank overvåger betalingssystemer, som Danmarks Nationalbank finder har væsentlig betydning for

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

betalingsafviklingen eller gennemførelsen af Danmarks Nationalbanks pengepolitiske transaktioner med det formål at fremme systemernes smidige funktion ved at bidrage til deres effektivitet og stabilitet. Danmarks Nationalbank meddeler Finanstilsynet, hvilke betalingssystemer der er omfattet af Danmarks Nationalbanks overvågning.

Stk. 3. Finanstilsynet udfærdiger en liste over de betalingssystemer, der er omfattet af stk. 2. Listen offentliggøres ved bekendtgørelse.

Til § 86, stk. 1: Kontrol med virksomhed, systemer mv.

Bestemmelsen blev senest ændret ved lov 116 af 27. februar 2006. Tilsynet med registrerede betalingssystemer blev også før lovændringen varetaget af Finanstilsynet. Hjemlen hertil fremgik imidlertid kun implicit af loven, hvorfor der blev fundet behov for en præcisering af hjemmelsgrundlaget i stk. 1. Da de registrerede betalingssystemer, som Nationalbanken finder har væsentlig betydning for betalingsafviklingen, fremover vil være omfattet af Nationalbankens overvågning, blev disse systemer udtaget fra opregningen i bestemmelsen og indføjet i et nyt stk. 2, der angiver, at Nationalbanken overvåger betalingssystemer, som Nationalbanken finder, har væsentlig betydning for betalingsafviklingen, jf. *FT 2005-06, till. A*, s. 1272.

»Autoriseret« blev fjernet i relation til pengemarkedsmæglere ved lov 414 af 26. juni 1998, og lov 604 af 24. juni 2005 indsatte en henvisning til alternative markedspladser.

Forarbejderne til hovedloven bemærker, at bestemmelsen skal ses som et supplement til Finanstilsynets tilsynskompetence. Af hensyn til de nævnte aktørers mulighed for at drive virksomhed på et effektivt og betryggende forretningsgrundlag, skal aktørerne hurtigt kunne tilpasse sig skiftende markedsforhold, idet det først og fremmest er et ledelsesansvar, at reglerne overholdes. På den anden side skal Finanstilsynet have mulighed for at gribe ind, når de nævnte virksomheders regler, forretningsgange, kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger ikke er betryggende og i overensstemmelse med loven og bestemmelser fastsat i medfør heraf, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2025-2026.

Finanstilsynet *fører tilsyn med* værdipapirhandleres, fondsbørsers, clearingcentralers, værdipapircentralers, kontoførende institutters, autoriserede markedspladsers, pengemarkedsmægleres og værdipapirmægleres virksomhed, herunder at deres regler, forretningsgange,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger, også vedrørende anvendelsen af edb, er *betryggende og i overensstemmelse med VHL* og bestemmelser fastsat i medfør heraf.

Til § 86, stk. 2: Overvågning af betalingssystemer
Bestemmelsen blev indført ved lov 116 af 27. februar 2006.

Til § 86, stk. 3: Liste over betalingssystemer
Bestemmelsen, der blev indført ved lov 116 af 27. februar 2006 fastslår, at Finanstilsynet skal offentliggøre en liste over de systemer, der er omfattet af Danmarks Nationalbanks tilsyn efter stk. 2.

§ 87 **[Udlevering af oplysninger]** Finanstilsynet kan pålægge bestyrelse, direktion og revision for værdipapirhandlere, fondsbørser, clearingcentraler, værdipapircentraler, kontoførende institutter, autoriserede markedspladser, alternative markedspladser, pengemarkedsmæglere, værdipapirmæglere, registrerede betalingssystemer og udstedere at give de oplysninger, der er nødvendige for Finanstilsynets virksomhed.

Stk. 2. Finanstilsynet kan kræve alle oplysninger, herunder regnskaber, regnskabsmaterialer, udskrift af bøger, andre forretningspapirer, båndoptagelser og lignende i forbindelse med indgåelse af aftaler om transaktioner og elektronisk lagrede data, som skønnes nødvendige for Finanstilsynets virksomhed eller til afgørelse af, om en fysisk eller juridisk person er omfattet af lovens bestemmelser.

Stk. 3. Finanstilsynet kan pålægge de i stk. 1 nævnte selskaber at indberette visse oplysninger i elektronisk form.

Stk. 4. Finanstilsynet kan indhente oplysninger herunder i elektronisk form fra offentlige myndigheder.

Stk. 5. Finanstilsynet kan til enhver tid mod behørig legitimation og uden retskendelse aflægge kontrolbesøg på forretningsstedet for en værdipapirhandler, en fondsbørs, en clearingcentral, en værdipapircentral, et kontoførende institut, en autoriseret markedsplads, en alternativ markedsplads, et registreret betalingssystem, en pengemarkedsmægler samt en værdipapirmægler.

Stk. 6. Finanstilsynet kan indhente oplysninger efter stk. 1-5 til brug for de i § 84 a, stk. 5, nr. 13-15, nævnte myndigheder.

Stk. 7. Beføjelser efter stk. 1-6 udøves af Danmarks Nationalbank, når der er tale om et registreret betalingssystem omfattet af § 57 a, stk. 7.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 87, stk. 1: Ledelsens m.fl.s oplysningspligt over for Finanstilsynet

Bestemmelsen er ændret en del gange. Ved blandt andet lov 414 af 26. juni 1998 udgik »autoriseret« i relation til pengemarkedsmæglere, lov 283 af 26. april 2000 indsatte henvisningen til betalingssystemer, lov 453 af 10. juni 2003 præciserede, at bestemmelsen kun angår registrerede betalingssystemer, og lov 604 af 24. juni 2005 indsatte en henvisning til alternative markedspladser.

Til § 87, stk. 2: De dokumenter mv., der kan kræves

Bestemmelsen blev ændret ved lov 250 af 27. april 1999. Bestemmelsen blev præciseret, så Finanstilsynets adgang til at indhente oplysninger f.eks. også omfatter optagelser på lydbånd og lignende, herunder elektronisk lagret kommunikation. Baggrunden for præciseringen skal søges i, at det i praksis har vist sig, at Finanstilsynets tilsyn med overholdelse af lovens forbud mod misbrug af intern viden og kursmanipulation i vidt omfang er afhængigt også af sådanne oplysninger, hvorfor det fandtes hensigtsmæssigt at foretage en specificering heraf i selve loven, jf. *FT 1998-99, till. A*, s. 3464. Også sager om manglende overholdelse af VHL § 29 og VHL kapitel 8 er relevante for denne bestemmelse.

Bestemmelsen giver Finanstilsynet mulighed for med hjemmel i loven at indhente oplysninger fra andre fysiske eller juridiske personer end nævnt i stk. 1.

Til § 87, stk. 4: Indberetning i elektronisk form

Bestemmelsen viderefører den tidligere FBL § 35 a, stk. 2.

Til § 87, stk. 5: Indhentelse af oplysninger i elektronisk form fra myndigheder

Stk. 5 giver hjemmel til, at ransagning kan foretages uden retskendelse på forretningsstedet.

Til § 87, stk. 6: Indhentelse af oplysninger til andre myndigheder

Stk. 6 blev indført ved lov 491 af 9. juni 2004 og henvisningen til alternative markedspladser ved lov 604 af 24. juni 2005.

Finanstilsynet har en generel beføjelse til at indhente oplysninger til brug for tilsynets virksomhed, herunder dets forpligtelse til internationalt samarbejde med udenlandske myndigheder. ?>Bestemmel-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

sen svarer til lov om finansiel virksomhed § 347, stk. 5. Årsagen til denne generelle informationsindhentningsbeføjelse er den stigende internationalisering af værdipapirmarkederne, som medfører et større behov for samarbejde mellem de forskellige nationale kontrolmyndigheder på flere områder. Desuden findes der bestemmelser om udveksling af oplysninger mellem kontrolmyndighederne i en række af de direktiver, der ligger til grund for VHLs bestemmelser. Endelig er der indenfor rammerne af de internationale sammenslutninger af kontrolmyndigheder CESR og IOSCO indgået aftaler om udveksling af oplysninger, som Danmark har tiltrådt.

Adgangen for Finanstilsynet til at gå på kontrolbesøg til brug for udenlandske kontrolmyndigheder er begrænset til kontrolbesøg på forretningsstedet for en værdipapirhandler, en fondsbørs, en clearingcentral, en værdipapircentral, et kontoførende institut, en autoriseret markedsplads, et betalingssystem, en pengemarkedsmægler eller en værdipapirmægler.

Til § 87, stk. 7: Nationalbanken overvåger visse vigtige betalingssystemer

Stk. 7 blev indført ved lov 116 af 27. februar 2006. På baggrund af de ændringer, der med ændringsloven blev foretaget i VHL, hvorefter Nationalbanken overvåger de registrerede betalingssystemer, som Nationalbanken finder har væsentlig betydning for betalingsafviklingen, blev Nationalbanken givet de i bestemmelsen nævnte beføjelser, jf. *FT 2005-06, till. A*, s. 1272.

§ 88 **[Afgørelser kan indbringes for Erhvervsankenævnet]** Afgørelser truffet af Finanstilsynet i henhold til denne lov eller efter regler udstedt i medfør af loven kan indbringes for Erhvervsankenævnet senest 4 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende. Bestemmelsen i 1. pkt. omfatter ikke afgørelser efter stk. 3 eller § 87. Bestemmelserne i dette stykke finder tillige anvendelse på afgørelser truffet af Fondsrådet som led i rådets kontrol efter § 83, stk. 2, og § 83 b, stk. 2-4, samt på afgørelser truffet af Danmarks Nationalbank efter § 57 a, stk. 7.

Stk. 2. Stk. 1 finder tillige anvendelse på afgørelser truffet af virksomheder, der udøver beføjelser på Finanstilsynets vegne.

Stk. 3. Fondsbørsers, autoriserede markedspladsers, alternative markedspladsers, clearingcentralers eller værdipapircentralers afgørelser truffet i henhold til denne lov eller regler udstedt

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

i medfør af loven samt de nævnte virksomheders afgørelser i sager af vidtrækkende eller principiel betydning truffet i henhold til egne regelsæt kan indbringes for Finanstilsynet senest 4 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende. Indbringelsen kan tillægges opsættende virkning.

Stk. 4. Erhvervsankenævnets afgørelser og afgørelser, Finanstilsynet træffer efter stk. 3, kan ved et sagsanlæg senest 8 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende, indbringes for domstolene.

Stk. 5. Afgørelser vedrørende registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder i en værdipapircentral truffet af en værdipapircentral og afgørelser truffet af Klagenævnet for Værdipapircentraler er ikke omfattet af stk. 1-4.

Til § 88, stk. 1: Rekurs over Finanstilsynet til Erhvervsankenævnet

Bestemmelsen blev omformuleret ved lov 427 af 6. juni 2002, og ved lov 491 af 9. juni 2004 overtog Finanstilsynet Fondsrådets kompetence. Ved samme lovændring blev der tilføjet et nyt 3. pkt. Bestemmelsen er ligeledes ændret ved lov 116 af 27. februar 2006, hvorved der er tilføjet afgørelser truffet af Nationalbanken.

Afgørelser truffet af Finanstilsynet i henhold til VHL eller efter regler udstedt i medfør af loven kan indbringes for Erhvervsankenævnet senest 4 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende, jf. VHL § 88, stk. 1, 1. pkt.

Klagemuligheden i § 88, stk. 1, 1. pkt., *omfatter dog ikke*

– afgørelser efter VHL § 88, stk. 3, dvs. hvor Finanstilsynet har truffet afgørelsen i sin egenskab af rekursinstans, eller
– afgørelser efter VHL § 87, dvs. Finanstilsynets pålæg til selskaber, bestyrelsesmedlemmer mv. om at afgive oplysninger.

Klagemuligheden til nævnet omfatter **også afgørelser truffet af Fondsrådet** som led i rådets kontrol efter VHL § 83, stk. 2, og efter § 83 b, stk. 2-4, dvs. i forbindelse med rådets kontrol af finansiel information i regnskaber mv., jf. § 88, stk. 1, 2. pkt. Afgørelsen om, hvem der udvælges til kontrol efter § 83 b, stk. 1 eller 5, kan ikke ankes. Hvis anke var tilladt, ville de omfattede virksomheder have mulighed for at undslå sig en effektiv kontrol.

Fondsrådets kontrol af finansielle virksomheder efter § 83 b, stk. 6 er heller ikke omfattet af muligheden for anke, idet Fondsrådets kontrol efter denne bestemmelse ikke nødvendigvis følger fremgangsmå-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

den i stk. 2-4. Det er endvidere ikke muligt at anke Fondsrådets pålæg efter § 87 om bl.a. udlevering af oplysninger til brug for Fondsrådets kontrol med overholdelsen af regler for finansiel information i års- og delårsrapporter. Muligheden for indbringelse af Nationalbankens afgørelser vedrører kun afgørelser i forbindelse med registreringen og dennes opretholdelse og ikke Nationalbankens generelle overvågning.

Til § 88, stk. 2: Også rekurs over virksomheder, der udøver delegerede beføjelser

Klagemuligheden til nævnet omfatter også **afgørelser truffet af virksomheder**, der udøver beføjelser på Finanstilsynets vegne, jf. VHL § 88, stk. 2. Bestemmelsen blev indsat ved lov 427 af 6. juni 2002, som konsekvens af at fondsbørser og autoriserede markedspladser kunne få tillagt kompetence ved delegation, og hvorved de oprindelige stk. 2-4 blev stk. 3-5.

Til § 88, stk. 3: Rekurs over fondsbørser mv.

Der blev ved lov 604 af 24. juni 2005 indsat en henvisning til alternative markedspladser.

Endelig er Finanstilsynet i et vist omfang **rekursinstans** for fondsbørsers, autoriserede markedspladsers, alternative markedspladsers, clearingcentralers og værdipapircentralers afgørelser, jf. VHL § 88, stk. 3. Dette gælder de nævnte virksomheders

– afgørelser truffet i henhold til VHL eller regler udstedt i medfør af loven, og
– afgørelser i sager af *vidtrækkende* eller *principiel* betydning truffet i henhold til egne regelsæt.

Ved *vidtrækkende* eller *principiel* forstås eksempelvis (i) afslag på en ansøgning om tilslutning til en fondsbørs eller clearingcentral, (ii) ophævelse af medlemskabet på en fondsbørs, (iii) en afvisning af at optage et værdipapir til notering på en fondsbørs, (iv) manglende godkendelse af et prospekt i forbindelse med en notering, eller (v) en beslutning om, at et værdipapir skal slettes fra notering. Det er væsentligt i denne sammenhæng at bemærke, at hvis området ikke falder ind under de områder, som Finanstilsynet har uddelegeret til eksempelvis Københavns Fondsbørs, er Finanstilsynets kompetence ikke betinget af, at afgørelserne er truffet i sager af vidtrækkende eller principiel betydning.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Afgørelsen skal i så fald indbringes for Finanstilsynet senest *4 uger* efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende. Indbringelsen *kan* tillægges *opsættende virkning*.

Såfremt afgørelser truffet af en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, en alternativ markedsplads, en clearingcentral eller en værdipapircentral (i sager af vidtrækkende karakter) indbringes for Finanstilsynet som 2. instans, jf. § 88, stk. 3, er næste prøvelsesmulighed domstolene, jf. VHL § 88, stk. 4. Søgsmålsfristen er 8 uger efter afgørelsens meddelelse til den pågældende.

Bestemmelsen blev udvidet til også at omfatte afgørelser truffet efter loven og de tilknyttede regelsæt ved lov 491 af 9. juni 2004. Henvisningen til, at markedsaktøren har truffet sin egen afgørelse i henhold til egne regler blev indsat ved lov 427 af 6. juni 2002.

Til § 88, stk. 4: Domstolsprøvelse

Erhvervsankenævnets afgørelser – og afgørelser, som Finanstilsynet træffer som rekursinstans efter § 88, stk. 3 – kan ved et sagsanlæg senest 8 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende, indbringes for **domstolene**, jf. VHL § 88, stk. 4.

Til § 88, stk. 5: Særlige regler om klager over værdipapircentraler

Bestemmelsen præciserer, at afgørelser omfattet af Klagenævnet for Værdipapircentralers kompetence, jf. VHL § 77, stk. 1, kun kan indbringes for dette. En indbringelse for domstolene er heller ikke mulig, jf. VHL § 79, stk. 2. Endvidere angiver stk. 5, at Klagenævnets egne afgørelser heller ikke er omfattet af VHL § 88 og dermed hverken kan indbringes for Finanstilsynet eller erhvervsankenævnet.

§ 89

[Oplysninger til statistiske formål] Finanstilsynet kan fastsætte regler om, at værdipapirhandlere, fondsbørser, clearingcentraler, værdipapircentraler, kontoførende institutter, autoriserede markedspladser, alternative markedspladser, registrerede betalingssystemer, pengemarkedsmæglere og værdipapirmæglere skal udarbejde oplysninger til brug for offentligheden til statistiske formål.

Stk. 2. Danmarks Statistik kan tillige fastsætte regler som nævnt i stk. 1.

Stk. 3. Offentlige myndigheder og institutioner, der udsender statistik, som kan have en mærkbar indvirkning på de finansielle markeder, skal udsende statistikken på en måde, der er gennemsigtig, og som sikrer alle en lige adgang til oplysningerne.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 89, stk. 1: Oplysningspligt til statistiske formål

Ved lov 414 af 26. juni 1998 blev »autoriserede« slettet i relation til pengemarkedsmæglere. Ved lov 283 af 26. april 2000 blev der indsat en henvisning til »betalingssystemer«, ved lov 453 af 10. juni 2003 blev det præciseret til »registrerede« betalingssystemer, og ved lov 604 af 24. juni 2005 blev der indsat en henvisning til alternative markedspladser.

Til § 89, stk. 2: Nærmere regler fra Danmarks Statistik

I henhold til denne bestemmelse kan Danmarks Statistik også indhente oplysninger som nævnt i stk. 1 med henblik på udarbejdelse af statistik. For at sikre at de af stk. 1 og 2 omfattede selskaber og institutioner ikke skal indberette de samme oplysninger til to forskellige myndigheder, forudsættes indhentelse af disse oplysninger koordineret. De to myndigheder varetager forskellige opgaver og har derfor forskellige interesser med hensyn til indhentelse af oplysninger til statistiske formål, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2027.

Til § 89, stk. 3: Statistikker med indvirkning på finansielle markeder

§ 90 **(Ophævet).**

§ 91 **[Datatilsynet]** Datatilsynet fører tilsyn med, at der ikke sker overtrædelse af lov om behandling af personoplysninger, af bestemmelser, der er fastsat i medfør heraf, eller af § 60, stk. 2-4. Tilsynet påser herunder af egen drift eller efter klage fra en registreret, at en værdipapircentral anvendes i overensstemmelse med de nævnte love og bestemmelser.

Stk. 2. Tilsynet kan af en værdipapircentral eller af et kontoførende institut kræve enhver oplysning, der er af betydning for dets virksomhed, herunder til afgørelse af, om et forhold falder ind under denne lov eller lov om behandling af personoplysninger.

Stk. 3. For så vidt angår værdipapircentraler eller de kontoførende institutter, har tilsynets medlemmer og personale til enhver tid mod behørig legitimation uden retskendelse adgang til alle lokaler, hvorfra værdipapircentralernes registre administreres eller kan benyttes, samt til de lokaler, hvor registeret eller de tekniske hjælpemidler opbevares eller anvendes.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 4. Såfremt Datatilsynet finder, at en værdipapircentral eller et kontoførende institut ikke overholder § 60, stk. 2-4, meddeler tilsynet den pågældende central eller institut pålæg om de foranstaltninger, der skal foretages. Datatilsynets pålæg kan ikke indbringes for anden administrativ myndighed.

Til § 91, stk. 1: Datatilsynet fører tilsyn i relation til personoplysninger

Bestemmelsen viderefører principper fra den tidligere VPC-lov § 29. Ved lov 1327 af 20. december 2000 blev en række henvisninger ændret.

Til § 91, stk. 2: Indhentelse af oplysninger fra værdipapircentraler og kontoførende institutter

Bestemmelsen er inspireret af § 22, stk. 2 i lov om private registre, der har samme indhold.

Til § 91, stk. 3: Adgang uden retskendelse

Stk. 3 giver hjemmel til at foretage ransagning uden retskendelse i de i bestemmelsen nævnte lokaler.

Til § 91, stk. 4: Pålæg

Pålægget angår bestemmelserne om tavshedspligt vedrørende registrering i en værdipapircentral. *Jesper Lau Hansen* antager i Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, bind 2, 2. udg., s. 578, at det med støtte i forarbejderne til den tidligere VPC-lov kan antages, at det øvrige tilsyn ikke kan give et tilsvarende pålæg om disse forhold, idet VHL § 91 må antages for en historisk betinget gentagelse af de kompetencer, der tilkommer Datatilsynet efter lov om behandling af personoplysninger.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 27

Inddragelse af tilladelse

§ 92 **[Inddragelse af tilladelse]** Finanstilsynet kan inddrage tilladelsen til, at en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, en alternativ markedsplads, en autoriseret pengemarkedsmægler, en værdipapirmægler, en clearingcentral eller en værdipapircentral driver virksomhed

1. hvis virksomheden ikke påbegyndes inden 12 måneder efter tilladelsen er givet,
2. hvis virksomheden ikke udøves i en periode på over 6 måneder,
3. hvis en virksomhed groft eller gentagne gange tilsidesætter sine pligter efter denne lov eller pålæg i henhold til § 93, stk. 2, eller bestemmelser udstedt i medfør af loven eller
4. i de i § 9, stk. 1, nævnte tilfælde.

Stk. 2. Finder Finanstilsynet, at et kontoførende institut, der omfattes af § 62, stk. 1, nr. 2-7, og stk. 2-4, groft tilsidesætter sine forpligtelser eller pålæg meddelt efter denne lov, kan Finanstilsynet fratage det pågældende institut retten til at virke i henhold til § 62 og § 76, stk. 2.

Stk. 3. Opfylder en fondsbørs', en autoriseret markedsplads', en alternativ markedsplads', en clearingcentrals eller en værdipapircentrals ansvarlige kapital ikke kapitalkravet på tilladelsestidspunktet i henhold til § 8, stk. 2, nr. 2, kan Finanstilsynet enten fastsætte en frist til at bringe den ansvarlige kapital op på dette minimum eller straks inddrage tilladelsen. 1. pkt. finder tilsvarende anvendelse i de tilfælde, hvor en værdipapircentrals samlede kapitalberedskab ikke opfylder kravet i § 82, stk. 1.

Stk. 4. Har en pengemarkedsmægler eller en værdipapirmægler tabt en del af sin aktiekapital, kan Finanstilsynet enten fastsætte en frist til retablering af kapitalen eller straks inddrage tilladelsen.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 92, stk. 1: Inddragelse af tilladelse

Bestemmelsen svarer til den oprindelige BSL § 43, stk. 1 og er en følgelig konsekvens af VHL § 8 om tilladelse, idet manglende *efterfølgende* efterlevelse af kravene efter VHL § 8 medfører inddragelse.

Henvisningen til alternative markedspladser er indsat ved lov 604 af 24. juni 2005.

Henvisningen i nr. 3 blev ændret ved lov 283 af 26. april 2000 til at angå stk. 3 i § 93 som konsekvens af, at lov 475 af 10. juni 1997 havde indført et nyt stk. 2 i § 93, hvorfor det oprindelige stk. 2 blev til stk. 3. Det nye stk. 2 var en konsekvens af lov 475 af 10. juni 1997, der ændrede §§ 12-12 h og 14. Ved lov 453 af 10. juni 2003 er stk. 2 i § 93 ophævet og henvisningen i nr. 3 igen til § 93, stk. 2.

Jesper Lau Hansen bemærker i Værdipapirhandelsloven med kommentarer, 2005, bind 2, 2. udgave, s. 585, at inddragelse af tilladelse er en byrdefuld sanktion, og i mangel af klare holdepunkter for andet, kan det næppe antages, at pligten i andre regler, det vil sige regler udstedt af private aktører, f.eks. af Københavns Fondsbørs, DAMP eller VP, kan medføre inddragelse af tilladelse, selvom også disse regler kan siges at være udstedt i medfør af loven. Tilsyn og påtale af disse privatretlige regler må påhvile den enkelte § 7-virksomhed, som udstedte reglerne, og § 7-virksomheden kan tillige ophæve aftaler om medlemskab og tilslutning, såfremt deres regler og aftaler misligholdes væsentligt. Om end det næppe er et problem, der er særligt praktisk, synes Lau Hansens de lege ferenda betragtninger at være gangbare.

Henvisningen til § 9, stk. 1 i nr. 4 vedrører »fit and proper« kravet i henhold til denne bestemmelse.

Til § 92, stk. 2: Kontoførende institutter

Kontoførende institutter er nævnt særskilt, idet de typisk driver anden hovedvirksomhed og ikke har tilladelse efter VHL § 8.

Henvisning til VHL § 62, stk. 2, er ændret nogle gange, ved lov 250 af 27. april 1999 og ved lov 453 af 10. juni 2003 i forbindelse med indførelsen af VHL § 62, stk. 2 og 3. Bestemmelsen blev senest ændret ved lov 116 af 27. februar 2006 i forbindelse med ændringer i VHL § 62, hvorved der gives udenlandske clearingcentraler mulighed for at få godkendelse som kontoførende institut for en dansk værdipapircentral.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 92, stk. 3: Frist til atter at opfylde kapitalkravene

Ved lov 453 af 10. juni 2003 udgik henvisningen i denne bestemmelse til værdipapirmæglere og pengemarkedsmæglere, der i stedet behandles efter stk. 4, idet de ikke er undergivet krav om ansvarlig kapital efter VHL § 15.

Ved lov 604 af 24. juni 2005 indsattes en henvisning til alternative markedspladser.

Kapitalkravet på tilladelsestidspunktet er ikke nødvendigvis den aktiekapital, som § 7-virksomheden måtte have, hvis den f.eks. har valgt at have en højere kapital, men derimod det legale minimum som fastsat i VHL § 8, stk. 2, nr. 2 på tidspunktet for tilladelsens meddelelse. Dette legale minimum må ikke underskrides, så længe tilladelse haves.

Til § 92, stk. 4: Kapitaltab hos pengemarkedsmæglere og værdipapirmæglere

Inddragelse af tilladelsen kan foretages, såfremt det forekommer udsigtsløst at fastsætte en frist for tilvejebringelse af aktiekapitalen, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2027.

»Autoriserede« udgik i forbindelse med vedtagelsen af lov 414 af 26. juni 1998.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 28

Straffebestemmelser

§ 93 **[Bøde, pålæg, suspension, sletning og forældelse].** Overtrædelse af § 8, stk. 1, § 10, stk. 1, § 11, § 12, § 12 a, § 12 b, stk. 1-5 og 9, § 12 c, § 12 d, stk. 1, stk. 2, 1. pkt., og stk. 3, 5 og 6, § 14, stk. 1, 1. pkt., § 16, stk. 3 og 4, § 19, stk. 1, § 20, stk. 6, § 24, stk. 1, § 27, stk. 1, og stk. 2, 1. pkt., § 27 a, stk. 1 og stk. 2, 1. pkt., § 28, § 28 a, stk. 1, stk. 3, 4. pkt., stk. 5, 1. pkt., og stk. 7, § 28 b, stk. 1, § 28 c, § 29, stk. 1 og 2, § 31, stk. 1, § 32, stk. 1 og 2, § 33, stk. 1 og 3, § 37, stk. 1-5, stk. 6, 1. pkt., stk. 7, 1. pkt., og stk. 9, § 40, stk. 3, § 42, stk. 4 og 5, § 42 b, stk. 3, § 44, stk. 1 og 3, § 45, stk. 1, § 46, stk. 1, § 48, stk. 2, § 51, stk. 1, § 52, stk. 1, 2. pkt., § 60, stk. 1, 2. pkt., § 75, stk. 2, 2. pkt., og § 76, stk. 2, straffes med bøde. På samme måde straffes grov eller gentagen overtrædelse af § 18, stk. 1 og 2, § 23, stk. 7, § 41, stk. 1-3, § 49, § 52, stk. 1, 1. pkt., og § 60, stk. 1, 1. pkt. Med bøde straffes en finansiel virksomhed eller en finansiel holdingvirksomhed, der ikke efterkommer et påbud, der er givet i medfør af § 3, stk. 1, 2. pkt.

Stk. 2. Såfremt en fysisk eller juridisk person ikke opfylder sine forpligtelser efter denne lov eller bestemmelser fastsat i medfør heraf, kan Finanstilsynet give den pågældende pålæg om ændring af forholdet. Pålæg kan ligeledes gives til sammenslutninger af juridiske personer. Såfremt det skønnes hensigtsmæssigt, kan Finanstilsynet suspendere eller slette de berørte værdipapirer fra notering på en fondsbørs eller fra optagelse til handel på en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads. Beføjelser efter 1. og 2. pkt. udøves af Danmarks Nationalbank, når der er tale om et registreret betalingssystem omfattet af § 57 a, stk. 7. Den, der ikke efterlever et påbud fra Finanstilsynet henholdsvis Danmarks Nationalbank eller afgiver urigtige eller vildledende oplysninger til Finanstilsynet henholdsvis Danmarks Nationalbank, straffes med bøde, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter anden lovgivning.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 3. I forskrifter, der udstedes af økonomi- og erhvervsministeren, Finanstilsynet eller Erhvervs- og Selskabsstyrelsen i medfør af denne lov, kan der fastsættes straf af bøde for overtrædelse af bestemmelser i forskrifterne.

Stk. 4. Der kan pålægges selskaber m.v. (juridiske personer) strafansvar efter reglerne i straffelovens 5. kapitel.

Stk. 5. Forældelsesfristen for strafansvaret er 5 år.

Til § 93, stk. 1: Bødestraf

VHL § 93, stk. 1, *1. pkt.*, opregner en række af VHLs bestemmelser, hvis overtrædelse kan sanktioneres med bødestraf, såfremt en person ved simpel uagtsomhed har overtrådt en af disse, jf. STRFL § 19.

VHL § 93, stk. 1, *2. pkt.*, opregner nogle af VHLs bestemmelser, der alene sanktioneres med bødestraf, såfremt en person har gjort sig skyldig i grov eller gentagen overtrædelse heraf. Der skal således mere til at anse disse bestemmelser for overtrådt end efter 1. pkt.

VHL § 93, stk. 1, *3. pkt.*, fastlægger, at såfremt en finansiel virksomhed eller finansiel holdingvirksomhed ikke efterkommer et påbud om at berigtige et forhold, der strider mod god værdipapirhandelsskik i henhold til VHL § 3, stk. 1, vil dette udløse bødestraf.

Til § 93, stk. 2: Pålæg, suspension og sletning

VHL § 93, stk. 2, indeholder hjemmel for Finanstilsynet til at udstede henholdsvis pålæg og suspension.

Et *pålæg* er et mindre indgribende retsmiddel end en bøde. Ved et pålæg forstås normalt en ordre om, at modtageren heraf skal følge pålæggets indhold, fx ved at ophøre med, ændre eller påbegynde en aktivitet.

For at understøtte pålægget som retsmiddel, fastlægger VHL § 93, stk. 2, 4. pkt., at såfremt det ikke efterleves, eller der afgives urigtige eller vildledende oplysninger, vil dette udløse bødestraf.

I henhold til VHL § 93, stk. 2, *3. pkt.*, kan Finanstilsynet – såfremt det skønnes hensigtsmæssigt over for en udsteder af værdipapirer – suspendere eller slette de berørte værdipapirer fra notering eller handel på et reguleret marked (Københavns Fondsbørs eller Dansk AMP) eller en alternativ markedsplads (First North).

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 93, stk. 3: Straffehjemmel til Økonomi- og erhvervsministeren, Finanstilsynet og Erhvervs- og Selskabsstyrelsen

VHL § 93, stk. 3, knæsætter det vigtige princip om, at straf kræver hjemmel i lov.

I praksis er bestemmelsens selvstændige betydning, at Erhvervs- og Selskabsstyrelsen herved har hjemmel til at sanktionere bødestraf ved overtrædelser af storaktionærbekendtgørelsen (bkg. 728 af 11. juli 2005).

Til § 93, stk. 4: Bødestraf for juridiske personer

VHL § 93, stk. 4, bestemmer at juridiske personer, kan pålægges strafansvar efter reglerne i STRL kapitel 5.

Også kommuner og statslige myndigheder vil efter omstændighederne kunne ifalde straf for den del af deres virksomhed, der kan sidestilles med privat virksomhed (fx værdipapirhandel på myndighedens vegne), jf. STRFL § 26, stk. 1.

Ved meddelelse nr. 5/1999 (Meddelelse om valg af ansvarssubjekt i sager om virksomhedsansvar) har Rigsadvokaten udstedt nærmere retningslinier for, hvornår der skal rejses tiltalte mod virksomheden og/eller en fysisk person, der har handlet på vegne af virksomheden.

Til § 93, stk. 5: Forældelse (5 år)

VHL § 93, stk. 5, fastlægger, at strafansvaret for overtrædelse af VHL og/eller bekendtgørelser udstedt med hjemmel heri er undergivet en forældelsesfrist på 5 år. Før Børsreform II var forældelsesfristen kun 2 år. Forlængelsen heraf var grundet i en frygt for, at det ikke ville være muligt at efterforske og retsforfølge overtrædelser, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2027.

Af lovbemærkningerne fremgår, at beregningen af forældelsen følger principperne i STRFL § 94, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2027. Det betyder særligt, at forældelsesfristen beregnes fra datoen for den strafbare adfærds ophør, jf. STRFL § 94, stk. 1.

§ 94 **[Bøde eller fængselsstraf ved markedsmisbrug].** Overtrædelse af § 35, stk. 1, § 36 og § 39, stk. 1, straffes med bøde eller fængsel i indtil 1 år og 6 måneder. Er en overtrædelse af § 35, stk. 1, og § 39, stk. 1, forsætlig og af særlig grov beskaffenhed,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

eller er der begået et større antal forsætlige overtrædelser, kan straffen stige til fængsel i 4 år.

Stk. 2. Bestemmelsen i § 93, stk. 4, finder tilsvarende anvendelse.

Til § 94, stk. 1: Bøde eller fængselsstraf ved markedsmisbrug

VHL § 94, stk. 1, *1. pkt.*, fastlægger, at strafferammen for overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel og kursmanipulation samt forbuddet mod videregivelse af intern viden er bøde eller fængsel i indtil 1 år og 6 måneder.

VHL § 94, stk. 1, *2. pkt.*, fastlægger, at såfremt overtrædelsen af forbuddet mod insiderhandel og kursmanipulation (men altså ikke forbuddet mod videregivelse af intern viden) er (i) forsætlig og af særlig grov beskaffenhed, eller (ii) der er begået et større antal forsætlige overtrædelser, kan strafferamme stige op til fængsel i 4 år.

Lovbemærkningerne udtaler, at strafferammen er fastsat under hensyn til den betydelige gevinst, der kan opnås ved insiderhandel, at strafferammen i sig selv må antages at have en præventiv virkning, samt at strafferammen skal modsvare en række formueforbrydelser i STRFL, som forbuddene mod insiderhandel og kursmanipulation har betydelig lighed med (antageligvis STRFL §§ 279 og 296), jf. *FT 1990-91, till. A*, s. 1959 og *FT 1995-96, till. A*, s. 2027 f.

I *ISS-dommen* (*U.1997.1504.H*) udtalte Højesteret, at ubetinget frihedsstraf i almindelighed er påkrævet i tilfælde af insiderhandel for at modvirke denne form for kriminalitet. Højesteret valgte at anvende den selv samme formulering i *AGF-dommen* (*U.2001.578.H*), der domfældte den tiltalte for kursmanipulation.

Til § 94, stk. 2: Bødestraf for juridiske personer

VHL § 94, stk. 2, henviser til, at bestemmelsen i § 93, stk. 4, finder tilsvarende anvendelse.

VHL § 93, stk. 4, bestemmer, at juridiske personer kan pålægges strafansvar efter reglerne i STRL kapitel 5.

Også kommuner og statslige myndigheder vil efter omstændighederne kunne ifalde straf for den del af deres virksomhed, der kan sidestilles med privat virksomhed (fx værdipapirhandel på myndighedens vegne), jf. STRFL § 26, stk. 1.

Ved meddelelse nr. 5/1999 (Meddelelse om valg af ansvarssubjekt i sager om virksomhedsansvar) har Rigsadvokaten udstedt nærmere

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

retningslinier for, hvornår der skal rejses tiltalte mod virksomheden og/eller en fysisk person, der har handlet på vegne af virksomheden.

§ 95 **[Daglige eller ugentlige bøder].** Undlader en værdipapirhandlers, en fondsbørs', en clearingcentrals, en værdipapircentrals, et kontoførende instituts, en autoriseret markedsplads', en alternativ markedsplads', en pengemarkedsmæglers, en værdipapirmæglers, et registreret betalingssystems eller en udsteders direktion, bestyrelse eller revisor at efterkomme de pligter, der efter loven eller efter bestemmelser udstedt i medfør heraf påhviler dem eller pålægges dem af Finanstilsynet, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen eller, når der er tale om et registreret betalingssystem omfattet af § 57 a, stk. 7, Danmarks Nationalbank, kan Finanstilsynet, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen eller Danmarks Nationalbank som tvangsmiddel pålægge de pågældende daglige eller ugentlige bøder.

Stk. 2. Undlader en fysisk eller juridisk person at opfylde de pligter, som påhviler dem efter denne lov, kan Finanstilsynet, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen eller Danmarks Nationalbank som tvangsmiddel pålægge den fysiske eller juridiske person eller de for den juridiske person ansvarlige personer daglige eller ugentlige bøder.

Til § 95, stk. 1: Daglige eller ugentlige bøder til de finansielle aktører

VHL § 95, stk. 1, bestemmer, at såfremt de opregnede aktører på det finansielle marked ikke overholder (i) VHLs eller bekendtgørelsernes krav eller (ii) pålæg fra Finanstilsynet, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen eller Danmarks Nationalbank, kan sidstnævnte offentlige myndigheder pålægge disse daglige eller ugentlige bøder.

Til § 95, stk. 2: Daglige eller ugentlige bøder til øvrige aktører

VHL § 95, stk. 2, udgør residualkategorien til de opregnede aktører i VHL § 95, stk. 1, dvs. at den omfatter alle andre end de i stk. 1 nævnte aktører. Såfremt disse ikke overholder VHLs eller bekendtgørelsernes krav, kan Finanstilsynet, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen eller Danmarks Nationalbank pålægge disse daglige eller ugentlige bøder.

§ 96 **[Bøde eller fængsel ved overtrædelse af fortrolighedspligt m.v.].** Bestyrelsesmedlemmer, direktører, revisorer samt disses

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

suppleanter og ansatte i en fondsbørs, en clearingcentral, en værdipapircentral, en værdipapirmægler, en pengemarkedsmægler, et registreret betalingssystem, et kontoførende institut, en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads, som uberettiget videregiver eller udnytter fortrolige oplysninger, som de under udøvelsen af deres hverv har fået kendskab til, straffes med bøde, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter anden lovgivning.

Stk. 2. Giver personer, der er knyttet til en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, en alternativ markedsplads, en clearingcentral, en værdipapircentral, en pengemarkedsmægler, en værdipapirmægler, et registreret betalingssystem eller et kontoførende institut urigtige eller vildledende oplysninger om forhold vedrørende fondsbørsen, markedspladsen, clearingcentralen, værdipapircentralen, det registrerede betalingssystem, pengemarkedsmægleren, værdipapirmægleren eller det kontoførende institut til Finanstilsynet, Danmarks Nationalbank, Fondsrådet eller andre offentlige myndigheder, straffes den pågældende med bøde eller fængsel i indtil 4 måneder, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter anden lovgivning.

Til § 96, stk. 1: Bøde ved overtrædelse af fortrolighedspligt

VHL § 96, stk. 1, fastlægger, at (i) bestyrelsesmedlemmer, (ii) direktører, (iii) revisorer samt disses suppleanter og (iv) ansatte i § 7-virksomheder og kontoførende institutter straffes med bøde, såfremt de uberettiget videregiver eller udnytter fortrolige oplysninger, som de under udøvelsen af deres hverv har fået kendskab til.

Følgende krav skal være opfyldt for, at der vil være tale om en overtrædelse af VHL § 96, stk. 1:

- Der skal være tale om fortrolige oplysninger (dvs. at oplysningerne skal have en karakter, der betinger, at de hemmeligholdes, og oplysningerne må ikke være offentligt tilgængelige),
- der skal være sket en *uberettiget* videregivelse eller udnyttelse (dvs. at videregivelsen eller udnyttelsen ikke er betinget af legitime hensyn), og
- oplysningerne skal være modtaget i forbindelse med vedkommendes udøvelse af sit hverv.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 96, stk. 2: Bøde eller fængsel ved urigtige eller vildledende oplysninger

VHL § 96, stk. 2, fastlægger, at såfremt personer, der er knyttet til en § 7-virksomhed eller et kontoførende institut giver urigtige eller vildledende oplysninger om § 7-virksomheden eller det kontoførende institut, straffes vedkommende med bøde eller fængsel i indtil 4 måneder.

En oplysning er *urigtig*, når den ikke giver et korrekt billede af det faktiske forhold. Ved *vildledning* er de afgivne oplysninger derimod normalt korrekte, men via kombinationen med en fortielse påvirkes modtagerens vurdering af forholdet. Fælles for såvel den urigtige som vildledende oplysning er, at afsenderen udtaler sig mod bedre viden.

Det er væsentligt, at den urigtige eller vildledende oplysning skal vedrøre § 7-virksomheden eller det kontoførende institut.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 29

Omdannelsesbestemmelser

§ 97 **[Strukturvirksomheders omdannelse til aktieselskaber].** Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures kan omdannes til aktieselskaber efter reglerne i §§ 98-104.

Til § 97: Omdannelse af Fondsbørsen, Værdipapircentralen og Garantifonden til aktieselskaber

VHL § 97 bestemmer, at Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures kan omdannes til aktieselskaber efter reglerne i kapitlets følgende bestemmelser, der anvender principper, som vi kender fra aktieselskabsloven.

Eftersom Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures i dag er omdannet til aktieselskaber, er bestemmelserne i kapitel 29 mestendels af historisk interesse.

Bestemmelserne blev indført ved lov 1072 af 20. december 1995 i forbindelse med Børsreform II, der blandt andet havde til formål at privatisere de centrale strukturvirksomheder.

Ifølge kapitlets bestemmelser kan en omdannelse ske på følgende måder:

§ 98-modellen. Der etableres en erhvervsdrivende fond, som får overdraget aktier, der modsvarer værdien af fondens reserver på omdannelsestidspunktet.

§ 101-modellen. Fondens reserver indskydes som en bunden fondsreserve i et eller flere aktieselskaber.

§ 104-modellen. Denne model giver mulighed for at kombinere de to ovenstående modeller.

§ 98 **[§ 98-modellen].** Bestyrelsen i hver af de i § 97 nævnte fonde kan beslutte, at fonden opløses uden likvidation ved overdra-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

gelse af aktiver og gæld som helhed til et eller flere af fonden ejede eller oprettede aktieselskaber, der har tilladelse til at drive virksomhed efter lovens § 7, stk. 1, nr. 1, 5 eller 6. Samtidig overdrages aktier i hver af aktieselskaberne svarende til værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld til en nystiftet fond. Bestyrelserne i de nystiftede fonde kan med fondsmyndighedens samtykke beslutte, at fondene sammenlægges.

Stk. 2. Opløsning uden likvidation kan tillige ske ved overdragelse af fondens aktiver og gæld som helhed til et eller flere aktieselskaber, der har tilladelse til at drive virksomhed efter lovens § 7, stk. 1, nr. 1, 5 eller 6. Samtidig overdrages aktier i hver af disse aktieselskaber svarende til værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld til en nystiftet fond. Såfremt overdragelsen sker til et eller flere aktieselskaber, der er oprettet i medfør af stk. 1, kan bestyrelserne i de nystiftede fonde med fondsmyndighedens samtykke beslutte, at fondene sammenlægges.

Stk. 3. Omdannelse efter stk. 1 og 2 kan tillige ske ved, at aktierne i det eller de i stk. 1 og 2 nævnte aktieselskaber overdrages til den eksisterende fond, såfremt dette er i overensstemmelse med den eksisterende fonds vedtægter.

Stk. 4. Beslutning i henhold til stk. 1-3 træffes med det flertal, der i øvrigt kræves til væsentlige beslutninger. Aktionærerne i det eller de i stk. 2 omtalte aktieselskaber skal udarbejde en aktionæroverenskomst, der skal godkendes af økonomi- og erhvervsministeren.

Stk. 5. Den fortsættende fond i henhold til stk. 1, 2. og 3. pkt., stk. 2, 2. og 3. pkt., og stk. 3 anses for erhvervsdrivende efter lov om erhvervsdrivende fonde.

Til § 98: § 98-modellen

§ 98 indeholder de nærmere regler for en omdannelse, hvorefter der etableres en erhvervsdrivende fond, som får overdraget aktier, der modsvarer værdien af fondens reserver på omdannelsestidspunktet.

Københavns Fondsbørs' aktionæroverenskomst i henhold til *stk. 4*, indeholdt oprindeligt en bindingsperiode, inden for hvilken aktionærerne ikke måtte afhænde deres aktier i Københavns Fondsbørs A/S. Denne bindingsperiode er siden hen udløbet, og i dag ejes Københavns Fondsbørs A/S af den svenske OMX-gruppe.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 99 **[Omdannelse efter aktieselskabslovens regler].** Ved omdannelse efter § 98, stk. 1-3, finder aktieselskabslovens §§ 6 a- 6 c og § 33, stk. 1, sammenholdt med §§ 134-134 i eller § 136-136 i tilsvarende anvendelse med de nødvendige tilpasninger.

Stk. 2. Den i aktieselskabslovens § 134 b nævnte fælles regnskabsopstilling og åbningsbalance skal udarbejdes efter de regnskabsregler, der gælder for aktieselskaber, som driver den type virksomhed, som de nystiftede aktieselskaber påtænker at drive.

Stk. 3. Dokumenter, der ifølge aktieselskabsloven skal indsendes til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, indsendes tillige til Finanstilsynet.

Stk. 4. Finanstilsynet skal godkende omdannelsen efter § 98, stk. 1-3.

Til § 99: Omdannelse efter aktieselskabslovens regler

I henhold til VHL § 99 skal en omdannelse ske efter reglerne herom i aktieselskabsloven med de nødvendige tilpasninger.

§ 100 **[Bestyrelsen i den fortsættende fond].** Den fortsættende fond, jf. § 98, stk. 1-3, ledes af en bestyrelse på mindst 5 medlemmer.

Stk. 2. Et flertal af medlemmerne udpeges af aktieselskabets bestyrelse blandt bestyrelsens medlemmer.

Stk. 3. Erhverver fonden i forbindelse med omdannelsen aktier i mere end ét aktieselskab omdannet efter § 98, finder stk. 2 ikke anvendelse.

Til § 100: Bestyrelsen i den fortsættende fond

VHL § 100, indeholder nærmere krav til udpegelse af bestyrelsens medlemmer samt størrelsen herpå.

§ 101 **[§ 101-modellen].** Bestyrelserne i hver af de i § 97 nævnte fonde kan ligeledes beslutte, at fonden eller fondene opløses uden likvidation ved overdragelse af aktiver og passiver som helhed til et eller flere af fonden eller fondene ejede eller oprettede aktieselskaber, der har tilladelse til at drive virksomhed efter lovens § 7, stk. 1, nr. 1, 5 eller 6. De overdragne aktivers værdi skal i hvert aktieselskab svare til eller overstige værdien af den overdragne gæld. I hvert aktieselskab oprettes en bunden fondsreserve svarende til værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld, jf. §§ 102 og 103.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 2. Opløsning uden likvidation kan tillige ske ved overdragelse af fondens aktiver og passiver som helhed til et eller flere aktieselskaber, der har tilladelse til at drive virksomhed efter lovens § 7, stk. 1, nr. 1, 5 eller 6. De overdragne aktivers værdi skal i hvert aktieselskab svare til eller overstige værdien af den overdragne gæld. I hvert aktieselskab oprettes en bunden fondsreserve svarende til værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld, eller, såfremt der i forvejen består en sådan bunden fondsreserve i aktieselskabet, forøges denne med værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld, jf. §§ 102 og 103.

Stk. 3. § 98, stk. 4, og § 99 finder tilsvarende anvendelse ved omdannelse efter stk. 1 og 2.

Til § 101: § 101-modellen

§ 101 indeholder de nærmere regler for en omdannelse, hvorefter fondens reserver indskydes som en bunden fondsreserve i et eller flere aktieselskaber.

§ 102

[Krav vedrørende fondsreserven]. Den bundne fondsreserve kan bruges til dækning af underskud, der ikke dækkes af beløb, der kan anvendes til udbytte i aktieselskabet.

Stk. 2. I tilfælde af aktieselskabets ophør kan udlodning til aktionærerne kun finde sted, når forpligtelserne efter stk. 4 er opfyldt.

Stk. 3. Ved overdragelse af aktieselskabets aktiver og passiver til et eller flere aktieselskaber, der driver virksomhed efter lovens § 7, stk. 1, nr. 1, 5 eller 6, overtager det fortsættende selskab fondsreserven på de samme vilkår, som var gældende indtil overdragelsen.

Stk. 4. Der fastsættes i omdannelsesbeslutningen efter § 101, stk. 1 eller 2, nærmere regler for anvendelse af fondsreserven i tilfælde af selskabets ophør. Fondsreserven skal, afhængig af hvorvidt aktieselskabet har tilladelse til at drive virksomhed efter § 7, stk. 1, nr. 1, 5 eller 6, anvendes til formål, som vedrører henholdsvis børsvirksomhed, clearingvirksomhed eller registreringsvirksomhed.

Til § 102: Krav vedrørende den bundne fondsreserve

VHL § 102 indeholder nærmere krav vedrørende den bundne fondsreserve.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Ifølge lovbemærkningerne, kan den bundne fondsreserve ikke benyttes til udbytte, men derimod til dækning af underskud, såfremt de frie reserver ikke slår til. Det betyder, at den bundne fondsreserve hæfter forud for aktiekapital og overkursfond efter AL § 111, stk. 2, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2030.

Såfremt aktieselskabet opløses eller går konkurs, skal den bundne fondsreserve udloddes til lignende eller samme formål, som den hidtil har været anvendt til – dvs. støtte af aktieselskaber, der driver børs-, clearing- eller registreringsvirksomhed, jf. *FT 1995-96, till. A*, s. 2030.

§ 103 **[Henlæggelseskrav].** Der skal henlægges 10 pct. af årets overskud, der ikke medgår til dækning af underskud fra tidligere år, til fondsreserven. Henlæggelsen kan dog ikke overstige den forrentning af fondsreserven, der svarer til den af skatteministeren fastsatte mindsterente med fradrag af en forholdsmæssig andel af årets selskabsskat.

Til § 103: Henlæggelseskrav

VHL § 103 fastlægger, at der som udgangspunkt gælder et 10 %'s hensættelseskrav af årets overskud til den bunde fondsreserve.

§ 104 **[§ 104-modellen].** Bestyrelsen i hver af de i § 97 nævnte fonde kan ligeledes beslutte, at omdannelsen skal ske ved kombination af de i §§ 98 og 101 beskrevne omdannelser. Fonden eller fondene overdrager aktiver og gæld som helhed til et eller flere aktieselskaber, jf. § 98, stk. 1 og 2, og § 101, stk. 1 og 2. I hvert aktieselskab oprettes en bunden fondsreserve, jf. §§ 102 og 103. Samtidig overdrages aktier i hvert af aktieselskaberne svarende til værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld og efter fradrag af den bundne fondsreserve til en fond, jf. § 98, stk. 1-3, der anses som erhvervsdrivende efter lov om erhvervsdrivende fonde.

Stk. 2. §§ 98-103 finder med de nødvendige tilpasninger anvendelse på omdannelsen efter stk. 1.

Til § 104: § 104-modellen

VHL § 104 indeholder muligheden for og kravene til at kombinere § 98- og § 101-modellen ved en omdannelse.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 30

Ændring af andre love

§ 105 **[Ændringer i selskabsskatteloven].** I lov om indkomstbeskatning af aktieselskaber m.v. (selskabsskatteloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 769 af 19. september 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 1, stk. 1, indsættes efter nr. 2 b som nyt nummer:

»2 c) Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures,«.

2. § 3, stk. 1, nr. 18, affattes således:

»18) Københavns Fondsbørs. Fritagelsen gælder dog kun for indtægt ved institutionens almindelige statutmæssige virksomhed, men ikke for indtægt ved drift, udlejning, bortforpagtning af fast ejendom eller ved anden erhvervsmæssig virksomhed. Fritagelsen gælder endvidere for omdannelse til et aktieselskab efter §§ 98-104 i lov om værdipapirhandel.«

3. § 3, stk. 1, nr. 12 og 18 , ophæves.

4. I § 9, stk. 1, 1. pkt., ændres »De i § 1, stk. 1, nr. 6, § 2, stk. 1, litra a), b) og f), og § 3, stk. 1, nr. 18,« til: »De i § 1, stk. 1, nr. 6, og § 2, stk. 1, litra a, b og f,«.

5. I § 13, stk. 1, nr. 2, 1. pkt., ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1, 2, 2 a, 2 b, 3 a, 4, 5 og 5 b,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c, og 3 a-5 og 5 b,«.

6. I § 17, stk. 1, ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-6,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-6,«.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

7. I § 17, stk. 2, ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b, og 3 a-5 og 5 b,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c, og 3 a-5 og 5 b,«.

8. I § 32, stk. 1, 1. pkt., ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1, 2, 2 a, 2 b,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1, 2, 2 a, 2 b, 2 c,«.

9. I § 35 J indsættes som stk. 5:

»*Stk. 5* Stk. 1 finder tilsvarende anvendelse på Garantifonden for Danske Optioner og Futures ved overgang fra og med indkomståret 1997 til beskatning efter § 1, stk. 1, nr. 2 c, fra beskatning efter § 1, stk. 1, nr. 6.«

10. I § 35 K, stk. 1, ændres i 1. pkt. »gælder 2.-11. pkt.« til: »gælder 2.-12. pkt.«, og efter 6. pkt. indsættes: »Valget skal træffes for samtlige aktier under ét.«

11. I § 35 K, stk. 2, ændres »aktieavancebeskatningslovens § 6, stk. 6,« til: »aktieavancebeskatningslovens § 6, stk. 5,«.

12. I § 35 K indsættes som stk. 7:

»*Stk. 7.* Reglerne i stk. 1-4 finder tilsvarende anvendelse på Garantifonden for Danske Optioner og Futures ved overgang fra og med indkomståret 1997 til beskatning efter § 1, stk. 1, nr. 2 c, fra beskatning efter § 1, stk. 1, nr. 6.«

13. Efter § 35 M indsættes:

»**§ 35 N.** For Københavns Fondsbørs og Værdipapircentralen finder overgangsbestemmelserne i fondsbeskatningslovens §§ 16-19 og selskabsskattelovens § 35 K, stk. 1-4, tilsvarende anvendelse ved overgang fra og med indkomståret 1997 til beskatning efter § 1, stk. 1, nr. 2 c.

Til § 105: Ændringer i selskabsskatteloven

De ændringer i en række andre love, der opregnes i kapitel 30, stammer tilbage fra Børsreform II i 1995, jf. den oprindelige lov 1072 af 20.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

december 1995. Da ændringerne alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

§ 106 **[Ændringer i kursgevinstloven].** I lov om skattemæssig behandling af gevinst og tab på fordringer, gæld og finansielle kontrakter (kursgevinstloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 597 af 10. juli 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 2 ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-6,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-6,«.

2. § 3, stk. 1, affattes således:

»Personer og dødsboer, der er skattepligtige efter kildeskattelovens § 1 eller § 2, stk. 1, litra d, skal medregne gevinst og tab på fordringer, som omfattes af § 1, ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst, hvis de udøver næring ved køb og salg af fordringer eller driver næringsvirksomhed ved finansiering.«

Til § 106: Ændringer i kursgevinstloven

De ændringer i en række andre love, der opregnes i kapitel 30, stammer tilbage fra Børsreform II i 1995, jf. den oprindelige lov 1072 af 20. december 1995. Da ændringerne alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

§ 107 **[Ændringer i ligningsloven].** I lov om påligningen af indkomst- og formueskat til staten (ligningsloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 869 af 15. november 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 8 G, stk. 1 og 2 , ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-6,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-6,«.

2. I § 8 H, stk. 1, ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-6,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-6,«.

Til § 107: Ændringer i ligningsloven

De ændringer i en række andre love, der opregnes i kapitel 30, stammer tilbage fra Børsreform II i 1995, jf. den oprindelige lov 1072 af 20. december 1995. Da ændringerne alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 108 **[Ændringer i aktieavancebeskatningsloven].** I lov om beskatning af fortjeneste ved afståelse af aktier m.v. (aktieavancebeskatningsloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 620 af 19. juli 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 2, stk. 3, ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-5 b,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-5 b,«.

2. I § 2 d, stk. 2, ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-5 b,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-5 b,«.

3. I § 4, stk. 2, 2. pkt., ændres »fondsbørs godkendt af Finanstilsynet i medfør af § 40 i lov om Københavns Fondsbørs, jf. lovbekendtgørelse nr. 26 af 15. januar 1992.« til: »dansk fondsbørs eller på en udenlandsk fondsbørs godkendt af Finanstilsynet i medfør af § 16, stk. 1, nr. 2 eller 3, i lov om værdipapirhandel m.v. eller anerkendt i medfør af § 16, stk. 1, nr. 4, i lov om værdipapirhandel m.v.«

4. I § 4, stk. 6, ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-5 b,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-5 b,«.

Til § 108: *Ændringer i aktieavancebeskatningsloven*

De ændringer i en række andre love, der opregnes i kapitel 30, stammer tilbage fra Børsreform II i 1995, jf. den oprindelige lov 1072 af 20. december 1995. Da ændringerne alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

§ 109 **[Ændringer i konkursskatteloven].** I konkursskatteloven, jf. lovbekendtgørelse nr. 725 af 4. september 1995, foretages følgende ændring:

I § 2 ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-6« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-6«.

Til § 109: *Ændringer i konkursskatteloven*

De ændringer i en række andre love, der opregnes i kapitel 30, stammer tilbage fra Børsreform II i 1995, jf. den oprindelige lov 1072 af 20. december 1995. Da ændringerne alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 110 **[Ændringer i investeringsforeningsbeskatningsloven].** I lov om beskatning af medlemmer af investeringsforeninger, jf. lovbekendtgørelse nr. 770 af 19. september 1995, foretages følgende ændring:

I § 3, stk. 6 og 7 , ændres »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-5 b,« til: »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-5 b,«.

Til § 110: Ændringer i investeringsforeningsbeskatningsloven

De ændringer i en række andre love, der opregnes i kapitel 30, stammer tilbage fra Børsreform II i 1995, jf. den oprindelige lov 1072 af 20. december 1995. Da ændringerne alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

§ 111 **[Ændringer i skattekontrolloven].** I skattekontrolloven, jf. lovbekendtgørelse nr. 498 af 21. juni 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 10 A, stk. 1, 1. pkt., ændres »Værdipapircentralen« til: »værdipapircentraler«.

2. I § 11 A, stk. 2, 2. pkt., og § 11 B, stk. 2, 2. pkt. , ændres »børsmæglerselskaber« til: »værdipapirhandlere«.

3. I § 11 B, stk. 1, 1. pkt., ændres »Værdipapircentralen« til: »en værdipapircentral her i landet«.

Til § 111: Ændringer i skattekontrolloven

De ændringer i en række andre love, der opregnes i kapitel 30, stammer tilbage fra Børsreform II i 1995, jf. den oprindelige lov 1072 af 20. december 1995. Da ændringerne alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

§ 112 **[Ændringer i fusionsskatteloven].** I lov om fusion, spaltning og tilførsel af aktiver m.v. (fusionsskatteloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 621 af 19. juli 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 14 a indsættes efter stk. 2 som nyt stykke:

»*Stk. 3.* En bunden sparekassereserve som nævnt i § 52 h i lov om banker og sparekasser m.v., der tilføres det modtagende ak-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

tieselskab, medregnes ikke ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst for det modtagende selskab.«

Stk. 3 og 4 bliver herefter stk. 4 og 5.

2. Efter § 14 g indsættes i kapitel 2:

»**§ 14 h.** Ved omdannelse af Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures, jf. selskabsskattelovens § 1, stk. 1, nr. 2 c, til aktieselskaber i henhold til kapitel 29 i lov om værdipapirhandel m.v., finder bestemmelserne i § 5, § 6, stk. 1, 3, 4 og 6, § 7, § 8 og § 10, stk. 2, tilsvarende anvendelse, jf. dog 3. pkt. Såfremt overdragelsen sker til flere aktieselskaber, kan et modtagende selskab alene overtage den del af den indskydende fonds skattemæssige afskrivninger, nedskrivninger og henlæggelser, der vedrører de overtagne aktiver. § 15 b, stk. 3, finder tilsvarende anvendelse.

Stk. 2. Underskud fra tidligere indkomstår kan uanset § 8, stk. 6, bringes til fradrag i det modtagende selskabs indkomstopgørelse efter ligningslovens § 15, hvis fondens aktiver og gæld som helhed overdrages til et af fonden ejet eller oprettet aktieselskab, hvori fonden på tidspunktet for overdragelsen ejer hele aktiekapitalen. Det er en betingelse, at aktieselskabet ikke tidligere har drevet erhvervsmæssig virksomhed.

Stk. 3. En bunden fondsreserve som nævnt i § 101, stk. 1 og 2, i lov om værdipapirhandel m.v., der tilføres et modtagende aktieselskab, medregnes ikke ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst for det modtagende selskab.

Stk. 4. Aktier i det modtagende selskab, som den erhvervsdrivende fond modtager i henhold til § 98, stk. 1-3, eller § 104 i lov om værdipapirhandel m.v., anses for anskaffet på det tidspunkt, hvor omdannelsen er vedtaget i alle de involverede selskaber og fonde m.v. Som anskaffelsessum anvendes den skattemæssige værdi af de indskudte aktiver og passiver. Den skattemæssige værdi af de indskudte aktiver opgøres efter reglerne i § 4, stk. 3 og 5, i lov om skattefri virksomhedsomdannelse.«

Til § 112: Ændringer i fusionsskatteloven

De ændringer i en række andre love, der opregnes i kapitel 30, stammer tilbage fra Børsreform II i 1995, jf. den oprindelige lov 1072 af 20.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

december 1995. Da ændringerne alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

§ 113 **[Ændringer i personskatteloven].** I lov om indkomstskat og formueskat for personer m.v. (personskatteloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 742 af 9. september 1995, som senest ændret ved § 1 i lov 826 af 27. oktober 1995, foretages følgende ændring:

1. § 4, stk. 3, 1. og 2. pkt. , ophæves, og i stedet indsættes:

»Personer skal medregne indtægter og udgifter som nævnt i stk. 1 og 2 ved opgørelsen af den personlige indkomst, hvis de udøver næring ved køb og salg af fordringer eller driver næringsvirksomhed ved finansiering.«

Til § 113: Ændringer i personskatteloven

De ændringer i en række andre love, der opregnes i kapitel 30, stammer tilbage fra Børsreform II i 1995, jf. den oprindelige lov 1072 af 20. december 1995. Da ændringerne alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

§ 114 **[Ændringer i stempelafgiftloven].** I lov om stempelafgift, jf. lovbekendtgørelse nr. 741 af 4. september 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 62, stk. 1, indsættes som nr. 13 og 14:

»13. sikkerhedsstillelse og andre forpligtelser over for clearingcentraler, clearingdeltagere eller selskaber eller institutioner som nævnt i § 4, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., når sikkerhedsstillelsen vedrører clearing og afvikling af handel med værdipapirer, jf. §§ 55 og 56 i lov om værdipapirhandel m.v., hvor en clearingcentral medvirker, og når en eventuel kredittid ikke overstiger 3 bankdage.

14. garantidokumenter vedrørende forpligtelser, der udstedes efter § 82, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., når de udstedes som led i værdipapircentralers samlede kapitalberedskab.«

2. § 62, stk. 6, 1. pkt., affattes således:

»Stempelfri er endvidere dokumenter om lån mod håndpant, som optages mellem selskaber og institutioner som nævnt i § 4, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. som led i deres virksomhed, eller som optages mellem disse og clearingcentraler, jf. § 7, nr. 5, i nævnte lov, Arbejdsmarkedets Tillægspension, Lønmodtagernes Dyrtidsfond, Den Sociale Pensionsfond, livsforsikringsselskaber eller pensionskasser som led i disses værdipapirhandel.«

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 114: Ændringer i stempelafgiftloven
De ændringer i en række andre love, der opregnes i kapitel 30, stammer tilbage fra Børsreform II i 1995, jf. den oprindelige lov 1072 af 20. december 1995. Da ændringerne alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

§ 115 **[Ændringer i selskabsskatteloven og fondsbeskatningsloven].** I lov 486 af 30. juni 1993 om ændring af lov om indkomstbeskatning af aktieselskaber m.v. (selskabsskatteloven) og lov om beskatning af fonde og visse foreninger (fondsbeskatningsloven). (Ophævelse af udlandslempelsen), som ændret ved § 10 i lov nr. 427 af 14. juni 1995, foretages følgende ændring:

I § 4, stk. 1, ændres »§ 1, nr. 1-2 b, 3 a-5 og 5 b,« til »§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c, 3 a-5 og 5 b«.

Til § 115: Ændringer i selskabsskatteloven og fondsbeskatningsloven
De ændringer i en række andre love, der opregnes i kapitel 30, stammer tilbage fra Børsreform II i 1995, jf. den oprindelige lov 1072 af 20. december 1995. Da ændringerne alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

§ 116 **(Ophævet).**

§ 117 **[Ændringer i aktieselskabsloven].** I lov om aktieselskaber, jf. lovbekendtgørelse nr. 760 af 15. september 1995, foretages følgende ændringer:
1. I § 6 c, stk. 3, ændres »Fondsbørsen« til: »en fondsbørs, jf. § 7, nr. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.«
2. I § 21, stk. 1, 2. pkt., ændres »Værdipapircentralen« til: »en værdipapircentral, jf. § 7, nr. 6, i lov om værdipapirhandel m.v.«
3. I § 23 a, stk. 1, 1. pkt., og stk. 2, § 23 b, stk. 1, 1. pkt., § 23 c, stk. 1, 1. led, § 23 d, 1. pkt., § 25, stk. 1, 3. pkt., § 25 a, stk. 1, 1. pkt., § 25 b, stk. 1, og § 41 a, nr. 1, 2 og 3 , ændres »Værdipapircentralen« til: »en værdipapircentral«.
4. I § 23 a, stk. 3, 3. pkt., og stk. 4 , og § 23 c, stk. 1, 2. led , og stk. 2, 1. pkt ., ændres »Værdipapircentralen« til: »en værdipapircentral«.
5. I § 23 d, 2. pkt., ændres »et pengeinstitut, et kreditinstitut, der har særlig tilladelse, eller et børsmæglerselskab.« til: »en

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

værdipapirhandler, jf. § 4, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v.«

6. § 28 c ophæves.

7. I § 40, 2. pkt., § 134 l, stk. 4, 2. pkt., og § 135, stk. 6, 2. pkt ., ændres »et børsmæglerselskab, et kreditinstitut, der har særlig tilladelse, eller et pengeinstitut.« til: »en værdipapirhandler, jf. § 4, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v.«

8. I § 51, stk. 3, § 56, stk. 5, og § 76, stk. 3, 1. pkt ., ændres »Københavns Fondsbørs« til: »en fondsbørs, jf. § 7, nr. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.«

9. I § 53, stk. 2, ændres »§ 28 c« til: »§ 29 i lov om værdipapirhandel m.v.«

10. § 159 c ophæves.

11. I § 161, stk. 3, udgår »§ 28 c,«.

Til § 117: Ændringer i aktieselskabsloven

De ændringer i en række andre love, der opregnes i kapitel 30, stammer tilbage fra Børsreform II i 1995, jf. den oprindelige lov 1072 af 20. december 1995. Da ændringerne alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

§ 118 **[Ændringer i fondsloven].** I lov om erhvervsdrivende fonde, jf. lovbekendtgørelse nr. 756 af 18. november 1991, foretages følgende ændring:

I § 9, stk. 4, 1. pkt., ændres »Københavns Fondsbørs« til: »en fondsbørs, jf. kapitel 3 i lov om værdipapirhandel m.v.«

Til § 118: Ændringer i fondsloven

De ændringer i en række andre love, der opregnes i kapitel 30, stammer tilbage fra Børsreform II i 1995, jf. den oprindelige lov 1072 af 20. december 1995. Da ændringerne alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

§ 119 **[Ændringer i bank- og sparekasseloven].** I lov om banker og sparekasser m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 182 af 20. marts 1995, som senest ændret ved lov 367 og 368 af 14. juni 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 33, stk. 3, § 42 b, stk. 3, 1. pkt., og § 42 b , stk. 3, 2. pkt., ændres »Københavns Fondsbørs« til: »en fondsbørs«.

2. I § 42 b, stk. 5, ændres »Værdipapircentralen« til: »en værdipapircentral«.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 119: Ændringer i bank- og sparekasseloven

De ændringer i en række andre love, der opregnes i kapitel 30, stammer tilbage fra Børsreform II i 1995, jf. den oprindelige lov 1072 af 20. december 1995. Da ændringerne alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

§ 120 **[Ændringer i forsikringsvirksomhedsloven].** I lov om forsikringsvirksomhed, jf. lovbekendtgørelse nr. 963 af 29. november 1994, som ændret ved lov nr. 369 af 14. juni 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 128, stk. 1, nr. 9, 10 og 12 , ændres »offentlig« til: »en«.

2. I § 131, stk. 9, 2. pkt., ændres »Værdipapircentralen« til: »en værdipapircentral«.

3. I § 182, stk. 7, ændres »Københavns Fondsbørs« til: »en fondsbørs«.

Til § 120: Ændringer i forsikringsvirksomhedsloven

De ændringer i en række andre love, der opregnes i kapitel 30, stammer tilbage fra Børsreform II i 1995, jf. den oprindelige lov 1072 af 20. december 1995. Da ændringerne alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

§ 121 **[Ændringer i firmapensionskasseloven].** I lov om tilsyn med firmapensionskasser, jf. lovbekendtgørelse nr. 670 af 19. august 1993, som ændret ved lov 363 af 18. maj 1994, foretages følgende ændring:

I § 49, stk. 8, 2. pkt., ændres »Værdipapircentralen« til: »en værdipapircentral«.

Til § 121: Ændringer i firmapensionskasseloven

De ændringer i en række andre love, der opregnes i kapitel 30, stammer tilbage fra Børsreform II i 1995, jf. den oprindelige lov 1072 af 20. december 1995. Da ændringerne alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

§ 122 **[Ændringer i investeringsforeningsloven].** I lov om investeringsforeninger, jf. lovbekendtgørelse nr. 85 af 12. februar 1990, foretages følgende ændring:

I § 43 a, 1. pkt., ændres »Værdipapircentralen« til: »en værdipapircentral«.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 122: *Ændringer i investeringsforeningsloven*

De ændringer i en række andre love, der opregnes i kapitel 30, stammer tilbage fra Børsreform II i 1995, jf. den oprindelige lov 1072 af 20. december 1995. Da ændringerne alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

§ 123 **[Ændringer i retsplejeloven].** I lov om rettens pleje, jf. lovbekendtgørelse nr. 905 af 10. november 1992, som senest ændret ved lov nr. 903 af 29. november 1995, foretages følgende ændringer:

1. I § 526, stk. 3 og stk. 4, 3. pkt ., ændres »registrerede fondsaktiver, jf. lov om en værdipapircentral« til: »fondsaktiver, jf. § 59, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v.«

2. § 538 a, stk. 1, 2. pkt., ophæves, og i stedet indsættes:

»Værdipapirer, jf. § 2 i lov om værdipapirhandel m.v., som har kurs på en dansk eller udenlandsk fondsbørs, sælges dog gennem en værdipapirhandler, jf. § 4, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. Fogedretten kan bestemme, at værdipapirer, der har kurs på en autoriseret markedsplads, jf. § 7, nr. 2, jf. § 40, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., sælges gennem en værdipapirhandler.«

3. § 557 affattes således:

»**§ 557.** Er udlæg foretaget i værdipapirer, jf. § 2 i lov om værdipapirhandel m.v., som har kurs på en dansk eller udenlandsk fondsbørs, bortsælges disse ikke ved tvangsauktion. De nævnte værdipapirer sælges efter anmodning fra udlægshaveren af fogedretten gennem en værdipapirhandler, jf. § 4, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v.

Stk. 2. Er udlæg foretaget i værdipapirer, som har kurs på en autoriseret markedsplads, jf. § 7, nr. 2, jf. § 40, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., kan fogedretten bestemme, at disse ikke bortsælges ved tvangsauktion, og at stk. 1, 2. pkt., finder tilsvarende anvendelse.«

Til § 123: *Ændringer i retsplejeloven*

De ændringer i en række andre love, der opregnes i kapitel 30, stammer tilbage fra Børsreform II i 1995, jf. den oprindelige lov 1072 af 20. december 1995. Da ændringerne alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

§ 124 **[Ændringer i tinglysningsloven].** I lov om tinglysning, jf. lovbekendtgørelse nr. 622 af 15. september 1986, som senest ændret ved § 2 i lov nr. 389 af 14. juni 1995, foretages følgende ændring:

1. § 41, stk. 2, affattes således:

»*Stk. 2.* Hvis der i et efterstående pantebrev er henvist til, at det står tilbage for et lån i et af staten godkendt realkreditinstitut, således at lånet kan indfries ved de af institutterne udstedte ihændehavergældsbreve, der har kurs på en dansk fondsbørs, kræves efterpanthaverens samtykke til forhøjelsen af renten på den foranstående panteret samt til anbringelse på dennes plads af andre midler end de nævnte midler.«

Til § 124: Ændringer i tinglysningsloven

De ændringer i en række andre love, der opregnes i kapitel 30, stammer tilbage fra Børsreform II i 1995, jf. den oprindelige lov 1072 af 20. december 1995. Da ændringerne alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

§ 125 **[Ændringer i dødsboskifteloven].** I lov om skifte af dødsbo og fællesbo m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 725 af 23. oktober 1986, som senest ændret ved § 14 i lov 389 af 14. juni 1995, foretages følgende ændring:

1. § 28, stk. 1, affattes således:

»Værdipapirer, jf. § 2 i lov om værdipapirhandel m.v., som har kurs på en dansk eller udenlandsk fondsbørs, sælges gennem en værdipapirhandler, jf. § 4, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. Skifteretten kan bestemme, at værdipapirer, der har kurs på en autoriseret markedsplads, jf. § 7, nr. 2, jf. § 40, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., sælges gennem en værdipapirhandler.«

Til § 125: Ændringer i dødsboskifteloven

De ændringer i en række andre love, der opregnes i kapitel 30, stammer tilbage fra Børsreform II i 1995, jf. den oprindelige lov 1072 af 20. december 1995. Da ændringerne alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 31

Ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser m.v.

§ 126 **[Ikrafttrædelsestidspunkt].** Tidspunktet for lovens eller dele af lovens ikrafttræden fastsættes af økonomiministeren, for så vidt angår § 105, nr. 1, 3-9, 12 og 13, og §§ 106-115 efter drøftelse med skatteministeren, og for så vidt angår § 123-125 efter drøftelse med justitsministeren. § 105, nr. 2, 10 og 11, træder i kraft dagen efter bekendtgørelsen i Lovtidende. For værdipapircentral- og clearingvirksomhed træder loven dog senest i kraft den 1. juni 1997. Loven skal dog senest være trådt i kraft den 1. juni 1996 med undtagelse af § 6, stk. 3, der træder i kraft den 1. juni 1997.

Stk. 2. Erhvervsministeren kan helt eller delvis ophæve lov om Københavns Fondsbørs, jf. lovbekendtgørelse nr. 713 af 8. september 1993, lov om en værdipapircentral, jf. lovbekendtgørelse nr. 807 af 6. oktober 1993, samt lov 213 af 10. april 1991 om prospekter ved første offentlige udbud af visse værdipapirer.

Stk. 3. § 105, nr. 1, 3-9, 12 og 13, § 106, nr. 1, § 107, § 108, nr. 1, 2 og 4, § 109, § 110, § 112, nr. 2, og § 115 har virkning fra og med indkomståret 1997, jf. dog stk. 6 og 7.

Stk. 4. § 105, nr. 10, har virkning for selskaber og foreninger m.v., der fra og med bestemmelsens ikrafttræden bliver omfattet af selskabsskattelovens § 35 K.

Stk. 5. § 112, nr. 1, har virkning fra og med indkomståret 1988.

Stk. 6. Ved omdannelse af Københavns Fondsbørs og Værdipapircentralen til et aktieselskab inden den 1. januar 1997 finder fusionsskattelovens § 14 h, stk. 3, som affattet ved denne lovs § 112, nr. 2, tilsvarende anvendelse.

Stk. 7. Ved omdannelse af Garantifonden for Danske Optioner og Futures til et aktieselskab inden den 1. januar 1997 finder fusionsskattelovens § 14 h som affattet ved denne lovs § 112, nr. 2, tilsvarende anvendelse.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Til § 126: Ikrafttrædelsestidspunkt

Kapitel 31 indeholder ikrafttrædelses – og overgangsbestemmelser for den oprindelige hovedlov 1072 af 20. december 1995 i forbindelse med Børsreform II. Da ændringerne i § 126 alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

§ 127 **[Overgangsbestemmelser].** Uanset bestemmelserne i § 7, nr. 1, og § 8, stk. 2, nr. 1 og 2, kan Københavns Fondsbørs udøve børsvirksomhed indtil 1. juli 1997. Ved udøvelsen af denne virksomhed betragtes Københavns Fondsbørs som en fondsbørs efter denne lov.

Stk. 2. Uanset bestemmelserne i § 7, nr. 5 og 6, og § 8, stk. 2, nr. 1 og 2, kan Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures fortsat udøve værdipapirclearingvirksomhed. Ved udøvelsen af denne virksomhed betragtes Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralen som clearingcentraler efter denne lov.

Stk. 3. Uanset bestemmelserne i § 7, nr. 6, og § 8, stk. 2, nr. 1 og 2, kan Værdipapircentralen fortsat udøve registreringsvirksomhed. Ved udøvelsen af denne virksomhed betragtes Værdipapircentralen som en værdipapircentral efter denne lov.

Stk. 4. Ved omdannelse af Københavns Fondsbørs til et aktieselskab har medarbejderne i aktieselskabet ret til at udpege et bestyrelsesmedlem. Ved omdannelse af Værdipapircentralen til et aktieselskab har medarbejderne i aktieselskabet ret til at udpege to bestyrelsesmedlemmer.

Stk. 5. Stk. 4 finder anvendelse i en periode på tre år fra omdannelsen, hvorefter selskabets medarbejderes ret til at blive repræsenteret i bestyrelsen reguleres af aktieselskabslovens bestemmelser.

Til § 127: Overgangsbestemmelser

Kapitel 31 indeholder ikrafttrædelses – og overgangsbestemmelser for den oprindelige hovedlov 1072 af 20. december 1995 i forbindelse med Børsreform II. Da ændringerne i § 127 alene er af historisk interesse, er kommentarer udeladt.

§ 127 a **[Værdipapircentralen].** Værdipapircentralen er en privat selvejende institution. De nærmere regler om Værdipapircentralen og dens virksomhed fastsættes af centralens bestyrelse i en vedtægt, der godkendes af Finanstilsynet.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 2. Værdipapircentralen ledes af en bestyrelse på indtil 14 medlemmer og en direktion.

Stk. 3. De i bestyrelsen behandlede anliggender afgøres, for så vidt der ikke efter vedtægterne kræves særligt stemmeflertal, ved simpelt flertal. Det kan i vedtægterne bestemmes, at formandens stemme er afgørende i tilfælde af stemmelighed.

Stk. 4. Økonomiministeren udnævner for tre år af gangen formanden for bestyrelsen og de øvrige bestyrelsesmedlemmer, jf. dog stk. 5-9. Af medlemmer udnævnes fire efter indstilling fra organisationer, der repræsenterer udstederne af fondsaktiverne, fire efter indstilling fra organisationer, der repræsenterer de i § 62, stk. 1, nr. 2 og 3, nævnte kontoførende institutter, og ét efter indstilling fra Danmarks Nationalbank. To af medlemmerne udnævnes med særlig henblik på at varetage interesser for ejerne af fondsaktiverne. For medlemmer skal udnævnes stedfortrædere.

Stk. 5. Værdipapircentralens arbejdstagere har ret til i overensstemmelse med stk. 6-9 at vælge to medlemmer af bestyrelsen og stedfortrædere for disse blandt centralens arbejdstagere.

Stk. 6. Mindst halvdelen af arbejdstagerne skal stemme for en beslutning om at udnytte retten efter stk. 5. Beslutningen meddeles skriftligt til bestyrelsen.

Stk. 7. Arbejdstagernes valg af bestyrelsesmedlemmer og stedfortrædere sker ved skriftlig og hemmelig afstemning. Medlemmerne indtræder i bestyrelsen en måned efter, at denne har fået skriftlig meddelelse om de pågældendes navn og bopæl.

Stk. 8. De bestyrelsesmedlemmer, der vælges af arbejdstagerne, udpeges for tre år ad gangen blandt de arbejdstagere, der i det sidste år før valget har været ansat i Værdipapircentralen.

Stk. 9. Økonomiministeren fastsætter regler om

1. hvem der anses som arbejdstager,
2. den nærmere gennemførelse af valg efter stk. 6 og 7,
3. muligheden for at undlade afholdelse af valg i henhold til stk. 7, såfremt der kun er opstillet det antal kandidater, der skal vælges som bestyrelsesmedlemmer og som stedfortrædere,
4. retlig beskyttelse i ansættelsen for de arbejdstagervalgte bestyrelsesmedlemmer, idet uoverensstemmelse om beskyttelsen og om brud på eller fortolkningen af reglerne afgøres ad fagretlig vej, og
5. under hvilken form Værdipapircentralens arbejdstagere skal orienteres om centralens forhold.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 10. Bestyrelsen ansætter direktionen og sørger for, at Værdipapircentralens virksomhed udøves forsvarligt i overensstemmelse med lovens og Værdipapircentralens vedtægter.

Stk. 11. Direktion en varetager den daglige ledelse af Værdipapircentralen i overensstemmelse med bestyrelsens retningslinjer og anvisninger.

Til § 127 a: Værdipapircentralen

Bestemmelsen i VHL § 127 a blev indsat ved lov 414 af 26. juni 1998, hvorved den tidligere lov om værdipapircentralen blev ophævet og de relevante bestemmelser overført til VHL. Eftersom Værdipapircentralen den 1. januar 2000 blev omdannet til et aktieselskab, er bestemmelsen alene af historisk betydning.

§ 128 **[Omdannelse efter §§ 101 og 104].** For aktieselskaber, der oprettes i henhold til § 101 eller § 104, kan Finanstilsynet uanset bestemmelserne i § 8, stk. 2, nr. 2, meddele tilladelse til udøvelse af henholdsvis børsvirksomhed, værdipapirclearingvirksomhed og registreringsvirksomhed, såfremt den ansvarlige kapital i selskabet på tilladelsestidspunktet mindst udgør 40 mio. kr. Heraf skal et beløb på mindst 16 mio. kr. være aktiekapital.

Til § 128: Omdannelse efter §§ 101 og 104

Kommentarer udeladt.

§ 129 **[Overgangsbestemmelse].** Bestemmelsen i § 6, stk. 3, 1. pkt., vedrørende kundesamtykke finder anvendelse på nye kundeforhold indgået efter bestemmelsens ikrafttræden. For eksisterende kundeforhold skal der senest 18 måneder efter, at § 6, stk. 3, 1. pkt., er trådt i kraft, være indhentet samtykkeerklæring fra den enkelte kunde, såfremt en værdipapirhandler opbevarer kundens værdipapirer i samledepot.

Til § 129: Overgangsbestemmelse

Kommentarer udeladt.

§ 130 **[Færøerne og Grønland].** Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, men kan med undtagelse af §§ 105-115, § 123 og § 125 ved kongelig anordning sættes i kraft for disse landsdele med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger. *Stk. 2.* § 125 kan ved kongelig anordning sættes i

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

kraft for Færøerne med de afvigelser, som de særlige færøske forhold tilsiger.

Til § 130: Færøerne og Grønland

Se anordning nr. 930/1996 og nr. 208/1997 vedrørende ikrafttræden for Grønland. Se anordning nr. 552/2001 vedrørende ikrafttræden for Færøerne.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

LITTERATUR

Advokatsamfundet
–Vejledning i gennemførelse af juridisk due diligence (2002)
–Guidelines for Legal Due Diligence (2002)
Peter Alhanko
–Minoritetsskydd vid uppköp av aktiebolag (Handelshøjskolen i Stockholm 1988)
Paul Krüger Andersen
–Aktieselskabsret (5. udg. 1997)
–Dansk koncernret (1997)
Paul Krüger Andersen & Nis Jul Clausen
–Introduktion til børsretten (1996)
–Børsretten (2000)
Ralph Beckmann
–Übernahmeangebote in Europa (1995)
Clas Bergström & Per Samuelsson
–Aktiebolagets grundproblem. En rättsekonomisk analys (1997)
Betænkning nr. 362/1964
–om revision af aktieselskabslovgivningen
Betænkning nr. 436/1967
–om børsen og kapitalmarkedet
Betænkning nr. 540/1969
–om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning
Betænkning nr. 600/1971
–om Fondsbørsen og fondsbørsvekselererne
Betænkning nr. 793/1977
–om det obligations- og aktieløse samfund
Betænkning nr. 942/1981
–om etablering af en tilsynslovgivning for investeringsforeninger
Betænkning nr. 1216/1991

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

–om insiderhandel
Betænkning nr. 1229/1992
–om forenkling og fremtidstilpasning af selskabslovene
Betænkning nr. 1230/1992
–om børsnotering m.v.
Betænkning nr. 1254/1993
–om revisionslovgivningen
Betænkning nr. 1290/1995
–om børsreform II
Betænkning nr. 1376/1999
–om den finansielle sektor efter år 2000
John Blendstrup & Per Midtgaard
–Køb og salg af virksomhed, herunder revisors rolle (1993)
Jørgen Boe
–Direktørkontrakten; direktørens rettigheder, pligter og ansvar (1992)
Jan Schans Christensen
–Contested takeovers (1991)
–Ledelse og aktionærer, 6 essays om selskabs- og børsret (1992)
Per Christiansen & Jan Bjørland
–Verdipapirhandelloven (1990)
Carsten Peter Claussen:
–Insiderhandelsverbot und Ad hoc-Publizität. Praktikerhinweise und -empfehlungen für Emittenten, Anleger, Banken, Wertpapierdienstleister und ihre Berater (1996)
Dennis Clausen
–Koncernregnskaber (1982)
Nis Jul Clausen
–Børsret – insider handel (1992)
–Børsret; oplysningsforpligtelser (1993)
–Interne regler – fremtidens model til at sikre overholdelse af børsreglerne, i »Det børsretlige fremtidsperspektiv« (Københavns Fondsbørs 1993)
–Sikkerhed i fordringer (1993)
–«Den børsretlige regulering – fra etiske regler til retsregler«, i Finanstilsynets årsberetning 1995 (maj 1996) s. 31 ff
Nis Jul Clausen, Frank Pedersen & Frank Thinggard

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

–Valutasikring og insiderhandel – belyst juridisk, finansielt og regnskabsmæssigt (1996)
Nis Jul Clausen & Karsten Engsig Sørensen
–Takeover bids (1997)
–Udredning om overtagelsestilbud; en analyse af reguleringen af 11 europæiske lande og USA (Finanstilsynet, 1998).
Den Danske Finansanalytikerforening
–Rapport om minoritetsaktionærers retsstilling (1989)
Erhvervsministeriet /& Økonomiministeriet
–»Autoriseret markedsplads i Danmark« (juni 1998)
Europa-Kommissionen
–Accounting Standards setting in the EC member states (1993)
–EEIG – The emergence of a new form of European cooperation, Review of three years' experience (1993)
FESE, Federation of European Stock Exchanges
–Eurolist Procedures Manual (1996), fås hos Københavns Fondsbørs A/S
Finanstilsynet
–diverse årsberetninger (med særskilte afsnit om »Børsområdet«)
Gunnar Flodhammar
–Företagsvärdering vid tvångsinlösen (1980)
–Aktier med fallskärm? (1990)
Foreningen af Danske Børsmæglerselskaber
–«Børshandel – en regelsamling« (1992)
Foreningen af Statsautoriserede Revisorer, FSR
–Huskeliste, årsregnskaber (1993)
Bernhard Gomard
–Aktieselskabsret (2. udg. 1970)
–Aktieselskaber og anpartsselskaber efter lovene af 13. juni 1973, et foreløbigt grundrids (1974)
–Aktieselskabers likvidation og konkurs (1975)
–Revisors stilling i retlig belysning (1979)
–Aktieselskaber og anpartsselskaber (3. udg. 1995)
– i »Det børsretlige fremtidsperspektiv« (Københavns Fondsbørs 1993)
Bernhard Gomard & Mogens Ebeling
–i International Encyclopedia of Laws, Corporations and Partners-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

hips (1993), både løsblad og selvstændig bog
Gert Bo Gram & Bent Mebus
–Værdipapircentralen; en håndbog (1984)
Jens Guldborg, Dorte Høg & Dorthe Lassen
–Takeovers (1990)
Richard Hager
–Värderingsrätt – särskilt om ersättning och värdering vid expropriation (1998)
Michael Hall
–rapport (Københavns Fondsbørs 1984), »Michael Hall-rapporten«
Jesper Lau Hansen
–Fondsbørsen – aspekter af en fondsbørsretlig forudsætning (1999)
Jesper Lau Hansen (red.)
–Nordisk børsret – reguleringen af kapitalmarkedet i Danmark, Finland, Island, Norge og Sverige (2003)
Jørgen Valther Hansen, Thomas Riise Johansen & Teddy Wivel
–Corporate Governance – et bud på danske bestyrelsers rolle (2000)
Søren Friis Hansen
–Europæisk koncernret (1996)
Olaf Hasselager & Aksel Runge Johansen
–Revisorlovgivningen med kommentarer (2. udg. 1997)
–Årsregnskaber. Kommentarer til regnskabslovgivningen (2. udg. 1998)
Helen Holdt
–Aktiehandel og informationsteknologi i EU (1999)
Christina Hultmark
–Kontraktsbrott vid köp av aktier – särskilt om fel (1992)
ICMG
–The Regulation of Electronic Securities Markets (1994)
–Over-the-Counter Equity Derivatives (1994)
Industriministeriets styregruppe
–rapport vedrørende Børsreform I (1985)
Christen Boye Jacobsen
–Lov om en værdipapircentral (1983)
Svante Johansson
–Minoritätsrätt på bolagsstämma (1990)

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Jan Kleinemann
–Ren förmögenhetsskada (1997)
Heiz-Christian Knoll
–Die Übernahme von Kapitalgesellschaften (1992)
KPMG C. Jespersen
–Dansk regnskabspraksis – en analyse af 50 børsnoterede selskaber (1993, 1994, 1995)
–Oplysningsforpligtelser og børsetiske regler – børsnoterede selskabers interne regler, regnskabs- og rapporteringsforhold (1992)
Københavns Fondsbørs
–Regelsamling (i løbende abonnement)
Lars Bo Langsted, Paul Krüger Andersen, Mogens Christensen
–Revisoransvar (4. udg. 1997)
Halfdan Lowzow & Bjørn Gabriel Reed
–Aksjonæravtaler (1993)
David Moalem
–Insiderhandel – et obligationsretligt studium (2004)
Krister Moberg & Per Samuelsson
–Börsrätt (1989)
Nørbyudvalget
–Corporate Governance i Danmark – anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark (2001)
Carl Aage Otholm, Kim Busck-Nielsen, Kai Hammer-Pedersen og Peter Engberg Jensen
Lars Lindencrone Petersen & Erik Werlauff
–Dansk retspleje (2. udg. 2000)
–Dansk bankvæsen – i dag, i morgen (2. reviderede udg. 1994)
Jens Ringbæk & Martin Faarborg
–Revisor og børsintroduktion (Deloitte & Touche, 1998)
Knut Rodhe
–Aktiebolagsrätt (19. udg. 2000, bearbejdet af Rolf Skog)
Ida Rosenberg, Lone Sneholt & Niels Thomsen
–Aktieselskabsloven med kommentarer (6. udg. 1999)
Per Samuelsson
–Information och ansvar (1991)
Catarina af Sandeberg

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

–Prospektansvaret – caveat emptor eller caveat venditor? (2001)
–Börsnotering – regler och ansvar (2001)
Ari Savela
–Hostile takeovers and directors. Regulation of takeover defences in Finland, the United Kingdom, the United States and the European Union (1999)
Peer Schaumburg-Müller
–Tilsynet med de finansielle institutioner (1992)
–Børsretlig guide – en håndbog (2002)
–Dansk børsret, 1. Del. Almindelige emner (2003)
Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff
–Industriministeriets Erhvervsankenævn (1994)
–EU's selskabs-, børs- og kapitalmarkedsregler (2. udg. 2003)
Anne Kathrine Schøn & Poul Flemming Hansen
–i Finansfokus 1995 nr. 3 s. 18 ff
Selskabsretspanelets notat af 24. januar 1991
–om stemmeretsbegrænsninger i aktieselskaber
Henning Skovgaard
–Offentlige myndigheders erstatningsansvar (1985)
Lucy Smith
–Kampen på aksjemarkedet. En rettslig studie av selskapsovertak og forsvarstiltak (1988)
Hans Helge Beck Thomsen
–Mangler ved pantebreve (1996)
Per Thorell
–EG:s redovisningsrätt – kommentar till fjärde, sjuvende och elfte bolagsdirektiven (1993)
–EG:s direktiv i bolags- och börsrätt – direktivsamling (1993)
Ole T. Tønnesen
–Børsprospekter (1987)
Nikolaj Vinther & Erik Werlauff
–Dansk og international koncernret og koncernskatteret (2005)
Erik Werlauff
–Kommenteret Aktieselskabslov (1999 + elektronisk udgave)
–EU-selskabsret (3. udg., 1999)
–Selskabsret (6. udg. 2006)
–»Indgrebsmuligheder over for betydende kapitalejere i finansielle

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

virksomheder«, Beretning fra Finanstilsynet for 1998, s. 13-90
–Selskabsskatteret 2006/07 (8. udg. 2006)
–Koncernretten (1996)
–From a National Company Law towards a »Federal« Enterprise Law (Universitetet i Bonn, 1995)
Erik Werlauff og Jørgen Nørgaard
–Vedtægter og aktionæroverenskomster (2. udg. 1995)

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Europa-parlamentets og rådets direktiv 2004/25/ EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud (EØS-relevant tekst)

EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET FOR DEN EUROPÆISKE UNION HAR -

under henvisning til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, særlig artikel 44, stk. 1,

under henvisning til forslag fra Kommissionen(1),

under henvisning til udtalelse fra Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg(2),

efter proceduren i traktatens artikel 251(3), og

ud fra følgende betragtninger:

(1) I overensstemmelse med traktatens artikel 44, stk. 2, litra g), er det nødvendigt at samordne visse garantier, som kræves i medlemsstaterne af selskaber, der henhører under en medlemsstats lovgivning, og hvis kapitalandele er optaget til handel på et reguleret marked i en medlemsstat, med det formål at sikre tilsvarende garantier i hele Fællesskabet til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser.

(2) Det er nødvendigt at beskytte indehaverne af kapitalandele i selskaber, der henhører under en medlemsstats lovgivning, når disse selskaber er genstand for overtagelsestilbud eller ændring af kontrollen, og når i det mindste en del af deres kapitalandele er optaget til handel på et reguleret marked i en medlemsstat.

(3) Det er nødvendigt at skabe klarhed og gennemsigtighed i hele Fællesskabet, når retlige spørgsmål skal afgøres i forbindelse med overtagelsestilbud, og at hindre, at rammerne for selskabsomstrukturering i Fællesskabet fordrejes på grund af tilfældige forskelle i administrations- og ledelseskulturerne.

(4) Da medlemsstaternes centralbanker tjener offentlige interesser, forekommer det utænkeligt, at de kan gøres til genstand for overtagelsestilbud. Da nogle af disse centralbankers kapitalandele af historiske grunde er noteret på en medlemsstats regulerede marked, er det nødvendigt udtrykkeligt at undtage dem fra dette direktivs anvendelsesområde.

(5) Hver medlemsstat bør udpege en eller flere myndigheder til at føre tilsyn med de aspekter af tilbud, der er omfattet af dette direktiv, og til at sikre, at tilbudsparterne overholder de regler, der fastsættes i henhold til dette direktiv. Alle disse myndigheder bør samarbejde med hinanden.

(6) For at bestemmelserne om overtagelsestilbud kan være effektive, bør de være fleksible og også kunne gælde for nye situationer, når de opstår, og bør derfor åbne mulighed for undtagelser og fravigelser. Tilsynsmyndighederne bør dog overholde visse generelle principper ved anvendelsen af fastsatte regler eller undtagelser eller ved indrømmelse af fravigelser.

(7) Selvregulerende organer bør have mulighed for at udøve tilsyn.

(8) I overensstemmelse med de generelle principper i fællesskabslovgivningen, navnlig retten til en retfærdig rettergang, bør en tilsynsmyndigheds afgørelser på visse betingelser kunne indbringes for en uafhængig retsinstans. Dette direktiv bør dog overlade det til medlemsstaterne at afgøre, om der skal indføres rettigheder, som skal kunne gøres gældende i administrative sager eller

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

retssager enten mod en tilsynsmyndighed eller mellem tilbudsparterne.

(9) Medlemsstaterne bør tage de nødvendige skridt for at beskytte indehavere af kapitalandele, og specielt indehavere med minoritetsinteresser, når kontrollen med deres selskab skifter hænder. Medlemsstaterne bør sikre en sådan beskyttelse ved at forpligte en erhverver, der har overtaget kontrollen med et selskab, til at fremsætte et tilbud til samtlige indehavere af selskabets kapitalandele om at erhverve alle deres kapitalandele til en rimelig pris, der fastlægges i overensstemmelse med en fælles definition. Medlemsstaterne bør kunne indføre nye instrumenter til beskyttelse af indehavere af kapitalandele, såsom forpligtelse til at fremsætte et delvist tilbud, såfremt tilbudsgiveren ikke erhverver kontrol med selskabet, eller pligt til at fremsætte et tilbud samtidig med, at der erhverves kontrol med selskabet.

(10) Pligten til at fremsætte et tilbud til samtlige indehavere af kapitalandele bør ikke gælde for personer, der er indehavere af kontrollerende kapitalandele allerede på det tidspunkt, hvor den nationale lovgivning, som gennemfører dette direktiv, træder i kraft.

(11) Pligten til at fremsætte et tilbud bør ikke gælde ved erhvervelse af kapitalandele, som ikke giver stemmeret på selskabets ordinære generalforsamlinger. Medlemsstaterne bør dog kunne fastsætte, at pligten til at fremsætte et tilbud til alle indehavere af kapitalandele ikke kun omfatter de kapitalandele, hvortil der er knyttet stemmeret, men også de kapitalandele, som kun giver stemmeret under særlige omstændigheder, eller som ikke giver stemmeret.

(12) For at mindske risikoen for insiderhandel bør tilbudsgiveren forpligtes til hurtigst muligt at bekendtgøre sin beslutning om at fremsætte et tilbud og til at informere tilsynsmyndigheden om tilbuddet.

(13) Indehavere af kapitalandele bør ved hjælp af et tilbudsdokument have fornødne oplysninger om de vilkår, der er knyttet til tilbuddet. Der bør også gives passende oplysninger til repræsentanterne for målselskabets ansatte eller, såfremt der ikke findes sådanne repræsentanter, direkte til de ansatte.

(14) Der bør fastsættes regler om fristen for accept af et overtagelsestilbud.

(15) For at tilsynsmyndighederne kan løse deres opgaver tilfredsstillende, bør de til enhver tid kunne indhente oplysninger om et tilbud hos tilbudsparterne og bør på effektiv og virkningsfuld vis samarbejde med og straks formidle oplysninger til de andre myndigheder, som fører tilsyn med kapitalmarkederne.

(16) For at forebygge foranstaltninger, hvorved der lægges hindringer i vejen for et tilbud, bør målselskabets ledelsesbeføjelser til at træffe ekstraordinære dispositioner begrænses, uden dog på urimelig måde at hindre selskabet i at fortsætte sin normale drift.

(17) Målselskabets ledelse bør være forpligtet til at offentliggøre et dokument, der indeholder dens holdning til tilbuddet og begrundelsen herfor, blandt andet vedrørende konsekvenserne for alle selskabets interesser, især beskæftigelsen.

(18) For at styrke den nyttige virkning af de bestående bestemmelser vedrørende fri omsætning af kapitalandele i de selskaber, der omfattes af dette direktiv, og fri udøvelse af stemmeretten er det vigtigt, at disse selskabers defensive strukturer og mekanismer er gennemsigtige, og at der jævnligt aflægges beretning herom på selskabets generalforsamling.

(19) Medlemsstaterne bør træffe de nødvendige foranstaltninger til at sikre enhver tilbudsgiver mulighed for at erhverve majoritetsinteresser i andre selskaber og udøve kontrol hermed fuldt ud. Med henblik herpå bør begrænsninger i overdragelse af kapitalandele, begrænsninger i stemmeretten, ekstraordinære udnævnelsesrettigheder og multiple stemmerettigheder fjernes eller suspenderes i tilbudsperioden, og når selskabets generalforsamling træffer afgørelse om defensive foranstaltninger, om ændringer af vedtægterne eller om udnævnelse eller udskiftning af medlemmer af selskabets ledelse på den første generalforsamling, som følger efter udløbet af tilbudsperioden. Har

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

fratagelse af rettigheder ført til tab for indehavere af kapitalandele, bør der ydes rimelig kompensation i overensstemmelse med de tekniske bestemmelser, der fastsættes af medlemsstaterne.

(20) Alle særlige rettigheder, som medlemsstaterne har i selskaber, bør tages op til overvejelse i forhold til den fri bevægelighed for kapital samt de relevante bestemmelser i traktaten. Særlige rettigheder, som medlemsstaterne har i selskaber, der er omfattet af nationale privatretlige eller offentligretlige bestemmelser, bør være undtaget fra gennembrudsreglen, hvis de er forenelige med traktaten.

(21) Da der findes forskellige mekanismer og strukturer i medlemsstaternes selskabsret, bør medlemsstaterne kunne undlade at kræve, at selskaber etableret på deres områder anvender de bestemmelser i dette direktiv, der begrænser beføjelserne for målselskabets ledelse i tilbudsperioden, samt de bestemmelser, der sætter hindringer ud af kraft, som er fastlagt i vedtægterne eller i særlige aftaler. I sådanne tilfælde bør medlemsstaterne i det mindste give selskaber etableret på deres områder mulighed for at vælge at anvende disse bestemmelser samt mulighed for omvalg. Med forbehold af internationale aftaler indgået af Det Europæiske Fællesskab bør medlemsstaterne kunne undlade at kræve, at selskaber, der anvender disse bestemmelser i henhold til de valgfri ordninger, skal anvende dem, hvis de bliver genstand for tilbud fra selskaber, der ikke anvender de samme bestemmelser som følge af brug af disse valgfri ordninger.

(22) Medlemsstaterne bør fastsætte regler om bortfald af tilbud, tilbudsgiverens ret til at ændre sit tilbud, muligheden for at fremsætte konkurrerende tilbud vedrørende selskabets kapitalandele, offentliggørelse af tilbudsresultatet samt tilbuddets uigenkaldelige karakter og de tilladte betingelser.

(23) Information og høring af repræsentanter for arbejdstagerne i det tilbudsgivende selskab og i målselskabet bør reguleres af de relevante nationale bestemmelser, særlig de bestemmelser, der er fastsat i henhold til Rådets direktiv 94/45/EF af 22. september 1994 om indførelse af europæiske samarbejdsudvalg eller en procedure i fællesskabsvirksomheder og fællesskabskoncerner med henblik på at informere og høre arbejdstagerne(4), Rådets direktiv 98/59/EF af 20. juli 1998 om tilnærmelse af medlemsstaternes lovgivninger vedrørende kollektive afskedigelser(5), Rådets direktiv 2001/86/EF af 8. oktober 2001 om fastsættelse af supplerende bestemmelser til statut for det europæiske selskab (SE) for så vidt angår medarbejderindflydelse(6)samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/14/EF af 11. marts 2002 om indførelse af en generel ramme for information og høring af arbejdstagerne i Det Europæiske Fællesskab - Europa-Parlamentets, Rådets og Kommissionens fælles erklæring om arbejdstagerrepræsentation(7). Arbejdstagerne i de berørte selskaber eller deres repræsentanter bør dog have mulighed for at udtale sig om tilbuddets forventede virkninger på beskæftigelsen. Med forbehold af reglerne i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug)(8)bør medlemsstaterne altid kunne anvende eller indføre nationale bestemmelser om information og høring af repræsentanter for arbejdstagerne i det tilbudsgivende selskab, inden der afgives tilbud.

(24) Medlemsstaterne bør træffe de nødvendige foranstaltninger for at give mulighed for, at en tilbudsgiver, der som følge af et overtagelsestilbud har erhvervet en bestemt procentdel af et selskabs stemmeberettigede kapital, kan kræve, at indehaverne af de resterende kapitalandele sælger deres kapitalandele til vedkommende. Når en tilbudsgiver som følge af et overtagelsestilbud har erhvervet en bestemt procentdel af et selskabs stemmeberettigede kapital, bør indehaverne af de resterende kapitalandele på samme måde have mulighed for at kræve, at vedkommende køber deres kapitalandele. Disse procedurer vedrørende obligatorisk indløsning bør kun gælde, når særlige betingelser i forbindelse med overtagelsestilbud er opfyldt. Medlemsstaterne kan under andre omstændigheder fortsat anvende nationale regler om obligatorisk indløsningsret.

(25) Målene for den påtænkte handling,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

nemlig at fastlægge minimumsregler for gennemførelse af overtagelsestilbud og sikre et tilfredsstillende niveau for beskyttelse af indehavere af kapitalandele i hele Fællesskabet, kan ikke i tilstrækkelig grad opfyldes af medlemsstaterne, da der er behov for gennemsigtighed og retssikkerhed, når opkøbene eller overtagelserne bliver grænseoverskridende, og kan derfor på grund af handlingens omfang og virkninger bedre gennemføres på fællesskabsplan; Fællesskabet kan derfor træffe foranstaltninger i overensstemmelse med subsidiaritetsprincippet, jf. traktatens artikel 5. I overensstemmelse med proportionalitetsprincippet, jf. nævnte artikel, går dette direktiv ikke ud over, hvad der er nødvendigt for at nå disse mål.

(26) Et direktiv er et hensigtsmæssigt middel til at fastlægge en ramme, der fastsætter visse fælles principper og et begrænset antal generelle forskrifter, som medlemsstaterne skal gennemføre ved hjælp af mere detaljerede regler i overensstemmelse med deres nationale systemer og kulturelle traditioner.

(27) Medlemsstaterne bør imidlertid sørge for, at der fastlægges sanktioner i tilfælde af overtrædelser af de nationale gennemførelsesbestemmelser til dette direktiv.

(28) Der kan fra tid til anden være behov for tekniske retningslinjer og gennemførelsesforanstaltninger til dette direktivs bestemmelser for at tage hensyn til den nye udvikling på finansmarkederne. I forbindelse med visse bestemmelser bør Kommissionen derfor have beføjelse til at træffe gennemførelsesforanstaltninger, forudsat at de ikke ændrer de grundlæggende bestemmelser i dette direktiv, og at Kommissionen handler i overensstemmelse med direktivets principper, efter høring af Det Europæiske Værdipapirudvalg, der er oprettet ved Kommissionens afgørelse 2001/528/EF(9). De nødvendige foranstaltninger til gennemførelse af dette direktiv bør vedtages i overensstemmelse med Rådets afgørelse 1999/468/EF af 28. juni 1999 om fastsættelse af de nærmere vilkår for udøvelsen af de gennemførelsesbeføjelser, der tillægges Kommissionen(10), og under behørig hensyntagen til Kommissionens erklæring i Europa-Parlamentet den 5. februar 2002 om gennemførelse af lovgivningen vedrørende finansielle tjenesteydelser. I forbindelse med de øvrige bestemmelser er det vigtigt, at et kontaktudvalg får til opgave at bistå medlemsstaterne og tilsynsmyndighederne med gennemførelsen af dette direktiv og i givet fald at rådgive Kommissionen vedrørende tilføjelser til eller ændringer af dette direktiv. I den forbindelse kan kontaktudvalget gøre brug af oplysninger, som medlemsstaterne på grundlag af dette direktiv giver om overtagelsestilbud, der er afgivet på deres regulerede markeder.

(29) Kommissionen bør lette udviklingen hen imod en rimelig og afbalanceret harmonisering af bestemmelserne om overtagelsestilbud i Den Europæiske Union. Kommissionen bør derfor have mulighed for på et passende tidspunkt at fremsætte forslag om revision af dette direktiv -

UDSTEDT FØLGENDE DIREKTIV:

Artikel 1
Anvendelsesområde

1. I dette direktiv fastlægges foranstaltninger til samordning af medlemsstaternes love, administrative bestemmelser, adfærdskodekser og andre ordninger, herunder ordninger, der er indført af de instanser, som officielt er ansvarlige for reguleringen af markederne (i det følgende benævnt »regler«), vedrørende tilbud om overtagelse af kapitalandele i selskaber, der henhører under en medlemsstats lovgivning, når alle eller nogle af disse kapitalandele i en eller flere medlemsstater er optaget til handel på et reguleret marked som defineret i direktiv 93/22/EØF(11)(i det følgende benævnt »reguleret marked«).

2. Dette direktiv finder ikke anvendelse på tilbud om overtagelse af kapitalandele i selskaber, hvis formål er kollektiv investering af kapital tilvejebragt fra offentligheden, hvis virksomhed bygger på princippet om risikospredning, og hvis andele på indehaverens begæring tilbagekøbes eller indløses direkte eller indirekte over disse selskabers aktiver. Med sådanne tilbagekøb eller indløsninger sidestilles det forhold, at sådanne selskaber handler med henblik på at sikre, at

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

kursværdien af dets andele ikke kommer til at afvige mærkbart fra nettoværdien.

3. Dette direktiv finder ikke anvendelse på tilbud om overtagelse af kapitalandele, der er udstedt af medlemsstaternes centralbanker.

Artikel 2
Definitioner

1. I dette direktiv forstås ved:

a) »overtagelsestilbud« eller »tilbud« : et offentligt tilbud (fra andre end målselskabet selv) til ejere af kapitalandele i et selskab om hel eller delvis erhvervelse af disse kapitalandele, som følger efter erhvervelse af kontrol med målselskabet ifølge national lovgivning, eller har dette som formål, uanset om tilbuddet er obligatorisk eller frivilligt

b) »målselskab«: det selskab, hvis kapitalandele er genstand for et tilbud

c) »tilbudsgiver«: enhver fysisk eller offentlig- eller privatretlig juridisk person, som fremsætter et tilbud

d) »personer, der handler i forståelse med andre« : fysiske eller juridiske personer, som samarbejder med tilbudsgiveren eller målselskabet i henhold til en aftale, der kan være udtrykkelig eller stiltiende, mundtlig eller skriftlig, og som tager sigte på at opnå kontrol med målselskabet eller at lægge hindringer i vejen for tilbuddet

e) »kapitalandele«: omsættelige værdipapirer, hvortil der er knyttet stemmerettigheder i et selskab

f) »tilbudsparter«: tilbudsgiveren, medlemmerne af tilbudsgiverens ledelse, hvis tilbudsgiveren er et selskab, målselskabet, indehavere af kapitalandele i målselskabet og medlemmerne af målselskabets ledelse, eller personer, der handler i forståelse med sådanne parter

g) »kapitalandele med multiple stemmerettigheder«: kapitalandele, der indgår i en særlig separat klasse, og som hver giver ret til mere end én stemme.

2. Ved anvendelsen af artikel 1, litra d), anses personer, som kontrolleres af en anden person, jf. artikel 87 i direktiv 2001/34/EF(12), for personer, der handler i forståelse med denne person og med hinanden.

Artikel 3
Generelle principper

1. Ved gennemførelsen af dette direktiv sikrer medlemsstaterne, at følgende principper overholdes:

a) Alle indehavere af kapitalandele i målselskabet af samme kategori skal behandles ens. Navnlig skal de øvrige indehavere af kapitalandele beskyttes, hvis en person opnår kontrol med selskabet.

b) Indehavere af kapitalandele i målselskabet skal have tilstrækkelig tid og tilstrækkelige oplysninger til at kunne tage stilling til tilbuddet på et velinformeret grundlag. Når målselskabets ledelse rådgiver indehaverne af kapitalandele, skal det afgive udtalelse om de virkninger, som en realisering af tilbuddet forventes at have på beskæftigelsen, beskæftigelsesvilkårene og driftsstedernes placering.

c) Målselskabets ledelse skal varetage selskabets interesser som helhed og må ikke fratage indehavere af kapitalandele mulighed for at tage stilling til fordelene ved tilbuddet.

d) Der må ikke skabes kunstige markeder for kapitalandelene i målselskabet, i det tilbudsgivende selskab eller i noget andet selskab, der berøres af tilbuddet, således at kursen på kapitalandelene bringes til at stige eller falde kunstigt, og således at markedernes normale funktionsmåde forstyrres.

e) Tilbudsgiveren må først give meddelelse om et tilbud efter at have sikret sig, at vedkommende fuldt ud kan opfylde ethvert krav med hensyn til modydelse i form af kontanter, og efter at have truffet alle rimelige foranstaltninger til sikring af, at enhver anden form for modydelse kan erlægges.

f) Målselskabets normale drift må ikke forstyrres længere end rimeligt som følge af et tilbud om overtagelse af dets kapitalandele.

2. Med henblik på at overholde principperne i stk. l:

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

a) sikrer medlemsstaterne, at minimumskravene i dette direktiv overholdes

b) kan medlemsstaterne fastsætte yderligere betingelser og strengere bestemmelser end dem, der kræves i dette direktiv, med henblik på at regulere tilbud.

Artikel 4
Tilsynsmyndighed og den lovgivning, der finder anvendelse

1. Medlemsstaterne udpeger den eller de myndigheder, der skal føre tilsyn med tilbud, for så vidt angår de regler, der fastsættes i henhold til dette direktiv. Disse myndigheder skal være enten offentlige myndigheder eller sammenslutninger eller private organer, som er anerkendt ifølge national lovgivning eller anerkendt af offentlige myndigheder, der udtrykkeligt er beføjet hertil i national lovgivning. Medlemsstaterne underretter Kommissionen om, hvilke myndigheder der er udpeget, og om eventuelle opgavefordelinger. Medlemsstaterne sikrer, at disse myndigheder udøver deres hverv upartisk og uafhængigt af alle tilbudsparter.

2. a) Den myndighed, der har kompetence til at føre tilsyn med tilbuddet, er tilsynsmyndigheden i den medlemsstat, hvor målselskabet har sit vedtægtsmæssige hjemsted, hvis kapitalandelene i dette selskab er optaget til handel på et reguleret marked i den pågældende medlemsstat.

b) Hvis kapitalandelene i målselskabet ikke er optaget til handel på et reguleret marked i den medlemsstat, hvor selskabet har sit vedtægtsmæssige hjemsted, er den myndighed, der har kompetence til at føre tilsyn med tilbuddet, tilsynsmyndigheden i den medlemsstat, på hvis regulerede marked selskabets kapitalandele er optaget til handel.

Hvis kapitalandelene i målselskabet er optaget til handel på regulerede markeder i mere end én medlemsstat, har tilsynsmyndigheden i den medlemsstat, på hvis regulerede marked kapitalandelene først blev optaget til handel, kompetence til at føre tilsyn med tilbuddet.

c) Hvis målselskabets kapitalandele samtidig optages til handel første gang på regulerede markeder i mere end én medlemsstat, skal målselskabet bestemme, hvilken af disse medlemsstaters myndigheder der har kompetence til at føre tilsyn med tilbuddet, og underrette disse regulerede markeder og deres tilsynsmyndigheder herom på den første handelsdag.

Hvis målselskabets kapitalandele allerede er optaget til handel på regulerede markeder i mere end én medlemsstat på den dato, der er nævnt i artikel 21, stk. 1, og blev optaget samtidig, skal tilsynsmyndighederne i disse medlemsstater senest fire uger efter den dato, der er nævnt i artikel 21, stk. 1, blive enige om, hvem af dem der skal have kompetence til at føre tilsyn med tilbuddet. Hvis dette ikke sker, fastlægger målselskabet den kompetente myndighed på den første handelsdag efter udløbet af fireugersfristen.

d) Medlemsstaterne sikrer, at de i litra c) omhandlede beslutninger offentliggøres.

e) I de tilfælde, der er nævnt i litra b) og c), behandles spørgsmål vedrørende den modydelse, som tilbydes i forbindelse med et tilbud, herunder navnlig prisen, og spørgsmål i tilknytning til proceduren for tilbuddet, navnlig oplysningen om tilbudsgiverens beslutning om at give et tilbud, indholdet af tilbudsdokumentet og offentliggørelsen af tilbuddet, i henhold til reglerne i den kompetente myndigheds medlemsstat. I spørgsmål vedrørende underretning af målselskabets ansatte og i spørgsmål vedrørende selskabsret, navnlig hvilken procentdel af stemmerettighederne der giver kontrol, eventuelle undtagelser fra pligten til at fremsætte et tilbud, samt vilkårene for, at målselskabets ledelse kan træffe foranstaltninger, hvorved der lægges hindringer i vejen for overtagelsestilbuddet, anvendes de gældende regler i den medlemsstat, hvor målselskabet har sit vedtægtsmæssige hjemsted, og den kompetente myndighed er myndigheden i denne medlemsstat.

3. Medlemsstaterne drager omsorg for, at alle personer, der er eller har være ansat hos tilsynsmyndighederne, er underkastet tavshedspligt. Oplysninger, der er omfattet af tavshedspligt, må ikke videregives til nogen person eller myndighed, medmindre der er lovhjemmel herfor.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

4. Medlemsstaternes tilsynsmyndigheder i henhold til dette direktiv og andre myndigheder, der fører tilsyn med kapitalmarkederne, navnlig i henhold til direktiv 93/22/EØF, direktiv 2001/34/EF, direktiv 2003/6/EF og Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, samarbejder og meddeler hinanden oplysninger, i det omfang det er nødvendigt for gennemførelsen af de regler, der er udarbejdet i medfør af dette direktiv, og især i de tilfælde, der er omfattet af stk. 2, litra b), c), og e). De således udvekslede oplysninger er omfattet af den tavshedspligt, der påhviler personer, som er eller har været ansat hos de tilsynsmyndigheder, der modtager oplysningerne. Samarbejdet skal omfatte muligheden for at forkynde de retlige dokumenter, der er nødvendige for at håndhæve de foranstaltninger, som de kompetente myndigheder har truffet i forbindelse med tilbud, samt enhver anden bistand, som tilsynsmyndighederne med rimelighed kan begære med henblik på at efterforske faktiske eller påståede overtrædelser af de regler, der fastsættes i henhold til dette direktiv.

5. Tilsynsmyndighederne tildeles de beføjelser, der er nødvendige for at udføre deres hverv, herunder at tilsikre, at parterne i tilbuddet overholder de regler, der fastsættes i henhold til dette direktiv.

Hvis de generelle principper, der er omhandlet i artikel 3, stk. 1, er overholdt, kan medlemsstaterne i de regler, der fastsættes i henhold til dette direktiv, give mulighed for undtagelser fra disse regler:

i) ved i deres nationale regler at fastsætte sådanne undtagelser for at tage hensyn til omstændigheder, der fastlægges på nationalt plan,

og/eller

ii) ved at give deres tilsynsmyndigheder, når disse har kompetence, beføjelse til at fravige sådanne nationale regler for at tage hensyn til de omstændigheder, der er omhandlet i nr. i), eller andre specifikke omstændigheder, idet der i sidstnævnte tilfælde træffes en begrundet afgørelse.

6. Dette direktiv berører ikke medlemsstaternes beføjelser til at udpege de retslige eller andre myndigheder, der skal have til opgave dels at behandle tvister, dels at tage stilling til eventuelle uregelmæssigheder i forbindelse med tilbuddene, ligesom det heller ikke berører medlemsstaternes beføjelser til at fastsætte regler om, hvorvidt og under hvilke omstændigheder tilbudsparter har ret til at iværksætte en administrativ eller retslig procedure. Især berører dette direktiv ikke de beføjelser, retsinstanserne i en medlemsstat måtte have til at afvise en sag og til at tage stilling til, om en sådan sag kan påvirke udfaldet af tilbuddet. Dette direktiv berører ikke medlemsstaternes beføjelse til at afgøre retsstillingen i forbindelse med tilsynsmyndighedernes ansvar eller retstvister mellem tilbudsparterne.

Artikel 5
Beskyttelse af minoritetsinteresser, obligatorisk tilbud, rimelig pris

1. Såfremt en fysisk eller juridisk person ved egen overtagelse eller ved overtagelse gennem personer, der handler i forståelse med den pågældende person, kommer i besiddelse af kapitalandele i et selskab som omhandlet i artikel 1, stk. 1, der sammenlagt med pågældendes eksisterende kapitalandele i selskabet og kapitalandele, som besiddes af personer, der handler i forståelse med vedkommende, direkte eller indirekte giver personen en bestemt procentdel af stemmerettighederne i dette selskab, hvorved den pågældende opnår kontrol med selskabet, sikrer medlemsstaterne, at der findes regler, som forpligter den pågældende til at fremsætte et tilbud som et middel til at beskytte minoritetsinteresserne i selskabet. Et sådant tilbud skal hurtigst muligt fremsættes til samtlige indehavere af kapitalandele og vedrøre alle deres andele, og der skal tilbydes en rimelig pris, jf. stk. 4.

2. Det obligatoriske tilbud, der er omhandlet i stk. 1, bortfalder, når der er opnået kontrol som følge af et frivilligt tilbud, der er fremsat i overensstemmelse med dette di-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

rektiv til samtlige indehavere af kapitalandele for deres samlede andele.

3. Den procentdel af stemmerettighederne, der giver kontrol, jf. stk. 1, samt beregningsmåden herfor bestemmes efter reglerne i den medlemsstat, hvor selskabet har sit vedtægtsmæssige hjemsted.

4. Ved en rimelig pris forstås den højeste pris, der betales for de samme kapitalandele af tilbudsgiveren eller af personer, som handler i forståelse med denne, i en periode, der fastsættes af medlemsstaterne, på mindst seks og højst tolv måneder før det i stk. 1 nævnte tilbud. Hvis tilbudsgiveren eller en person, som handler i forståelse med denne, efter at tilbuddet er offentliggjort, og inden det lukkes for accept, køber kapitalandele over tilbudsprisen, skal tilbudsgiveren forhøje sit tilbud til mindst den højeste pris, der er betalt for de således erhvervede kapitalandele.

Under forudsætning af, at de generelle principper i artikel 3, stk. 1, overholdes, kan medlemsstaterne tillade, at tilsynsmyndighederne ændrer denne pris under klart definerede omstændigheder og kriterier. Medlemsstaterne kan med henblik herpå udarbejde en liste over de omstændigheder, som kan give anledning til, at den højeste pris ændres, opad eller nedad, som for eksempel hvis den højeste pris er aftalt mellem køber og sælger, hvis kursen på de pågældende kapitalandele er blevet manipuleret, hvis kurserne generelt eller i det foreliggende tilfælde er blevet påvirket af ekstraordinære begivenheder, eller med henblik på at redde et nødlidende selskab. Medlemsstaterne kan ligeledes definere de kriterier, der skal anvendes i disse tilfælde, for eksempel gennemsnitskursen over en bestemt periode, selskabets likvidationsværdi eller andre objektive kriterier, som er almindelig anvendt i finansanalyser.

Hvis tilsynsmyndighederne beslutter at ændre en rimelig pris, begrundes og offentliggøres denne beslutning.

5. Tilbudsgiveren kan som modydelse tilbyde kapitalandele, kontanter eller en kombination heraf.

Består den modydelse, tilbudsgiveren tilbyder, ikke af likvide kapitalandele, som er optaget til handel på et reguleret marked, skal denne modydelse dog omfatte kontanter som valgmulighed.

Tilbudsgiveren skal under alle omstændigheder tilbyde en modydelse i kontanter, i det mindste som alternativ, hvis vedkommende selv eller personer, der handler i forståelse med den pågældende, i en periode, der begynder samtidig med den periode, som medlemsstaterne har fastsat i henhold til stk. 4, og slutter, når tilbuddet lukkes for accept, mod kontanter har erhvervet kapitalandele, der repræsenterer mindst 5 af stemmerettighederne i målselskabet.

Medlemsstaterne kan fastsætte, at der i alle tilfælde skal tilbydes en modydelse i kontanter, i det mindste som alternativ.

6. Ud over den beskyttelse, der er omhandlet i stk. 1, kan medlemsstaterne indføre yderligere instrumenter til beskyttelse af de interesser, som indehaverne af kapitalandele har, hvis disse instrumenter ikke forhindrer et normalt forløb af et tilbud.

Artikel 6
Oplysning om tilbuddet

1. Medlemsstaterne sikrer, at beslutningen om at fremsætte et tilbud offentliggøres straks, og at tilsynsmyndigheden orienteres om tilbuddet. Medlemsstaterne kan kræve, at tilsynsmyndigheden underrettes, inden beslutningen offentliggøres. Straks efter offentliggørelsen af tilbuddet orienterer målselskabets og tilbudsgiverens ledelser de ansattes repræsentanter eller, såfremt der ikke findes sådanne repræsentanter, de ansatte direkte.

2. Medlemsstaterne sikrer, at tilbudsgiveren udarbejder og i god tid offentliggør et tilbudsdokument, som indeholder de oplysninger, der er nødvendige for, at indehaverne af kapitalandele i målselskabet kan tage stilling til tilbuddet på et velinformeret grundlag. Inden tilbudsdokumentet offentliggøres, forelægger tilbudsgiveren det for tilsynsmyndigheden. Når det offentliggøres, forelægger målselskabets og tilbudsgivers ledelser det for deres ansattes repræsentan-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ter eller, såfremt der ikke findes sådanne repræsentanter, direkte for de ansatte.

I tilfælde, hvor det i første afsnit omhandlede tilbudsdokument skal forhåndsgodkendes af tilsynsmyndigheden, skal det, når det er godkendt, med forbehold af et eventuelt krav om oversættelse, anerkendes af den eller de andre medlemsstater, på hvis markeder målselskabets kapitalandele er optaget til handel, uden at dette kræver godkendelse fra tilsynsmyndighederne i de pågældende medlemsstater. Disse tilsynsmyndigheder kan kun kræve, at der i tilbudsdokumentet indsættes yderligere oplysninger, som er specifikke for markedet i den eller de medlemsstater, på hvis markeder målselskabets kapitalandele er optaget til handel, og som vedrører såvel de formaliteter, der skal overholdes ved accept af tilbuddet og ved modtagelse af den modydelse, der forfalder, når tilbuddet lukkes, som de skatteordninger, der gælder for den modydelse, som tilbydes indehaverne af kapitalandelene.

3. Det i stk. 2 omhandlede tilbudsdokument skal mindst indeholde oplysninger om:

a) tilbudsvilkårene

b) tilbudsgiverens identitet og, dersom tilbudsgiveren er et selskab, dette selskabs type, navn og vedtægtsmæssige hjemsted

c) de kapitalandele eller i givet fald den eller de kategorier af kapitalandele, tilbuddet vedrører

d) den modydelse, der tilbydes for hver kapitalandel eller kategori af kapitalandele, og i forbindelse med obligatoriske tilbud vurderingsgrundlaget for fastsættelsen heraf med nærmere oplysninger om, hvordan denne modydelse vil blive ydet

e) den kompensation, der tilbydes for de rettigheder, der måtte blive frataget som følge af gennembrudsreglen i artikel 11, stk. 4, med nærmere oplysninger om, hvordan kompensationen udbetales, og hvordan den beregnes

f) den maksimale og minimale mængde kapitalandele, udtrykt i procent eller antal, som tilbudsgiveren forpligter sig til at erhverve

g) de kapitalandele, som tilbudsgiveren og personer, der handler i forståelse med denne, allerede måtte have i målselskabet

h) alle de betingelser, der er knyttet til tilbuddet

i) tilbudsgiverens intentioner med hensyn til målselskabets og i givet fald det tilbudsgivende selskabs fremtidige virksomhed, bibeholdelsen af arbejdspladser for personalet og ledelsen, herunder enhver væsentlig ændring af ansættelsesvilkårene. Dette gælder især tilbudsgiverens strategiske planer for disse selskaber og de sandsynlige konsekvenser for beskæftigelsen og driftsstederne

j) fristen for accept af tilbuddet

k) eventuelle værdipapirer, som indgår i tilbudsgiverens modydelse

l) finansieringen af tilbuddet

m) identiteten af personer, der handler i forståelse med tilbudsgiveren eller målselskabet, og, dersom der er tale om selskaber, deres type, navn og vedtægtsmæssige hjemsted samt deres forhold til tilbudsgiveren og om muligt til målselskabet

n) angivelse af den nationale lovgivning, der regulerer de aftaler, som indgås mellem tilbudsgiveren og indehaverne af kapitalandelene som følge af tilbuddet, og af de kompetente retsinstanser.

4. Kommissionen vedtager efter proceduren i artikel 18, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser til denne artikels stk. 3.

5. Medlemsstaterne sikrer, at tilbudsparterne til enhver tid efter begæring skal forsyne tilsynsmyndighederne i deres medlemsstat med alle de oplysninger, som de er i besiddelse af vedrørende tilbuddet, og som tilsynsmyndighederne finder nødvendige for udførelsen af deres hverv.

Artikel 7
Frist for accept af tilbuddet

1. Medlemsstaterne fastsætter, at fristen for accept af tilbuddet ikke må være kortere end to uger eller længere end ti uger regnet fra datoen for tilbudsdokumentets offentliggørelse. Med forbehold af det generelle princip i artikel 3, stk. 1, litra f), kan medlemssta-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

terne bestemme, at tiugersfristen kan forlænges på betingelse af, at tilbudsgiveren giver mindst to ugers varsel om, at vedkommende agter at lukke tilbuddet.

2. Medlemsstaterne kan fastsætte regler om ændring af den i stk. 1 omhandlede frist i særlige tilfælde. Medlemsstaterne kan give tilsynsmyndigheden bemyndigelse til at indrømme undtagelser fra den i stk. 1 omhandlede frist for at give målselskabet mulighed for at indkalde til en generalforsamling, som kan tage stilling til tilbuddet.

Artikel 8
Offentliggørelse af tilbuddet

1. Medlemsstaterne sikrer, at et tilbud offentliggøres på en sådan måde, at der sikres åbenhed på markedet og integritet med hensyn til kapitalandelene i målselskabet, i det tilbudsgivende selskab eller i ethvert andet selskab, som er berørt af tilbuddet, og navnlig at der undgås offentliggørelse eller udbredelse af urigtige eller vildledende oplysninger.

2. Medlemsstaterne sikrer, at alle fornødne oplysninger og dokumenter, der kræves ifølge artikel 6, offentliggøres på en sådan måde, at der er både nem og hurtig adgang hertil for indehaverne af kapitalandele, i det mindste i de medlemsstater, hvor målselskabets kapitalandele er optaget til handel på et reguleret marked, og for repræsentanterne for målselskabets og tilbudsgivers ansatte eller, hvis der ikke findes sådanne repræsentanter, direkte for de ansatte.

Artikel 9
Forpligtelser for målselskabets ledelse

1. Medlemsstaterne sikrer, at reglerne i stk. 2-5 overholdes.

2. I den i andet afsnit omhandlede periode indhenter målselskabets ledelse forhåndsgodkendelse fra generalforsamlingen, før der tages initiativer, der kan medføre, at der lægges hindringer i vejen for tilbuddet, bortset fra at undersøge andre tilbud, og navnlig før der udstedes kapitalandele for at forhindre tilbudsgiveren i at overtage kontrollen med målselskabet.

En sådan godkendelse er obligatorisk senest fra det øjeblik, hvor målselskabets ledelse har modtaget de oplysninger om tilbuddet, som er nævnt i artikel 6, stk. 1, første punktum, og så længe resultatet heraf ikke er offentliggjort, eller tilbuddet ikke er bortfaldet. Medlemsstaterne kan beslutte at fremskynde det tidspunkt, hvor godkendelsen skal indhentes, for eksempel fra det øjeblik hvor målselskabets ledelse får kendskab til, at tilbuddet vil blive fremsat.

3. Hvad angår beslutninger, som er truffet før den periode, der er fastsat i stk. 2, andet afsnit, og som endnu ikke er gennemført, skal generalforsamlingen godkende eller bekræfte enhver beslutning, som ikke indgår i selskabets almindelige virksomhed, hvis dens gennemførelse kan medføre, at der lægges hindringer i vejen for tilbuddet.

4. For at forhåndsgodkendelsen, godkendelsen eller bekræftelsen fra indehaverne af kapitalandele i overensstemmelse med stk. 2 og 3 kan indhentes, kan medlemsstaterne fastsætte regler, der giver mulighed for at indkalde til generalforsamling med kort varsel, såfremt generalforsamlingen afholdes tidligst to uger efter indkaldelsen.

5. Målselskabets ledelse udarbejder og offentliggør et dokument, som indeholder dens holdning til tilbuddet og begrundelsen herfor, navnlig dens holdning til konsekvenserne af gennemførelsen af tilbuddet for alle selskabets interesser, særligt beskæftigelsen, og til tilbudsgiverens strategiske planer for målselskabet og disses sandsynlige konsekvenser for beskæftigelsen og driftsstederne som omhandlet i tilbudsdokumentet, jf. artikel 6, stk. 3, litra i). Samtidig meddeler målselskabets ledelse sin holdning til repræsentanterne for målselskabets ansatte eller, såfremt der ikke findes sådanne repræsentanter, direkte til de ansatte. Hvis målselskabets ledelse i rette tid modtager en særskilt udtalelse fra personalerepræsentanterne om konsekvenserne for beskæftigelsen, skal denne vedlægges dokumentet.

6. I stk. 2 forstås der ved »ledelse« både selskabets administrative ledelsesorgan og dets tilsynsorgan, såfremt selskabet er organiseret således, at ledelsen er tostrenget.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Artikel 10
Oplysning om selskaber som omhandlet i artikel 1, stk. 1

1. Medlemsstaterne sikrer, at de selskaber, som omhandles i artikel 1, stk. 1, offentliggør detaljerede oplysninger om følgende emner:

a) kapitalstrukturen, herunder kapitalandele, der ikke er optaget til handel på et reguleret marked i en medlemsstat, i givet fald med angivelse af de forskellige aktieklasser med oplysninger om de rettigheder og forpligtelser, der knytter sig til hver aktieklasse, og den procentdel af aktiekapitalen, som den udgør

b) samtlige begrænsninger ved overdragelse af kapitalandele, for eksempel begrænsning af det antal kapitalandele, der må ejes, eller krav om tilladelse fra selskabet eller de øvrige indehavere af kapitalandele, jf. dog artikel 46 i direktiv 2001/34/EF

c) væsentlige direkte eller indirekte kapitalbesiddelser (for eksempel på tværs af vertikale strukturer eller krydsejerskab af aktier) som omhandlet i artikel 85 i direktiv 2001/34/EF

d) indehaverne af kapitalandele med særlige kontrolrettigheder og en beskrivelse af disse rettigheder

e) kontrolsystem i forbindelse med eventuelle medarbejderaktieordninger, når stemmeretten ikke udøves direkte af medarbejderaktionærerne

f) stemmeretsbegrænsninger, for eksempel i form af procentdele eller et begrænset antal stemmer, frister for udøvelse af stemmeret eller ordninger, hvorved de finansielle rettigheder, der knytter sig til kapitalandelene, i samarbejde med selskabet adskilles fra ejerskabet af kapitalandelene

g) aktionæraftaler, som er kendt af selskabet og kan medføre begrænsninger i mulighederne for at overdrage kapitalandele og/eller stemmerettigheder som omhandlet i direktiv 2001/34/EF

h) gældende regler for udpegelse og udskiftning af medlemmer af selskabets ledelse samt ændring af dets vedtægter

i) ledelsens beføjelser, især hvad angår muligheden for at udstede eller tilbagekøbe kapitalandele

j) væsentlige aftaler, som selskabet har indgået, og som får virkning, ændres eller udløber, hvis kontrollen med selskabet ændres som følge af et overtagelsestilbud, og virkningerne heraf, medmindre de er af en sådan art, at offentliggørelse heraf ville være til alvorlig skade for selskabet; denne undtagelse finder ikke anvendelse, når selskabet udtrykkelig er forpligtet til at videregive sådanne oplysninger i henhold til andre krav i lovgivningen

k) aftaler mellem selskabet og dets ledelse eller medarbejdere, som medfører, at disse modtager kompensation, hvis de fratræder eller afskediges uden grund, eller hvis deres stilling nedlægges som følge af et overtagelsestilbud.

2. De i stk. 1, nævnte oplysninger offentliggøres i selskabets årsberetning som omhandlet i artikel 46 i direktiv 78/660/EØF(13)og artikel 36 i direktiv 83/349/EØF(14).

3. Medlemsstaterne sikrer, at der findes regler, der garanterer, at ledelsen i selskaber, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked i en medlemsstat, forelægger aktionærerne beretning på den ordinære generalforsamling om de spørgsmål, der er omhandlet i stk. 1.

Artikel 11
Gennembrud

1. Med forbehold af de øvrige rettigheder og forpligtelser, som fastlægges i fællesskabsretten for de selskaber, der er omhandlet i artikel 1, stk. 1, sikrer medlemsstaterne, at de bestemmelser, der er nævnt i stk. 2-7, finder anvendelse, når et tilbud er blevet offentliggjort.

2. Ingen indskrænkninger i retten til overdragelse af kapitalandelene ifølge målselskabets vedtægter kan gøres gældende over for tilbudsgiveren før udløbet af den tilbudsperiode, der er omhandlet i artikel 7, stk. 1.

Ingen indskrænkninger i retten til overdragelse af kapitalandelene, som er kontraktligt aftalt mellem målselskabet og indehaverne

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

af kapitalandele i dette selskab eller mellem indehaverne af kapitalandele i målselskabet efter vedtagelsen af dette direktiv, kan gøres gældende over for tilbudsgiveren i den tilbudsperiode, der er omhandlet i artikel 7, stk. 1.

3. Stemmeretsbegrænsninger ifølge målselskabets vedtægter har ikke virkning på en generalforsamling, hvor der træffes afgørelse om forsvarsforanstaltninger i overensstemmelse med artikel 9.

Stemmeretsbegrænsninger ifølge kontraktlige aftaler mellem målselskabet og indehaverne af kapitalandele i dette selskab eller mellem indehaverne af kapitalandele i målselskabet indgået efter vedtagelsen af dette direktiv har ikke virkning på en generalforsamling, hvor der træffes afgørelse om forsvarsforanstaltninger i overensstemmelse med artikel 9.

Kapitalandele med multiple stemmerettigheder giver kun ret til én stemme på en generalforsamling, hvor der træffes afgørelse om forsvarsforanstaltninger i overensstemmelse med artikel 9.

4. Hvis tilbudsgiveren i forbindelse med et tilbud har erhvervet mindst 75 af den stemmeberettigede kapital, finder indskrænkninger i retten til overdragelse af kapitalandele, stemmeretsbegrænsninger som omhandlet i stk. 2 og 3 og begrænsninger i aktionærernes ekstraordinære rettigheder vedrørende udnævnelse eller udskiftning af medlemmer af ledelsen i henhold til målselskabets vedtægter ikke anvendelse. Kapitalandele med multiple stemmerettigheder giver kun ret til én stemme på den første generalforsamling, som følger efter udløbet af tilbudsperioden, og hvortil tilbudsgiveren indkalder for at ændre vedtægterne eller udnævne eller udskifte medlemmer af ledelsen.

Med dette formål for øje har tilbudsgiveren ret til at indkalde til generalforsamling med kort varsel, såfremt generalforsamlingen afholdes tidligst to uger efter indkaldelsen.

5. Når rettigheder bortfalder på grundlag af stk. 2, 3 eller 4 og/eller artikel 12, skal der ydes en rimelig kompensation for ethvert tab, som indehaverne af rettighederne lider. Betingelserne for fastsættelse af kompensationen og de nærmere bestemmelser for udbetalingen heraf fastsættes af medlemsstaterne.

6. Stk. 3 og 4 finder ikke anvendelse på kapitalandele, hvis der i stedet for den manglende stemmeret indrømmes en anden specifik finansiel kompensation.

7. Denne artikel finder ikke anvendelse, når enten medlemsstater er indehavere af kapitalandele i målselskabet, der giver medlemsstaterne særlige rettigheder, som er forenelige med traktaten, på særlige rettigheder fastsat i national ret, der er forenelige med traktaten, eller på andelsselskaber.

Artikel 12
Valgfri ordninger

1. Medlemsstaterne kan forbeholde sig ret til at undlade at kræve, at de i artikel 1, stk. 1, omhandlede selskaber, der har vedtægtsmæssigt hjemsted på deres område, skal anvende artikel 9, stk. 2 og 3, og/eller artikel 11.

2. Når medlemsstaterne gør brug af den i stk. 1 omhandlede mulighed, skal de dog give selskaber med vedtægtsmæssigt hjemsted på deres område mulighed for at vælge at anvende artikel 9, stk. 2 og 3, og/eller artikel 11, jf. dog artikel 11, stk. 7, samt mulighed for omvalg.

Selskabets afgørelse træffes af generalforsamlingen på grundlag af den lovgivning, der finder anvendelse på det sted, hvor selskabet har sit vedtægtsmæssige hjemsted, i overensstemmelse med de regler, der gælder for ændringer af vedtægterne. Afgørelsen meddeles tilsynsmyndigheden i den medlemsstat, hvor selskabet har sit vedtægtsmæssige hjemsted, og alle tilsynsmyndigheder i de medlemsstater, på hvis regulerede markeder dets kapitalandele er optaget til handel, eller hvor der er indgivet anmodning herom.

3. Medlemsstaterne kan på de i national ret fastsatte vilkår fritage selskaber, der anvender artikel 9, stk. 2 og 3, og/eller artikel 11, fra anvendelsen heraf, hvis de bliver omfattet af et tilbud fra et selskab, der ikke anvender de samme artikler, som gælder for dem, eller fra et selskab, der direkte eller

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

indirekte er kontrolleret af et sådant selskab som omhandlet i artikel 1 i direktiv 83/349/EØF.

4. Medlemsstaterne sørger for, at de bestemmelser, der gælder for de forskellige selskaber, offentliggøres straks.

5. Anvendelse af en foranstaltning i henhold til stk. 3 kan kun ske efter godkendelse af målselskabets generalforsamling, som skal være indhentet højst 18 måneder før offentliggørelsen af tilbuddet, jf. artikel 6, stk. 1.

Artikel 13
Øvrige regler for tilbud

Medlemsstaterne sikrer desuden, at der findes regler for tilbudsproceduren på mindst følgende punkter:

a) tilbuddets udløb

b) ændring af tilbuddet

c) konkurrerende tilbud

d) offentliggørelse af tilbudsresultatet

e) tilbuddets uigenkaldelige karakter og tilladte betingelser.

Artikel 14
Information og høring af arbejdstagernes repræsentanter

Dette direktiv berører ikke reglerne om information og høring af samt, hvis medlemsstaterne bestemmer det, medbestemmelse for arbejdstagernes repræsentanter i det tilbudsgivende selskab og målselskabet i henhold til relevante nationale bestemmelser, særlig bestemmelser, som er fastsat i henhold til direktiv 94/45/EF, 98/59/EF, 2001/86/EF og 2002/14/EF.

Artikel 15
Indløsningsret for tilbudsgiver

1. Medlemsstaterne sikrer, at bestemmelserne i stk. 2-5 finder anvendelse efter fremsættelse af et tilbud til samtlige indehavere af kapitalandele i målselskabet vedrørende samtlige deres kapitalandele.

2. Medlemsstaterne sikrer, at tilbudsgiveren kan forlange, at alle indehaverne af de resterende kapitalandele skal sælge vedkommende disse kapitalandele til en rimelig pris. Medlemsstaterne sikrer, at denne rettighed finder anvendelse i følgende situationer:

a) hvis tilbudsgiveren har erhvervet kapitalandele, der udgør mindst 90 af målselskabets stemmeberettigede kapital og 90 af målselskabets stemmerettigheder,

eller

b) hvis tilbudsgiveren efter accept af tilbuddet har erhvervet eller har indgået fast aftale om at erhverve kapitalandele, der udgør mindst 90 af målselskabets stemmeberettigede kapital og 90 af de stemmerettigheder, som var omfattet af tilbuddet.

I de tilfælde, der er nævnt i litra a), kan medlemsstaterne fastsætte et højere minimum, som dog ikke må overstige 95 af den stemmeberettigede kapital og 95 af stemmerettighederne.

3. Medlemsstaterne sikrer, at der findes regler, som gør det muligt at beregne, hvornår tærsklen er nået.

Hvis målselskabet har udstedt flere klasser af kapitalandele, kan medlemsstaterne fastsætte, at retten til indløsning for tilbudsgiver kun kan udøves i den klasse, i hvilken tærsklen i stk. 2 er nået.

4. Hvis tilbudsgiveren ønsker at udøve sin ret til indløsning, skal den pågældende gøre dette inden for tre måneder, efter at den i artikel 7 omhandlede tilbudsperiode er udløbet.

5. Medlemsstaterne sikrer, at der garanteres en rimelig pris. Denne pris skal antage samme form som modydelsen i tilbuddet eller bestå af kontanter. Medlemsstaterne kan bestemme, at der i det mindste som alternativ skal tilbydes kontanter.

Efter et frivilligt tilbud i de under stk. 2, litra a) og b), nævnte tilfælde betragtes modydelsen i tilbuddet som rimelig, når tilbudsgiveren ved accept af tilbuddet har erhvervet mindst 90 af den stemmeberettigede kapital, som var omfattet af tilbuddet.

Efter et obligatorisk tilbud betragtes modydelsen i tilbuddet som rimelig.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Artikel 16
Indløsningsret for minoritetsaktionærer

1. Medlemsstaterne sikrer, at bestemmelserne i stk. 2 og 3 finder anvendelse efter fremsættelse af et tilbud til samtlige indehavere af kapitalandele i målselskabet vedrørende samtlige deres kapitalandele.

2. Medlemsstaterne sikrer, at indehavere af de resterende kapitalandele kan kræve, at tilbudsgiveren køber disse kapitalandele til en rimelig pris på de samme vilkår som omhandlet i artikel 15, stk. 2.

3. Bestemmelserne i artikel 15, stk. 3-5, finder tilsvarende anvendelse.

Artikel 17
Sanktioner

Medlemsstaterne fastsætter de sanktioner, der skal pålægges ved overtrædelse af de nationale foranstaltninger, der træffes til gennemførelse af dette direktiv, og træffer alle nødvendige forholdsregler for at gennemføre disse. Sådanne sanktioner skal være effektive, stå i rimeligt forhold til overtrædelsen og have præventiv virkning. Medlemsstaterne underretter Kommissionen om disse foranstaltninger senest på den dato, der er fastsat i artikel 21, stk. 1, og om enhver senere ændring heraf hurtigst muligt.

Artikel 18
Udvalg

1. Kommissionen bistås af Det Europæiske Værdipapirudvalg, der er oprettet ved afgørelse 2001/528/EF (i det følgende benævnt »udvalget«).

2. Når der henvises til dette stykke, anvendes artikel 5 og 7 i afgørelse 1999/468/EF, jf. dennes artikel 8, for så vidt de gennemførelsesforanstaltninger, der træffes efter denne procedure, ikke ændrer de grundlæggende bestemmelser i dette direktiv.

Perioden i artikel 5, stk. 6, i afgørelse 1999/468/EF, fastsættes til tre måneder.

3. Medmindre andet er fastsat i de gennemførelsesbestemmelser, der allerede er vedtaget, ophører anvendelsen af dette direktivs bestemmelser om vedtagelse af tekniske bestemmelser og afgørelser efter proceduren i stk. 2 fire år efter direktivets ikrafttræden. Europa-Parlamentet og Rådet kan på forslag af Kommissionen forny disse bestemmelser efter proceduren i traktatens artikel 251 og tager dem med henblik herpå op til revision inden udløbet af ovennævnte tidsrum.

Artikel 19
Kontaktudvalg

1. Der nedsættes et kontaktudvalg, der har til opgave:

a) uden at det berører traktatens artikel 226 og 227, at lette en harmoniseret anvendelse af dette direktiv ved regelmæssige møder navnlig om de konkrete problemer, som måtte opstå i forbindelse med dets anvendelse

b) om nødvendigt at rådgive Kommissionen vedrørende tilføjelser til eller ændringer af dette direktiv.

2. Det er ikke kontaktudvalgets opgave at vurdere de afgørelser, som tilsynsmyndighederne har truffet i konkrete sager.

Artikel 20
Revision

Fem år efter den dato, der er fastsat i artikel 21, stk. 1, gennemgår Kommissionen dette direktiv på baggrund af de erfaringer, der er opnået i forbindelse med anvendelsen heraf og foreslår om nødvendigt en revision. Gennemgangen omfatter en undersøgelse af de kontrolstrukturer og hindringer for overtagelsestilbud, som ikke er omfattet af dette direktiv.

Med henblik herpå meddeler medlemsstaterne årligt Kommissionen oplysninger om de overtagelsestilbud, der er blevet fremsat vedrørende selskaber, hvis kapitalandele er optaget til handel på deres regulerede markeder. Disse oplysninger skal omfatte oplysning om det sted, hvor selskaberne har deres vedtægtsmæssige hjemsted, resultatet af tilbuddet og andre oplysninger, der er relevante for at forstå, hvordan overtagelsestilbud fungerer i praksis.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Artikel 21
Gennemførelse

1. Medlemsstaterne sætter de nødvendige love og administrative bestemmelser i kraft for at efterkomme dette direktiv inden den. 20 maj 2006 . De underretter straks Kommissionen herom.

Disse love og bestemmelser skal ved vedtagelsen indeholde en henvisning til dette direktiv eller skal ved offentliggørelsen ledsages af en sådan henvisning. De nærmere regler for henvisningen fastsættes af medlemsstaterne.

2. Medlemsstaterne meddeler Kommissionen teksten til de vigtigste nationale retsforskrifter, som de udsteder på det område, der er omfattet af dette direktiv.

Artikel 22
Ikrafttræden

Dette direktiv træder i kraft på tyvendedagen efter offentliggørelsen i Den Europæiske Unions Tidende .

Artikel 23
Adressater

Dette direktiv er rettet til medlemsstaterne.

Udfærdiget i Strasbourg, den 21. april 2004 .

På Europa-Parlamentets vegne

P. Cox

Formand

På Rådets vegne

D. Roche

Formand

(1) EUT C 45 E af 25. 2. 2003, s. 1.

(2) EUT C 208 af 3. 9. 2003, s. 55.

(3) Europa-Parlamentets udtalelse af 16. 12. 2003 (endnu ikke offentliggjort i EUT) og Rådets afgørelse af 30. 3. 2004 .

(4) EFT L 254 af 30. 9. 1994, s. 64. Ændret ved direktiv 97/74/EF (EFT L 10 af 16. 1. 1998, s. 22).

(5) EFT L 225 af 12. 8. 1998, s. 16.

(6) EFT L 294 af 10. 11. 2001, s. 22.

(7) EFT L 80 af 23. 3. 2002, s. 29.

(8) EUT L 96 af 12. 4. 2003, s. 16.

(9) EFT L 191 af 13. 7. 2001, s. 45. Ændret ved afgørelse 2004/8/EF (EUT L 3 af 7. 1. 2004, s. 33).

(10) EFT L 184 af 17. 7. 1999, s. 23.

(11) Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdi-papirer (EFT L 141 af 11. 6. 1993, s. 27). Senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/87/EF (EUT L 35 af 11. 2. 2003, s. 1).

(12) Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/34/EF af 28. maj 2001 vedrørende betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om visse værdipapirer (EFT L 184 af 6. 7. 2001, s. 1). Senest ændret ved direk-tiv 2003/71/EF (EUT L 345 af 31. 12. 2003, s. 64).

(13) Rådets fjerde direktiv 78/660/EØF af 25. juli 1978 om årsregnskaberne for visse selskabs-former (EFT L 222 af 14. 8. 1978, s. 11). Senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/51/EF (EUT L 178 af 17. 7. 2003, s. 16).

(14) Rådets syvende direktiv 83/349/EØF af 13. juni 1983 om konsoliderede regnskaber (EFT L 193 af 18. 7. 1983, s. 1). Senest ændret ved direktiv 2003/51/EF.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kommissionens forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter (EØS-relevant tekst)

KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER HAR –

under henvisning til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab,

under henvisning til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2002 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug)(1), særlig artikel 8,

efter høring af Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg(2) med henblik på teknisk rådgivning, og

ud fra følgende betragtninger:

(1) I henhold til artikel 8 i direktiv 2003/6/EF, gælder forbuddene i direktivet ikke for handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer eller for stabilisering af et finansielt instrument, forudsat at sådanne transaktioner gennemføres i overensstemmelse med gennemførelsesforanstaltninger, der er vedtaget til dette formål.

(2) Aktiviteter i form af handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer eller stabilisering af et finansielt instrument, der ikke er fritaget for forbuddene i direktiv 2003/6/EF, som omhandlet i direktivets artikel 8, bør ikke i sig selv betragtes som markedsmisbrug.

(3) På den anden side omfatter de fritagelser, der indføres ved denne forordning, kun adfærd, der er direkte knyttet til tilbagekøbs- og stabiliseringsaktiviteternes formål. Adfærd, der ikke er direkte knyttet til tilbagekøbs- og stabiliseringsaktiviteternes formål, skal derfor betragtes som enhver anden aktivitet, der er omfattet af direktiv 2003/6/EF, og kan blive genstand for administrative foranstaltninger eller sanktioner, hvis den kompetente myndighed fastslår, at den pågældende aktivitet skal betragtes som markedsmisbrug.

(4) Med hensyn til handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer påvirker reglerne i denne forordning ikke anvendelsen af Rådets direktiv 77/91/EØF(3) om samordning af de garantier, der kræves i medlemsstaterne af de i artikel 58, stk. 2, i traktaten nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde.

(5) Tilladte tilbagekøbsaktiviteter, der kan fritages for forbuddene i direktiv 2003/6/EF, omfatter tilfælde, hvor udstedere har behov for at kunne nedbringe deres kapital, opfylde forpligtelser i forbindelse med finansielle gældsinstrumenter, der kan konverteres til egenkapitalinstrumenter, og opfylde forpligtelser i forbindelse med medarbejderaktier.

(6) Gennemsigtighed er en forudsætning for at forhindre markedsmisbrug. Med henblik herpå kan medlemsstaterne officielt indføre ordninger, der skal anvendes til offentliggørelse af oplysninger, som kræves offentliggjort efter denne forordning.

(7) Udstedere, der har vedtaget tilbagekøbsprogrammer, skal underrette deres kompetente myndigheder og, når det kræves, offentligheden derom.

(8) Handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer kan gennemføres med afledte finansielle instrumenter.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

(9) For at forhindre markedsmisbrug skal den daglige handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer begrænses mængdemæssigt. Der er dog behov for en vis fleksibilitet af hensyn til de givne markedsforhold, såsom et lavt transaktionsniveau.

(10) Der må lægges særlig vægt på salg af egne aktier i et tilbagekøbsprograms levetid, på eventuelle lukkede perioder, hvor transaktioner er forbudt, og på det forhold, at en udsteder kan have lovlige grunde til at udsætte offentliggørelsen af intern viden.

(11) Stabiliseringstransaktioner virker hovedsagelig som støtte for kursen på et udbud af relevante værdipapirer i et begrænset tidsrum, hvis papirerne kommer under salgspres, idet de letter det pres, der skabes af kortfristede investorer, og opretholder et ordnet marked for de pågældende værdipapirer. Dette er både i de investorers interesse, der har tegnet eller købt de pågældende værdipapirer som led i en betydelig distribution, og i udstedernes interesse. På denne måde kan stabilisering bidrage til at skabe større tillid til finansmarkederne blandt investorer og udstedere.

(12) Stabiliseringsaktiviteter kan gennemføres enten på eller uden for et reguleret marked og ved hjælp af andre finansielle instrumenter end dem, der er eller vil blive optaget til handel på det regulerede marked, hvilket kan påvirke kursen på det instrument, der er eller vil blive optaget til handel på et reguleret marked.

(13) Relevante værdipapirer omfatter finansielle instrumenter, der bliver ombyttelige efter en indledende periode, fordi de stort set er ens, selv om de oprindelig havde forskellige rettigheder med hensyn til udbytte eller forrentning.

(14) I forbindelse med stabilisering betragtes blokhandel ikke som en betydelig distribution af relevante værdipapirer, da der er tale om rent private transaktioner.

(15) Når medlemsstaterne som led i en nyemission tillader handel med værdipapirer, inden de handles officielt på et reguleret marked, omfatter tilladelsen »handel betinget af udstedelse«.

(16) Markedsintegriteten kræver, at udstederne eller de virksomheder, der foretager stabilisering, uanset om de handler på udstedernes vegne eller ej, sikrer en tilstrækkelig offentliggørelse af stabiliseringsaktiviteterne. De metoder, der anvendes til at sikre en tilstrækkelig offentliggørelse af sådanne oplysninger, bør være effektive og kan tage hensyn til markedspraksis, der er godkendt af de kompetente myndigheder.

(17) Der bør være etableret en rimelig samordning mellem alle investeringsselskaber og kreditinstitutter, der foretager stabilisering. Under stabiliseringen skal et investeringsselskab eller et kreditinstitut fungere som informationscenter i forbindelse med en eventuel regulering fra den kompetente myndigheds side i de enkelte berørte medlemsstater.

(18) For at undgå forvirring blandt markedsdeltagerne bør stabiliseringsaktiviteter gennemføres under hensyn til markedsforholdene og salgskursen på det relevante værdipapir, og for at mindske virkningerne på markedet bør der gennemføres transaktioner for at afvikle positioner, der er opstået som følge af stabiliseringsaktiviteterne, idet der tages hensyn til de gældende markedsforhold.

(19) Overtildelingsfaciliteter og »greenshoe«-optioner er nøje forbundet med stabilisering, idet de skaber ressourcer og risikoafdækning for stabiliseringsaktiviteterne.

(20) Overtildelingsfaciliteter, der udøves af et investeringsselskab eller et kreditinstitut med henblik på stabilisering, bør iagttages særlig nøje, når de medfører en position, der ikke er omfattet af »greenshoe«-optionen.

(21) De foranstaltninger, der fastsættes i denne forordning, er i overensstemmelse med Det Europæiske Værdipapirudvalgs udtalelse –

UDSTEDT FØLGENDE FORORDNING:

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

KAPITEL I
DEFINITIONER

Artikel 1
Anvendelsesområde

Denne forordning fastsætter de betingelser, som tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter skal opfylde, for at fritagelsen i artikel 8 i direktiv 2003/6/EF kan anvendes.

Artikel 2
Definitioner

Ved anvendelse af denne forordning gælder følgende definitioner ud over dem, der er fastsat i direktiv 2003/6/EF. I denne forordning forstås ved:

1) »investeringsselskab«: enhver juridisk person som defineret i artikel 1, nr. 2, i Rådets direktiv 93/22/EØF(4)

2) »kreditinstitut«: en juridisk person som defineret i artikel 1, stk. 1, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF(5)

3) »tilbagekøbsprogrammer«: handel med egne aktier i overensstemmelse med artikel 19-24 i Rådets direktiv 77/91/EØF

4) »tidsbestemt tilbagekøbsprogram«: et tilbagekøbsprogram, hvor tidspunkter og mængder i forbindelse med værdipapirer, der skal handles i programperioden, fastsættes på det tidspunkt, hvor tilbagekøbsprogrammet offentliggøres

5) »tilstrækkelig offentliggørelse«: offentliggørelse i henhold til den procedure, der er fastlagt i artikel 102, stk. 1, og artikel 103 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/34/EF(6)

6) »relevante værdipapirer«: omsættelige værdipapirer som defineret i dette direktiv, som er optaget til handel på et reguleret marked, eller for hvilke der er indgivet ansøgning om optagelse til handel på et sådant marked, og som er genstand for en betydelig distribution

7) »stabilisering«: investeringsselskabers eller kreditinstitutters køb eller tilbud om køb af relevante værdipapirer eller transaktioner i tilsvarende instrumenter som led i en betydelig distribution af sådanne relevante værdipapirer udelukkende for at støtte disse relevante værdipapirers markedskurs i en forud fastsat periode, som følge af et salgspres mod sådanne papirer

8) »tilsvarende instrumenter«: følgende finansielle instrumenter (herunder instrumenter, der ikke er optaget til handel på et reguleret marked, eller for hvilke der ikke er indgivet ansøgning om optagelse til handel på et sådant marked, forudsat at de pågældende kompetente myndigheder har accepteret standarder for gennemsigtighed i transaktionerne med sådanne finansielle instrumenter):

a) kontrakter om eller rettigheder til tegning, køb eller salg af relevante værdipapirer

b) afledte finansielle instrumenter baseret på relevante værdipapirer

c) når de relevante værdipapirer er konvertible eller ombyttelige gældsinstrumenter - de værdipapirer, som disse konvertible eller ombyttelige gældsinstrumenter, kan konverteres eller ombyttes til

d) instrumenter, der udstedes eller garanteres af udstederen af de relevante værdipapirer eller garanten for disse værdipapirer, og hvis markedskurs sandsynligvis vil påvirke kursen på de relevante værdipapirer væsentligt, eller omvendt

e) når de relevante værdipapirer svarer til aktier - de aktier, som disse værdipapirer (og alle andre værdipapirer, der svarer til disse aktier) repræsenterer

9) »betydelig distribution«: nyemission eller et sekundært udbud af relevante værdipapirer, som meddeles offentligt, og som adskiller sig fra almindelig handel, både når det gælder værdien af de udbudte værdipapirer og de anvendte salgsmetoder

10) »udbyder«: den første indehaver eller udstederen af de relevante værdipapirer

11) »tildeling«: den eller de processer, hvorved antallet af relevante værdipapirer, der skal modtages af investorer, som tidligere har tegnet dem eller ansøgt om dem, fastlægges

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

12) »accessorisk stabilisering«: investeringsselskabers eller kreditinstitutters udøvelse af en overtildelingsfacilitet eller en »greenshoe«-option som led i en betydelig distribution af relevante værdipapirer, udelukkende for at lette stabiliseringsaktiviteten

13) »overtildelingsfacilitet«: bestemmelse i en emissionsgarantiaftale eller »lead management«-aftale, der tillader tegning eller tilbud om køb af et større antal relevante værdipapirer end oprindeligt udbudt

14) »greenshoe«-option: en option, som udbyderen giver investeringsselskaber eller kreditinstitutter, der er involveret i udbuddet, med det formål at dække overtildelinger, og i henhold til hvilken disse selskaber eller institutter kan købe op til en bestemt mængde af de relevante værdipapirer til salgskursen i en bestemt periode efter udbuddet af de relevante værdipapirer.

Artikel 3
Formålene med tilbagekøbsprogrammer

For at kunne være omfattet af fritagelsen i artikel 8 i direktiv 2003/6/EF skal et tilbagekøbsprogram være i overensstemmelse med artikel 4, 5 og 6 i denne forordning, og det eneste formål med tilbagekøbsprogrammet skal være at nedbringe en udsteders kapital (værdi eller antal aktier) eller opfylde forpligtelser som følge af:

a) finansielle gældsinstrumenter, der kan konverteres til egenkapitalinstrumenter

b) optionsprogrammer for medarbejderaktier eller andre aktietildelinger til udstederens eller et dermed forbundet selskabs ansatte.

Artikel 4
Betingelser for tilbagekøbsprogrammer og offentliggørelse

1. Tilbagekøbsprogrammer skal opfylde betingelserne i artikel 19, stk. 1, i direktiv 77/91/EØF.

2. Inden handelen påbegyndes, skal alle enkeltheder i programmet, der er godkendt i overensstemmelse med artikel 19, stk. 1, i direktiv 77/91/EØF, offentliggøres på tilstrækkelig måde i de medlemsstater, hvor en udsteder har ansøgt om at få sine aktier optaget til handel på et reguleret marked.

Disse enkeltheder skal omfatte programmets formål som omhandlet i artikel 3, det maksimale vederlag, det maksimale antal aktier, der skal købes, og den godkendte programperiode.

Senere ændringer i programmet skal offentliggøres på tilstrækkelig måde i medlemsstaterne.

3. Udstederen skal have indført ordninger, der sikrer, at rapporteringspligten opfyldes over for den kompetente myndighed på det regulerede marked, hvor aktierne er blevet optaget til handel. Disse ordninger skal registrere alle transaktioner i forbindelse med tilbagekøbsprogrammer, herunder de oplysninger, der er fastsat i artikel 20, stk. 1, i direktiv 93/22/EØF.

4. Udstederen offentliggør alle transaktioner som omhandlet i stk. 3 i detaljer senest ved afslutningen af den syvende daglige handelsperiode efter den dag, hvor disse transaktioner blev gennemført.

Artikel 5
Handelsbetingelser

1. Hvad angår kurser, må udstederen ved gennemførelse af handler i henhold til et tilbagekøbsprogram ikke købe aktier til en højere kurs end den højeste af følgende to kurser: kursen på den sidste uafhængige handel og det højeste foreliggende uafhængige tilbud på handelsstedet, hvor købet gennemføres.

Hvis handelsstedet ikke er et reguleret marked, skal kursen for den sidste uafhængige handel eller det højeste foreliggende uafhængige tilbud være kursen på det regulerede marked i den medlemsstat, hvor købet gennemføres.

Hvis udstederen gennemfører købet af egne aktier gennem afledte finansielle instrumenter, må aftalekursen på disse afledte instrumenter ikke overstige den højeste af følgende kurser: kursen på den sidste uafhængige handel og det højeste foreliggende uafhængige tilbud.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

2. Hvad angår mængder, må udstederen ikke på en enkelt dag købe mere end 25 af den gennemsnitlige daglige aktiemængde på det regulerede marked, hvor købet finder sted.

Den daglige gennemsnitsmængde baseres på den daglige gennemsnitsmængde, der blev handlet i måneden før den måned, hvor programmet offentliggøres, og fastsættes på dette grundlag for den godkendte programperiode.

Hvis programmet ikke henviser til denne mængde, baseres den daglige gennemsnitsmængde på den daglige gennemsnitsmængde, der blev handlet i de tyve handelsdage, der går forud for købstidspunktet.

3. Med hensyn til stk. 2 kan udstederen i tilfælde af ekstrem lav likviditet på det relevante marked overskride grænsen på 25 , forudsat at følgende betingelser er opfyldt:

a) Udstederen underretter på forhånd den kompetente myndighed på det relevante marked om sine planer om at afvige fra grænsen på 25 .

b) Udstederen offentliggør på tilstrækkelig måde, at der kan blive tale om en afvigelse fra grænsen på 25 .

c) Udstederen overskrider ikke 50 af den daglige gennemsnitsmængde.

Artikel 6
Begrænsninger

1. For at kunne være omfattet af fritagelsen i artikel 8 i direktiv 2003/6/EF må udstederen under sin deltagelse i et tilbagekøbsprogram ikke deltage i følgende handler:

a) salg af egne aktier i programmets levetid

b) handel i en periode, der efter lovgivningen i den medlemsstat, hvor handlen finder sted, er en lukket periode

c) handler, hvor udstederen har besluttet at udsætte offentliggørelsen af intern viden i overensstemmelse med artikel 6, stk. 2, i direktiv 2003/6/EF.

2. Stk. 1, litra a), gælder ikke, hvis udstederen er et investeringsselskab eller et kreditinstitut og har indført effektive informationsbarrierer (»Chinese Walls«) - under den kompetente myndigheds tilsyn - mellem de ansvarlige for håndtering af intern viden, der direkte eller indirekte vedrører udstederen, og de ansvarlige for alle beslutninger vedrørende handel med egne aktier (herunder handel med egne aktier på kunders vegne), når der handles med egne aktier på grundlag af sådanne beslutninger.

Stk. 1, litra b) og c), gælder ikke, hvis udstederen er et investeringsselskab eller et kreditinstitut og har indført effektive informationsbarrierer (»Chinese Walls«) - under den kompetente myndigheds tilsyn - mellem de ansvarlige for håndtering af intern viden, der direkte eller indirekte vedrører udstederen (herunder handelsbeslutninger i henhold til tilbagekøbsprogrammet), og de ansvarlige for handel med egne aktier på kunders vegne, når der handles med egne aktier på disse kunders vegne.

3. Stk. 1 gælder ikke, hvis

a) udstederen har indført et tidsbestemt tilbagekøbsprogram, eller

b) »lead manager« for tilbagekøbsprogrammet er et investeringsselskab eller et kreditinstitut, som træffer sine handelsbeslutninger med hensyn til udstederens aktier uafhængigt af og uden indflydelse fra udstederen med hensyn til købstidspunktet.

KAPITEL III
STABILISERING AF ET FINANSIELT INSTRUMENT

Artikel 7
Betingelser for stabilisering

For at kunne være omfattet af fritagelsen i artikel 8 i direktiv 2003/6/EF skal stabilisering af et finansielt instrument gennemføres i overensstemmelse med artikel 8, 9 og 10 i denne forordning.

Artikel 8
Tidsbestemte betingelser for stabilisering

1. Stabilisering må kun gennemføres i en begrænset periode.

2. For aktier og andre værdipapirer, der sva-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

rer til aktier, begynder den periode, der er nævnt i stk. 1, den dag, hvor handlen med de relevante værdipapirer indledes på det regulerede marked, og udløber senest 30 kalenderdage derefter, når der er tale om en offentliggjort nyemission.

Hvis den offentliggjorte nyemission finder sted i en medlemsstat, der tillader handel med værdipapirer, før handlen indledes på et reguleret marked, begynder den periode, der er nævnt i stk. 1, den dag, hvor slutkursen på de relevante værdipapirer offentliggøres på tilstrækkelig måde, og udløber senest 30 kalenderdage derefter, forudsat at en sådan handel gennemføres i overensstemmelse med de regler, der måtte gælde for det regulerede marked, hvor de relevante værdipapirer skal optages til handel, herunder regler om offentliggørelse og indberetning af handler.

3. For aktier og andre værdipapirer, der svarer til aktier, begynder den periode, der er nævnt i stk. 1, den dag, hvor slutkursen på de relevante værdipapirer offentliggøres på tilstrækkelig måde, og udløber senest 30 kalenderdage efter tildelingstidspunktet, når der er tale om et sekundært værdipapirudbud.

4. For obligationer og andre tilsvarende gældsinstrumenter (der ikke kan konverteres eller ombyttes til aktier eller andre værdipapirer, der svarer til aktier) begynder den periode, der er nævnt i stk. 1, den dag, hvor udbudsbetingelserne for de relevante værdipapirer offentliggøres på tilstrækkelig måde (dvs. inklusive det eventuelle spread over for benchmarken, når det er fastsat), og udløber på det tidligste af følgende to tidspunkter: senest 30 kalenderdage efter det tidspunkt, hvor udstederen af instrumenterne modtog emissionsprovenuet, eller senest 60 kalenderdage efter tildelingen af de relevante værdipapirer.

5. For gældsinstrumenter, der kan konverteres eller ombyttes til aktier eller andre værdipapirer, der svarer til aktier, begynder den periode, der er nævnt i stk. 1, den dag, hvor de endelige udbudsbetingelser for de relevante værdipapirer offentliggøres på tilstrækkelig måde, og udløber på det tidligste af følgende to tidspunkter: senest 30 kalenderdage efter det tidspunkt, hvor udstederen af instrumenterne modtog emissionsprovenuet, eller senest 60 kalenderdage efter tildelingen af de relevante værdipapirer.

Artikel 9
Offentliggørelses- og indberetningsbetingelser for stabilisering

1. Udstedere, udbydere eller virksomheder, der foretager stabilisering, uanset om de handler på sådanne personers vegne eller ej, offentliggør følgende oplysninger på tilstrækkelig måde, inden udbudsperioden for de relevante værdipapirer indledes:

a) den omstændighed, at der kan blive gennemført stabilisering, at det ikke er sikkert, at den vil blive gennemført, og at den kan blive indstillet på et hvilket som helst tidspunkt

b) den omstændighed, at stabiliseringstransaktioner tager sigte på at støtte de relevante værdipapirers markedskurs

c) begyndelses- og afslutningstidspunkt for den periode, hvor der kan finde stabilisering sted

d) stabiliseringslederens identitet, medmindre denne er ukendt på offentliggørelsestidspunktet – i så fald skal den offentliggøres, inden stabiliseringsaktiviteterne påbegyndes

e) eventuelle overtildelingsfaciliteters eller »greenshoe«-optioners eksistens og maksimale omfang, den periode, hvor »greenshoe«-optionen kan udøves, og eventuelle betingelser for anvendelse af overtildelingsfaciliteten eller udøvelsen af »greenshoe«-optionen.

Anvendelsen af dette stykke på udbud, der falder ind under anvendelsesområdet for gennemførelsesforanstaltningerne til direktiv 2004/…/EF (prospektdirektivet) vil blive ophævet fra disse foranstaltningers anvendelsestidspunkt.

2. Uanset artikel 12, stk. 1, litra c), i direktiv 2003/6/EF underretter udstedere, udbydere eller virksomheder, der foretager stabilisering, uanset om de handler på sådanne personers vegne eller ej, den kompetente myndighed på det relevante marked om alle sta-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

biliseringstransaktioner i detaljer senest ved afslutningen af den syvende daglige handelsperiode efter den dag, hvor disse transaktioner blev gennemført.

3. Senest en uge efter, at stabiliseringsperioden er udløbet, skal udstedere, udbydere eller virksomheder, der foretager stabilisering, uanset om de handler på sådanne personers vegne eller ej, på tilstrækkelig måde offentliggøre følgende oplysninger:

a) spørgsmålet om, hvorvidt der blev foretaget stabilisering eller ej

b) det tidspunkt, hvor stabiliseringen begyndte

c) det tidspunkt, hvor der sidst blev foretaget stabilisering

d) det kursinterval, inden for hvilket stabiliseringen blev gennemført, for hvert af de tidspunkter, hvor der blev gennemført stabiliseringstransaktioner.

4. Udstedere, udbydere eller virksomheder, der foretager stabilisering, uanset om de handler på sådanne personers vegne eller ej, skal registrere hver enkelt stabiliseringsordre eller -transaktion sammen med mindst de oplysninger, der er omhandlet i artikel 20, stk. 1, i direktiv 93/22/EØF, idet andre finansielle instrumenter end dem, der er eller vil blive optaget til handel på et reguleret marked, også er omfattet.

5. Hvis flere investeringsselskaber eller kreditinstitutter foretager stabilisering, uanset om de handler på udstederens eller udbyderens vegne eller ej, skal en af disse personer fungere som informationscenter for henvendelser fra de kompetente myndigheder på det regulerede marked, hvor de relevante værdipapirer er optaget til handel.

Artikel 10
Særlige kursbetingelser

1. Ved udbud af aktier og andre værdipapirer, der svarer til aktier, må stabilisering af de relevante værdipapirer under ingen omstændigheder gennemføres over salgskursen.

2. Ved udbud af gældsinstrumenter, der kan konverteres eller ombyttes til instrumenter som omhandlet i stk. 1, må stabilisering af disse instrumenter under ingen omstændigheder gennemføres over deres markedskurs på det tidspunkt, hvor de endelige betingelser for det nye udbud offentliggøres.

Artikel 11
Betingelser for accessorisk stabilisering

For at kunne være omfattet af fritagelsen i artikel 8 i direktiv 2003/6/EF skal accessorisk stabilisering gennemføres i overensstemmelse med artikel 9 i denne forordning og i overensstemmelse med følgende:

a) Relevante værdipapirer kan kun overtildeles i tegningsperioden og til salgskursen.

b) En position som følge af, at et investeringsselskab eller et kreditinstitut, der ikke er omfattet af »greenshoe«-optionen, udøver en overtildelingsfacilitet, må ikke overstige 5 af det oprindelige udbud.

c) »Greenshoe«-optionen må kun udøves af indehaverne af en sådan option, når de relevante værdipapirer er blevet overtildelt.

d) »Greenshoe«-optionen må højst udgøre 15 af det oprindelige udbud.

e) Den periode, hvor »greenshoe«-optionen kan udnyttes, skal være den samme som den stabiliseringsperiode, der er omhandlet i artikel 8.

f) Udøvelse af »greenshoe«-optionen skal offentliggøres hurtigt og med tilstrækkelige detaljer, herunder tidspunktet for udøvelsen og antallet af involverede relevante værdipapirer og deres art.

KAPITEL IV
SLUTBESTEMMELSE

Artikel 12
Ikrafttræden

Denne forordning træder i kraft i medlemsstaterne på dagen for offentliggørelsen i Den Europæiske Unions Tidende.

Denne forordning er bindende i alle enkeltheder og gælder umiddelbart i hver medlemsstat.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Udfærdiget i Bruxelles, den 22. december 2003.

På Kommissionens vegne

Frederik Bolkestein

Medlem af Kommissionen

(1) EUT L 96 af 12.4.2003, s. 16.

(2) Udvalget blev oprettet ved Kommissionens afgørelse 2001/527/EF (EFT L 191 af 13.7.2001, s. 43).

(3) EFT L 26 af 31.1.1977, s. 1.

(4) EFT L 141 af 11.6.1993, s. 27.

(5) EFT L 126 af 26.5.2000, s. 1.

(6) EFT L 184 af 6.7.2001, s. 1.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

KOMMISSIONENS DIREKTIV 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation (EØS-relevant tekst)

KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER HAR -

under henvisning til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab,

under henvisning til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug)(1), særlig artikel 1, stk. 1, nr. 2), og artikel 6, stk. 10, første, andet og tredje led,

efter høring af Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg(2) med henblik på teknisk rådgivning, og

ud fra følgende betragtninger:

(1) Fornuftige investorer baserer deres investeringsbeslutninger på de oplysninger, som de har til rådighed i forvejen, dvs. tilgængelige forhåndsoplysninger. Spørgsmålet om, hvorvidt det er sandsynligt, at en fornuftig investor vil tage en bestemt oplysning i betragtning ved sin investeringsbeslutning, bør derfor vurderes på grundlag af de tilgængelige forhåndsoplysninger. En sådan vurdering må tage hensyn til oplysningernes forventede virkning på baggrund af den pågældende udsteders samlede aktiviteter, oplysningskildens pålidelighed og andre variable størrelser på markedet, der vil kunne påvirke det pågældende finansielle instrument eller afledte finansielle instrument under de givne forhold.

(2) Oplysninger, der foreligger efterfølgende, kan bruges til at kontrollere formodningen om, at forhåndsoplysningerne var kursrelevante, men bør ikke benyttes til retsforfølgning af en person, der har draget rimelige konklusioner på grundlag af de tilgængelige forhåndsoplysninger.

(3) Der bør skabes større retssikkerhed for markedsdeltagerne gennem en nærmere definition af to af de elementer, der er væsentlige for definitionen af intern viden, nemlig om den pågældende viden er specifik, og i hvilket omfang den vil kunne påvirke kurserne på de finansielle instrumenter eller på de afledte finansielle instrumenter.

(4) Beskyttelse af investorerne forudsætter ikke blot, at udstederne offentliggør intern viden i god tid, men også at denne viden så vidt muligt offentliggøres samtidig og så hurtigt som muligt over for samtlige investorkategorier i alle medlemsstater, hvor udstederen har ansøgt om eller fået godkendt, at hans finansielle instrumenter optages til handel på et reguleret marked, for at sikre investorerne lige adgang til en sådan viden på fællesskabsplan og forhindre insiderhandel. Med henblik herpå kan medlemsstaterne officielt fastlægge ordninger for en sådan offentliggørelse.

(5) For at beskytte udstedernes berettigede interesser bør det under særlige og nøje definerede omstændigheder være tilladt at udsætte offentliggørelsen af den interne viden. Beskyttelse af investorerne kræver dog, at oplysningerne i sådanne tilfælde behandles fortroligt for at forhindre insiderhandel.

(6) Både markedsdeltagerne og de kompetente myndigheder skal ved undersøgelse af en eventuelt manipulerende adfærd, lade sig vejlede af signaler.

(7) De foranstaltninger, der fastsættes i dette direktiv, er i overensstemmelse med Det Europæiske Værdipapirudvalgs udtalelse -

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

UDSTEDT FØLGENDE DIREKTIV:

Artikel 1
Intern viden

1. Ved anvendelsen af artikel 1, stk. 1, nr. 1), i direktiv 2003/6/EF skal oplysninger betragtes som specifik viden, hvis de angiver en række forhold, der foreligger eller med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en begivenhed, der er indtrådt eller med rimelighed kan forventes at indtræde, og hvis de er tilstrækkelig præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende forholds eller den pågældende begivenheds indvirkning på kurserne på de finansielle instrumenter eller de afledte finansielle instrumenter.

2. Ved anvendelsen af artikel 1, stk. 1, nr. 1), i direktiv 2003/6/EF forstås ved »viden, som, hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på de finansielle instrumenter eller på de afledte finansielle instrumenter«: viden, som en fornuftig investor sandsynligvis vil benytte som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger.

Artikel 2
Metoder til og frister for offentliggørelse af intern viden

1. Ved anvendelsen af artikel 6, stk. 1, i direktiv 2003/6/EF gælder artikel 102, stk. 1, og artikel 103 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/34/EF(3).

Desuden påser medlemsstaterne, at udstederen offentliggør intern viden på en sådan måde, at offentligheden hurtigt kan få adgang til den og foretage en fuldstændig, korrekt og rettidig vurdering deraf.

Medlemsstaterne sikrer endvidere, at udstederen ikke på en vildledende måde kombinerer offentliggørelsen af den interne viden med sin markedsføringsvirksomhed.

2. Medlemsstaterne sikrer, at udstederne anses for at have efterkommet artikel 6, stk. 1, første afsnit, i direktiv 2003/6/EF, når disse umiddelbart efter, at der foreligger en række forhold eller er indtrådt en begivenhed, har underrettet offentligheden derom, selv om forholdene eller begivenheden endnu ikke er formaliseret.

3. Eventuelle betydelige ændringer i allerede offentliggjort intern viden offentliggøres umiddelbart efter, at disse ændringer er indtrådt, gennem den samme kanal, som blev anvendt til offentliggørelse af den oprindelige viden.

4. Medlemsstaterne kræver, at udstederne er rimeligt omhyggelige med at sikre, at offentliggørelsen af intern viden så vidt muligt sker samtidig over for samtlige investorkategorier i alle medlemsstater, hvor disse udstedere har ansøgt om eller fået godkendt, at deres finansielle instrumenter optages til handel på et reguleret marked.

Artikel 3
Berettiget interesse i at udsætte offentliggørelsen og fortrolig behandling

1. Ved anvendelsen af artikel 6, stk. 2, i direktiv 2003/6/EF kan berettigede interesser især vedrøre følgende forhold, som ikke udgør en udtømmende liste:

a) igangværende forhandlinger eller tilsvarende forhold, hvor offentliggørelse vil kunne påvirke disse forhandlingers udfald eller normale forløb. Hvis udstederens finansielle levedygtighed er i alvorlig og overhængende fare, uden dog at falde ind under den gældende lovgivning om insolvens, kan offentliggørelsen af viden udsættes i en begrænset periode, hvis en sådan offentliggørelse ville skade de eksisterende og potentielle aktionærers interesser alvorligt ved at underminere afslutningen af bestemte forhandlinger, der har til formål at sikre udstederens rentabilitet på lang sigt

b) beslutninger, der er truffet, eller kontrakter, der er indgået, af en udsteders ledelse, men som skal godkendes af et andet organ hos udstederen for at kunne gennemføres i praksis, hvis udstederens organisation kræver adskillelse mellem disse to organer, forudsat at offentliggørelse af viden inden en sådan godkendelse samtidig med en meddelelse om, at denne godkendelse endnu ikke er givet, ville skade offentlighedens korrekte vurdering af den pågældende viden.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

2. Ved anvendelsen af artikel 6, stk. 2, i direktiv 2003/6/EF kræver medlemsstaterne, at en udsteder, for at sikre, at den interne viden behandles fortroligt, kontrollerer adgangen til en sådan viden, og især:

a) at udstederen har indført effektive foranstaltninger for at forhindre andre personer i at få adgang til denne viden end de personer, der skal have adgang dertil som led i udøvelsen af deres funktioner hos udstederen

b) at udstederen har truffet de nødvendige foranstaltninger for at sikre, at personer, der har adgang til en sådan viden, accepterer de deraf følgende retlige og tilsynsmæssige forpligtelser og er klar over, hvilke sanktioner de kan få pålagt ved misbrug eller ubehørig videregivelse af en sådan viden

c) at udstederen har indført foranstaltninger, som giver mulighed for øjeblikkelig offentliggørelse i tilfælde, hvor udstederen ikke har kunnet sikre, at den pågældende interne viden behandles fortroligt, uden at dette dog påvirker anvendelsen af artikel 6, stk. 3, andet afsnit, i direktiv 2003/6/EF.

Artikel 4
Manipulerende adfærd i tilknytning til urigtige eller vildledende signaler og kurssikring

Ved anvendelsen af artikel 1, stk. 1, nr. 2), litra a), i direktiv 2003/6/EF, og uanset eksemplerne i direktivets artikel 1, stk. 1, nr. 2), andet afsnit, sikrer medlemsstaterne, at markedsdeltagerne og de kompetente myndigheder, når de undersøger transaktioner eller handelsordrer, tager hensyn til følgende signaler, der ikke udgør en udtømmende liste, og som ikke nødvendigvis skal betragtes som kursmanipulation i sig selv:

a) afgivne handelsordrer eller gennemførte transaktioner udgør en betydelig andel af den daglige mængde transaktioner med det relevante finansielle instrument på det pågældende regulerede marked, især når disse aktiviteter medfører en betydelig ændring i kursen på det finansielle instrument

b) handelsordrer, der afgives, eller transaktioner, der gennemføres, af personer med en betydelig købs- eller salgsposition i et finansielt instrument, medfører betydelige ændringer i kursen på det finansielle instrument eller det afledte instrument eller det underliggende aktiv, der er optaget til handel på et reguleret marked

c) gennemførte transaktioner medfører ikke ændringer i ejendomsretten til et finansielt instrument, der er optaget til handel på et reguleret marked

d) afgivne handelsordrer eller gennemførte transaktioner omfatter modsatte positioner i en kort periode og udgør en betydelig andel af den daglige mængde transaktioner med det relevante finansielle instrument på det pågældende regulerede marked og kan være forbundet med betydelige ændringer i kursen på et finansielt instrument, der er optaget til handel på et reguleret marked

e) afgivne handelsordrer eller gennemførte transaktioner koncentreres på et kort tidsrum i handelsperioden og medfører en kursændring, der senere går i modsat retning

f) afgivne handelsordrer ændrer oplysningerne om den bedste købs- eller salgskurs på et finansielt instrument, der er optaget til handel på et reguleret marked, eller mere generelt oplysningerne i den for markedsdeltagerne tilgængelige ordrebeholdning, og annulleres måske, inden de udføres

g) handelsordrer, der afgives, eller transaktioner, der gennemføres, på eller omkring et bestemt tidspunkt, når referencekurserne, afregningskurserne og værdierne beregnes, og medfører kursændringer, der kan påvirke sådanne kurser og værdier.

Artikel 5
Manipulerende adfærd i tilknytning til anvendelse af fingererede planer eller andre former for bedrag eller påfund

Ved anvendelsen af artikel 1, stk. 1, nr. 2), litra b), i direktiv 2003/6/EF og uanset eksemplerne i direktivets artikel 1, stk. 1, nr. 2), andet afsnit, sikrer medlemsstaterne, at markedsdeltagerne og de kompetente myndigheder, når de undersøger transaktioner eller handelsordrer, tager hensyn til følgende signaler, der ikke udgør en udtømmende liste, og som ikke nødvendigvis skal betragtes som kursmanipulation i sig selv:

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

a) før eller efter at personer har afgivet handelsordrer eller gennemført transaktioner, udbreder de samme eller tilknyttede personer urigtige eller vildledende oplysninger

b) personer har afgivet handelsordrer eller gennemført transaktioner, før eller efter at de samme eller tilknyttede personer har udarbejdet eller udbredt analyser eller investeringsanbefalinger, som er fejlagtige, tendentiøse eller påviseligt påvirket af væsentlige interesser.

Artikel 6
Gennemførelse

1. Medlemsstaterne sætter de nødvendige love og administrative bestemmelser i kraft for at efterkomme nærværende direktiv senest den 12. oktober 2004. De meddeler straks Kommissionen teksten til disse bestemmelser og en sammenligningstabel, som viser sammenhængen mellem de pågældende bestemmelser og nærværende direktiv.

Disse love og bestemmelser skal ved vedtagelsen indeholde en henvisning til nærværende direktiv eller skal ved offentliggørelsen ledsages af en sådan henvisning. Medlemsstaterne fastlægger reglerne for denne henvisning.

2. Medlemsstaterne meddeler Kommissionen teksten til de vigtigste nationale retsforskrifter, som de udsteder på det område, der er omfattet af nærværende direktiv.

Artikel 7
Ikrafttræden

Dette direktiv træder i kraft på dagen for offentliggørelsen i Den Europæiske Unions Tidende.

Artikel 8
Adressater

Dette direktiv er rettet til medlemsstaterne.

Udfærdiget i Bruxelles, den 22. december 2003.

På Kommissionens vegne

Frederik Bolkestein

Medlem af Kommissionen

(1) EUT L 96 af 12.4.2003, s. 16.

(2) Udvalget blev oprettet ved Kommissionens afgørelse 2001/527/EF (EFT L 191 af 13.7.2001, s. 43).

(3) EFT L 184 af 6.7.2001, s. 1.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kommissionens direktiv 2003/125/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til redelig fremlæggelse af investeringsanbefalinger og oplysning om interessekonflikter (EØS-relevant tekst)

KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER HAR -

under henvisning til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab,

under henvisning til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug)(1), særlig artikel 6, stk. 10, sjette led,

efter høring af Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg(2) med henblik på teknisk rådgivning, og

ud fra følgende betragtninger:

(1) Det er nødvendigt, at personer, der til distributionskanaler eller offentligheden udarbejder eller udbreder oplysninger med anbefalinger eller forslag vedrørende en investeringsstrategi, efterlever harmoniserede standarder for redelig, klar og nøjagtig fremlæggelse af oplysninger og for afsløring af interesser og interessekonflikter. Især forudsætter markedsintegriteten høje standarder for nøjagtighed, redelighed og gennemsigtighed, når der fremlægges oplysninger med anbefalinger eller forslag vedrørende en investeringsstrategi.

(2) Anbefalinger eller forslag vedrørende en investeringsstrategi fremsættes enten eksplicit (såsom »køb«, »behold« eller »sælg«) eller implicit (med henvisning til et kursmål eller på anden måde).

(3) Investeringsrådgivning, der gives i form af personlige anbefalinger til en kunde med hensyn til en eller flere transaktioner vedrørende finansielle instrumenter (især uformelle anbefalinger om kortfristede investeringer, som stammer fra et investeringsselskabs eller et kreditinstituts salgs- eller handelsafdeling, og som fremsættes over for deres kunder), og som sandsynligvis ikke vil blive offentliggjort, bør ikke i sig selv betragtes som anbefalinger i dette direktivs forstand.

(4) Investeringsanbefalinger, der kan danne grundlag for investeringsbeslutninger, bør udarbejdes og udbredes med stor omhu for at forhindre vildledning af markedsdeltagerne.

(5) Identiteten på den person, der udarbejder investeringsanbefalingerne, og hans forretningsregler og den pågældende kompetente myndigheds identitet bør offentliggøres, da det kan være en værdifuld oplysning for investorerne i forbindelse med deres investeringsbeslutninger.

(6) Anbefalingerne bør fremlægges klart og nøjagtigt.

(7) Personer, der anbefaler eller foreslår en investeringsstrategi, kan i deres udtalelse i investeringsanbefalingerne være påvirket af egne interesser eller interessekonflikter. For at sikre at oplysningernes objektivitet og pålidelighed kan vurderes, bør der fremlægges passende oplysninger om betydelige finansielle interesser i de finansielle instrumenter, hvorom der gives oplysninger med anbefaling af investeringsstrategier, eller om interessekonflikter eller kontrolforhold med hensyn til den udsteder, som oplysningerne direkte eller indirekte vedrører. Dette direktiv bør dog ikke pålægge de relevante personer, der udarbejder investeringsanbefalinger, at bryde effektive informationsbarrierer, der er etableret for at forhindre interessekonflikter.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

(8) Investeringsanbefalinger kan udbredes i uændret, ændret eller forkortet form af en anden person end den, der har udarbejdet dem. Den måde, hvorpå personer, der udbreder oplysninger, håndterer sådanne anbefalinger, kan have en betydelig virkning på investorernes vurdering af anbefalingerne. Især kan kendskabet til identiteten på den person, der udbreder investeringsanbefalinger, hans forretningsregler eller det omfang, hvori den oprindelige anbefaling er blevet ændret, være en værdifuld oplysning for investorerne i forbindelse med deres investeringsbeslutninger.

(9) Når investeringsanbefalinger sættes på internettet, bør det ske i overensstemmelse med reglerne for videregivelse af personoplysninger til tredjelande som fastsat i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 95/46/EF af 24. oktober 1995 om beskyttelse af fysiske personer i forbindelse med behandling af personoplysninger og om fri udveksling af sådanne oplysninger(3).

(10) Kreditvurderingsbureauer afgiver udtalelse om en bestemt udsteders kreditværdighed eller et finansielt instruments kvalitet på et givet tidspunkt. Disse udtalelser udgør ikke i sig selv en anbefaling i dette direktivs forstand. Kreditvurderingsbureauer bør dog overveje at indføre interne politikker og procedurer, som skal sikre, at de kreditvurderinger, de offentliggør, fremlægger på redelig måde, og at de i tilstrækkeligt omfang afslører betydelige interesser eller interessekonflikter vedrørende de finansielle instrumenter eller udstedere, som deres kreditvurdering vedrører.

(11) Dette direktiv respekterer de grundlæggende rettigheder og principperne i Den Europæiske Unions charter om grundlæggende rettigheder, særlig artikel 11, og artikel 10 i den europæiske konvention om beskyttelse af menneskerettigheder og grundlæggende frihedsrettigheder. I denne forbindelse hindrer direktivet på ingen måde medlemsstaterne i at anvende deres forfatningsregler om presse- og ytringsfrihed.

(12) De foranstaltninger, der fastsættes i dette direktiv, er i overensstemmelse med Det Europæiske Værdipapirudvalgs udtalelse -

UDSTEDT FØLGENDE DIREKTIV:

KAPITEL I DEFINITIONER

Artikel 1
Definitioner

Ved anvendelse af dette direktiv gælder følgende definitioner ud over dem, der er fastsat i direktiv 2003/6/EF. I dette direktiv forstås ved:

1) »investeringsselskab«: en person som defineret i artikel 1, stk. 2, i Rådets direktiv 93/22/EØF(4)

2) »kreditinstitut«: en person som defineret i artikel 1, stk. 1, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF(5)

3) »anbefaling«: analyser eller andre oplysninger til distributionskanaler eller offentligheden med eksplicitte eller implicitte anbefalinger eller forslag vedrørende en investeringsstrategi med hensyn til et eller flere finansielle instrumenter eller udstedere af finansielle instrumenter, herunder udtalelser om sådanne instrumenters nuværende eller fremtidige værdi eller kurs

4) analyser eller andre oplysninger med anbefalinger eller forslag vedrørende en investeringsstrategi:

a) oplysninger, der direkte eller indirekte er udtryk for en særlig investeringsanbefaling vedrørende et finansielt instrument eller en udsteder af finansielle instrumenter, og som fremlægges af en uafhængig analytiker, et investeringsselskab, et kreditinstitut, andre personer, hvis hovederhverv består i at udarbejde anbefalinger, eller en fysisk person, der arbejder for dem i henhold til en ansættelseskontrakt eller på anden måde

b) oplysninger, der fremlægges af andre personer end dem, der er nævnt i litra a), og som direkte anbefaler en bestemt investeringsbeslutning vedrørende et finansielt instrument

5) »relevant person«: en fysisk eller juridisk person, der udarbejder eller udbreder anbefalinger som led i udøvelsen af sit erhverv eller som led i sine forretninger

6) »udsteder«: udsteder af et finansielt in-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

strument, som anbefalingen vedrører direkte eller indirekte

7) »distributionskanaler«: en kanal, hvorigennem oplysninger offentliggøres eller sandsynligvis vil blive offentliggjort. Ved »oplysninger, der sandsynligvis vil blive offentliggjort« forstås oplysninger, som et stort antal personer har adgang til

8) »hensigtsmæssig regulering«: enhver form for regulering, herunder selvregulering, der er indført i medlemsstaterne som omhandlet i direktiv 2003/6/EF.

KAPITEL II FREMLÆGGELSE AF ANBEFALINGER

Artikel 2
Identiteten på de personer, der udarbejder anbefalinger

1. Medlemsstaterne påser, at der er indført en hensigtsmæssig regulering, som sikrer, at alle anbefalinger klart og tydeligt giver oplysning om identiteten på den person, der er ansvarlig for udarbejdelsen af dem, især navn og jobbetegnelse på den person, der har udarbejdet anbefalingen, og navnet på den juridiske person, der er ansvarlig for udarbejdelsen af den.

2. Hvis den relevante person er et investeringsselskab eller et kreditinstitut, skal medlemsstaterne kræve, at identiteten på den relevante kompetente myndighed oplyses.

Hvis den relevante person hverken er et investeringsselskab eller et kreditinstitut, men omfattes af selvreguleringsstandarder eller adfærdskodekser, skal medlemsstaterne sikre, at der offentliggøres en henvisning til disse standarder eller kodekser.

3. Medlemsstaterne påser, at der er indført en hensigtsmæssig regulering, som sikrer, at kravene i stk. 1 og 2 tilpasses, så de ikke er urimelige i tilfælde af, at anbefalingerne ikke foreligger skriftligt. En sådan tilpasning kan omfatte en henvisning til det sted, hvor offentligheden kan få let og direkte adgang til oplysningerne, såsom den relevante persons websted.

4. Stk. 1 og 2 gælder ikke for journalister, der er undergivet en tilsvarende hensigtsmæssig regulering i medlemsstaterne, herunder en tilsvarende hensigtsmæssig selvregulering, forudsat at en sådan regulering får samme virkninger som omhandlet i stk. 1 og 2.

Artikel 3
Generel standard for redelig fremlæggelse af anbefalinger

1. Medlemsstaterne påser, at der er indført en hensigtsmæssig regulering, som garanterer, at alle relevante personer udviser rimelig omhu for at sikre:

a) at der skelnes klart mellem faktiske forhold og fortolkninger, skøn, udtalelser og andre former for oplysninger, der ikke er faktuelle

b) at alle kilder er pålidelige, eller at det klart anføres, hvis der er tvivl om, hvorvidt en kilde er pålidelig

c) at alle fremskrivninger, prognoser og kursmål klart angives som sådanne, og at de væsentlige antagelser ved udarbejdelsen eller brugen af dem angives.

2. Medlemsstaterne påser, at der er indført en hensigtsmæssig regulering, som sikrer, at kravene i stk. 1 tilpasses, så de ikke er urimelige i tilfælde af, at anbefalingerne ikke foreligger skriftligt.

3. Medlemsstaterne kræver, at alle relevante personer udviser rimelig omhu for at sikre, at alle anbefalinger kan underbygges som værende rimelige efter anmodning fra de kompetente myndigheder.

4. Stk. 1 og 3 gælder ikke for journalister, der er undergivet en tilsvarende hensigtsmæssig regulering i medlemsstaterne, herunder en tilsvarende hensigtsmæssig selvregulering, forudsat af en sådan regulering får samme virkninger som omhandlet i stk. 1 og 3.

Artikel 4
Yderligere forpligtelser i forbindelse med redelig fremlæggelse af anbefalinger

1. Ud over forpligtelserne i artikel 3 skal medlemsstaterne, hvis den relevante person er en uafhængig analytiker, et investerings-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

selskab, et kreditinstitut, en dermed forbundet juridisk person, andre relevante personer, hvis hovederhverv består i at udarbejde anbefalinger, eller en fysisk person, der arbejder for dem i henhold til en ansættelseskontrakt eller på anden måde, påse, at der er indført en hensigtsmæssig regulering, som garanterer, at denne person udviser rimelig omhu for mindst at sikre:

a) at alle væsentlige kilder er anført, hvor det er hensigtsmæssigt, herunder den pågældende udsteder, og at det oplyses, om anbefalingen er blevet fremlagt for denne udsteder og derefter ændret, inden den er blevet udbredt

b) at der gives en fyldestgørende oversigt over ethvert vurderingsgrundlag eller enhver metode, der anvendes ved evaluering af et finansielt instrument eller en udsteder af et finansielt instrument eller ved fastsættelse af et mål for kursen på et finansielt instrument

c) at der gives en fyldestgørende redegørelse for betydningen af alle anbefalinger, der gives, f.eks. »køb«, »sælg« eller »behold«, hvilket kan omfatte tidshorisonten for den investering, som anbefalingen vedrører, og at der angives en hensigtsmæssig risikoadvarsel, herunder en følsomhedsanalyse af de relevante antagelser

d) at der henvises til den eventuelle planlagte hyppighed, hvormed anbefalingen ajourføres, og til eventuelle større ændringer i den tidligere meddelte dækningspolitik

e) at det tidspunkt, hvor anbefalingen første gang blev frigivet til distribution, anføres klart og tydeligt, og at de finansielle instrumenters kurser angives med relevant dato og tidspunkt

f) at der, hvis en anbefaling afviger fra en anbefaling om samme finansielle instrument eller udsteder, som er fremlagt i den umiddelbart foregående tolvmånedersperiode før dens frigivelse, klart og tydeligt gøres opmærksom på denne ændring samtidig med datoen for den tidligere anbefaling.

2. Medlemsstaterne sikrer, at det i de tilfælde, hvor kravene i stk. 1, litra a), b) eller c), ikke står i rimeligt forhold til anbefalingens længde, er tilstrækkeligt, at der i selve anbefalingen henvises klart og tydeligt til det sted, hvor offentligheden kan få let og direkte adgang til de ønskede oplysninger, såsom et direkte internet-link til oplysningerne på den relevante persons websted, forudsat at den metode eller det vurderingsgrundlag, der er anvendt, ikke er blevet ændret.

3. Medlemsstaterne påser, at der er indført en hensigtsmæssig regulering, som sikrer, at kravene i stk. 1 tilpasses, så de ikke er urimelige i tilfælde af, at anbefalingerne ikke foreligger skriftligt.

Artikel 5
Generel standard for oplysning om interesser og interessekonflikter

1. Medlemsstaterne påser, at der er indført en hensigtsmæssig regulering, som sikrer, at relevante personer giver oplysning om alle forbindelser og forhold, der med rimelighed kan forventes at skade anbefalingens objektivitet, især hvis de relevante personer har en betydelig finansiel interesse i et eller flere af de finansielle instrumenter, som anbefalingen vedrører, eller en betydelig interessekonflikt med en udsteder, som anbefalingen vedrører.

Hvis den relevante person er en juridisk person, gælder dette krav også for enhver juridisk eller fysisk person, der arbejder for denne i henhold til en ansættelseskontrakt eller på anden måde, og som har været involveret i udarbejdelsen af anbefalingen.

2. Hvis den relevante person er en juridisk person, skal de oplysninger, der skal meddeles i overensstemmelse med stk. 1, indeholde mindst følgende:

a) den relevante persons eller dermed forbundne juridiske personers interesser eller interessekonflikter, hvortil personer, der er involveret i udarbejdelsen af anbefalingen, har adgang eller med rimelighed kan forventes at have adgang

b) den relevante persons eller dermed forbundne juridiske personers interesser eller interessekonflikter, der er bekendt for de personer, som, selv om de ikke var involveret i udarbejdelsen af anbefalingen, havde

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

eller med rimelighed kunne forventes at have haft adgang til anbefalingen, inden den blev udbredt til kunderne eller offentligheden.

3. Medlemsstaterne sikrer, at der er indført en hensigtsmæssig regulering, som sikrer, at selve anbefalingen omfatter de oplysninger, der er fastsat i stk. 1 og 2. Hvis sådanne oplysninger ikke står i rimeligt forhold til anbefalingens længde, er det tilstrækkeligt at der i selve anbefalingen henvises klart og tydeligt til det sted, hvor offentligheden kan få let og direkte adgang til oplysningerne, såsom et direkte internet-link til oplysningerne på den relevante persons websted.

4. Medlemsstaterne påser, at der er indført en hensigtsmæssig regulering, som sikrer, at kravene i stk. 1 tilpasses, så de ikke er urimelige i tilfælde af, at anbefalingerne ikke foreligger skriftligt.

5. Stk. 1 og 3 gælder ikke for journalister, der er undergivet en tilsvarende hensigtsmæssig regulering i medlemsstaterne, herunder en tilsvarende hensigtsmæssig selvregulering, forudsat af en sådan regulering får samme virkninger som omhandlet i stk. 1 og 3.

Artikel 6
Supplerende forpligtelser i forbindelse med oplysning om interesser eller interessekonflikter

1. Ud over forpligtelserne i artikel 5 kræver medlemsstaterne, at alle anbefalinger, der udarbejdes af en uafhængig analytiker, et investeringsselskab, et kreditinstitut, en dermed forbundet juridisk person eller andre relevante personer, hvis hovederhverv består i at udarbejde anbefalinger, klart og tydeligt skal indeholde følgende oplysninger om deres interesser og interessekonflikter:

a) Større aktieposter mellem den relevante person eller en dermed forbundet juridisk person på den ene side og udstederen på den anden side. Disse større aktieposter omfatter mindst følgende tilfælde:

- aktieposter på over 5 af udstederens samlede udstedte aktiekapital ejes af den relevante person eller en dermed forbundet juridisk person, eller

- aktieposter på over 5 af den relevante persons eller en dermed forbundet juridisk persons samlede udstedte aktiekapital ejes af udstederen.

Medlemsstaterne kan fastsætte lavere tærskler end de 5 , der er anført i disse to tilfælde.

b) Andre betydelige finansielle interesser, som den relevante person eller en dermed forbundet juridisk person har i forhold til udstederen.

c) Hvor det er relevant - en erklæring om, at den relevante person eller en dermed forbundet juridisk person er market maker eller tilfører likviditet i forbindelse med udstederens finansielle instrumenter.

d) Hvor det er relevant - en erklæring om, at den relevante person eller en dermed forbundet juridisk person i de foregående 12 måneder har været »lead manager« eller »co-lead manager« for eventuelle offentliggjorte udbud af udstederens finansielle instrumenter.

e) Hvor det er relevant - en erklæring om, at den relevante person eller en dermed forbundet juridisk person har indgået andre aftaler med udstederen om levering af investeringsbankydelser, forudsat at dette ikke vil medføre afsløring af fortrolige kommercielle oplysninger, og at aftalen har været i kraft i de foregående 12 måneder eller har givet anledning til kompensation eller løfte om kompensation i samme periode.

f) Hvor det er relevant - en erklæring om, at den relevante person eller en dermed forbundet juridisk person har indgået en aftale med udstederen om udarbejdelse af anbefalingen.

2. Medlemsstaterne sikrer, at der gives generelle oplysninger om de faktiske organisatoriske og administrative ordninger, der er indført hos investeringsselskabet eller kreditinstituttet for at forebygge og undgå interessekonflikter med hensyn til anbefalinger, herunder informationsbarrierer.

3. Medlemsstaterne kræver, at kravet efter artikel 5, stk. 1, andet afsnit, for fysiske eller juridiske personer, der arbejder for et investeringsselskab eller et kreditinstitut i henhold til en ansættelseskontrakt eller på an-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

den måde, og som var involveret i udarbejdelsen af anbefalingen, især skal omfatte oplysninger om, hvorvidt sådanne personers vederlag er knyttet til de investeringsbanktransaktioner, der udføres af investeringsselskabet, kreditinstituttet eller en dermed forbundet juridisk person.

Hvis disse fysiske personer modtager eller køber udstederens aktier, inden de udbydes til offentligheden, skal den kurs, hvortil aktierne blev erhvervet, samt købstidspunktet også oplyses.

4. Medlemsstaterne kræver, at investeringsselskaber og kreditinstitutter hvert kvartal oplyser, hvor stor en andel af alle anbefalinger der er »køb«, »behold«, »sælg« eller indeholder tilsvarende vilkår, og hvor stor en andel af udstedere svarende til hver af disse kategorier, investeringsselskabet eller kreditinstituttet har leveret væsentlige investeringsbankydelser til i de foregående 12 måneder.

5. Medlemsstaterne sikrer, at selve anbefalingen omfatter de oplysninger, der kræves i stk. 1-4. Hvis kravene i stk. 1-4 ikke står i rimeligt forhold til anbefalingens længde, er det tilstrækkeligt, at der i selve anbefalingen henvises klart og tydeligt til det sted, hvor offentligheden kan få let og direkte adgang til sådanne oplysninger, såsom et direkte internet-link til oplysningerne på investeringsselskabets eller kreditinstituttets websted.

6. Medlemsstaterne påser, at der er indført en hensigtsmæssig regulering, som sikrer, at kravene i stk. 1 tilpasses, så de ikke er urimelige i tilfælde af, at anbefalingerne ikke foreligger skriftligt.

KAPITEL III UDBREDELSE AF ANBEFALINGER, SOM ER UDARBEJDET AF TREDJEMAND

Artikel 7
Identiteten på de personer, der udbreder anbefalinger

Medlemsstaterne påser, at der er indført en hensigtsmæssig regulering, som sikrer, at identiteten på den relevante person, der på eget ansvar udbreder anbefalinger udarbejdet af tredjemand, angives klart og tydeligt i anbefalingen.

Artikel 8
Generel standard for udbredelse af anbefalinger

Medlemsstaterne påser, at der er indført en hensigtsmæssig regulering, som i tilfælde, hvor en anbefaling udarbejdet af tredjemand ændres væsentligt i de udbredte oplysninger, sikrer, at oplysningerne klart og detaljeret angiver den væsentlige ændring. Hvis den væsentlige ændring består i en ændring af anbefalingens retning (f.eks. en ændring af en anbefaling om »køb« til en anbefaling om »behold« eller »sælg« eller omvendt), skal medlemsstaterne sikre, at kravene i artikel 2-5 vedrørende de personer, der udarbejder anbefalingen, opfyldes af den person, der udbreder anbefalingen, for så vidt angår den væsentlige ændring.

Medlemsstaterne påser desuden, at der er indført en hensigtsmæssig regulering, som sikrer, at relevante juridiske personer, der selv eller gennem fysiske personer udbreder en væsentligt ændret anbefaling, har en formel skriftlig politik, som indebærer, at personer, der modtager oplysningerne, kan blive henvist til, hvor de kan få adgang til identiteten på den, der har udarbejdet anbefalingen, selve anbefalingen og oplysningerne om interesser eller interessekonflikter for den person, der har udarbejdet anbefalingen, forudsat at disse elementer er offentligt tilgængelige.

Stk. 1 og 2 gælder ikke for nyhedsrapportering om anbefalinger, som er udarbejdet af tredjemand, når anbefalingernes indhold ikke er blevet ændret.

I tilfælde af udbredelse af et resume af en anbefaling, der er udarbejdet af tredjemand, sikrer de relevante personer, der udbreder det, at det er klart og ikke er vildledende, og at det angiver kildedokument og det sted, hvor offentligheden kan få let og direkte adgang til oplysninger om kildedokumentet, forudsat at de er offentligt tilgængelige.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Artikel 9
Supplerende forpligtelser for investeringsselskaber og kreditinstitutter

Ud over forpligtelserne i artikel 7 og 8 kræver medlemsstaterne følgende, når den relevante person er et investeringsselskab, et kreditinstitut eller en fysisk person, der arbejder for sådanne personer i henhold til en ansættelseskontrakt eller på anden måde, og udbreder anbefalinger udarbejdet af tredjemand:

a) navnet på investeringsselskabets eller kreditinstituttets kompetente myndighed skal angives klart og tydeligt

b) hvis den person, der har udarbejdet anbefalingen, ikke allerede har udbredt den gennem en distributionskanal, skal kravene i artikel 6 vedrørende de personer, der udarbejder anbefalinger, gælde for de personer, der udbreder anbefalinger

c) hvis investeringsselskabet eller kreditinstituttet har ændret anbefalingen væsentligt, skal kravene i artikel 2-6 vedrørende personer, der udarbejder anbefalinger, være opfyldt.

KAPITEL IV SLUTBESTEMMELSER

Artikel 10
Gennemførelse

1. Medlemsstaterne sætter de nødvendige love og administrative bestemmelser i kraft for at efterkomme nærværende direktiv senest den 12. oktober 2004. De meddeler straks Kommissionen teksten til disse bestemmelser og en sammenligningstabel, som viser sammenhængen mellem de pågældende bestemmelser og nærværende direktiv.

Disse love og bestemmelser skal ved vedtagelsen indeholde en henvisning til nærværende direktiv eller skal ved offentliggørelsen ledsages af en sådan henvisning. Medlemsstaterne fastlægger reglerne for denne henvisning.

2. Medlemsstaterne meddeler Kommissionen teksten til de vigtigste nationale retsforskrifter, som de udsteder på det område, der er omfattet af nærværende direktiv.

Artikel 11
Ikrafttræden

Dette direktiv træder i kraft på dagen for offentliggørelsen i Den Europæiske Unions Tidende.

Artikel 12
Adressater

Dette direktiv er rettet til medlemsstaterne.

Udfærdiget i Bruxelles, den 22. december 2003.

På Kommissionens vegne

Frederik Bolkestein

Medlem af Kommissionen

(1) EUT L 96 af 12.4.2003, s. 16.

(2) Udvalget blev oprettet ved Kommissionens afgørelse 2001/527/EF (EFT L 191 af 13.7.2001, s. 43).

(3) EFT L 281 af 23.11.1995, s. 31.

(4) EFT L 141 af 11.6.1993, s. 27.

(5) EFT L 126 af 26.5.2000, s. 1.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug)

EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET FOR DEN EUROPÆISKE UNION HAR -

under henvisning til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, særlig artikel 95,

under henvisning til forslag fra Kommissionen(1),

under henvisning til udtalelse fra Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg(2),

under henvisning til udtalelse fra Den Europæiske Centralbank(3),

efter proceduren i traktatens artikel 251(4), og

ud fra følgende betragtninger:

(1) Et egentligt indre marked for finansielle tjenester er af væsentlig betydning for den økonomiske vækst og jobskabelsen i Fællesskabet.

(2) Et integreret og effektivt finansmarked forudsætter markedsintegritet. Det er en betingelse for økonomisk vækst og velstand, at værdipapirmarkederne fungerer gnidningsløst, og at offentligheden har tillid til markederne. Markedsmisbrug skader finansmarkedernes integritet og offentlighedens tillid til værdipapirer og derivater.

(3) Kommissionens meddelelse af 11. maj 1999 benævnt »Etablering af en ramme for de finansielle markeder: en handlingsplan« fastlægger en række tiltag, der er nødvendige for at gennemføre det indre marked for finansielle tjenester. Det Europæiske Råd i Lissabon i april 2000 opfordrede til gennemførelse af denne handlingsplan inden 2005. Handlingsplanen understreger behovet for, at der udstedes et direktiv om kursmanipulation.

(4) Rådet nedsatte på sin samling den 17. juli 2000 et vismandsudvalg for regulering af de europæiske værdipapirmarkeder. Udvalget foreslog i sin endelige rapport, at der indføres en ny lovgivningsmetode, som består af fire trin, nemlig grundprincipper, gennemførelsesforanstaltninger, samarbejde og håndhævelse. Første trin, direktivet, bør kun omfatte brede, generelle grundprincipper, mens andet trin bør omfatte tekniske gennemførelsesforanstaltninger, der skal vedtages af Kommissionen med bistand fra et udvalg.

(5) Det Europæiske Råd i Stockholm i marts 2001 godkendte vismandsudvalgets endelige rapport og forslaget om en firetrinsmetode, der skal gøre Fællesskabets lovgivningsproces på værdipapirområdet mere effektiv og gennemsigtig.

(6) I sin beslutning af 5. februar 2002 om gennemførelse af lovgivningen i forbindelse med finansielle tjenester tilsluttede Europa-Parlamentet sig også vismandsudvalgets rapport på grundlag af den højtidelige erklæring, som Kommissionen samme dag afgav for Europa-Parlamentet, og skrivelsen af 2. oktober 2001 fra kommissæren med ansvar for det indre marked til formanden for Europa-Parlamentets Udvalg om Økonomi og Valutaspørgsmål om sikring af Europa-Parlamentets rolle i denne proces.

(7) De nødvendige foranstaltninger til gennemførelse af dette direktiv bør vedtages i overensstemmelse med Rådets afgørelse 1999/468/EF af 28. juni 1999 om fastsættelse af de nærmere vilkår for udøvelsen af

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

de gennemførelsesbeføjelser, der tillægges Kommissionen(5).

(8) Ifølge Det Europæiske Råd i Stockholm bør andet trin, gennemførelsesforanstaltningerne, anvendes hyppigere for at sikre, at de tekniske bestemmelser tilpasses til den markeds- og tilsynsmæssige udvikling, ligesom der bør fastsættes frister for alle etaper i arbejdet på andet trin.

(9) Europa-Parlamentet bør have en frist på tre måneder fra den første oversendelse af udkast til gennemførelsesforanstaltninger til at behandle disse og afgive udtalelse. Denne frist kan imidlertid afkortes i behørigt begrundede hastetilfælde. Hvis Europa-Parlamentet inden for fristen vedtager en beslutning, bør Kommissionen genbehandle udkastet til foranstaltninger.

(10) Den nye finansielle og tekniske udvikling forstærker incitamenterne og midlerne til markedsmisbrug og øger derfor mulighederne i kraft af de nye produkter og teknologier, de voksende grænseoverskridende aktiviteter og internettet.

(11) Fællesskabets eksisterende retsregler for beskyttelse af markedsintegriteten er ufuldstændige. Retsreglerne varierer mellem medlemsstaterne, og det betyder, at de økonomiske aktører ofte er usikre med hensyn til begreber, definitioner og retshåndhævelse. I visse medlemsstater findes der ingen lovgivning om kursmanipulation og udbredelse af vildledende oplysninger.

(12) Markedsmisbrug består i insiderhandel og kursmanipulation. Lovgivningen om insiderhandel og om kursmanipulation har samme formål, nemlig at sikre finansmarkedernes integritet i Fællesskabet og forbedre investorernes tillid til disse markeder. Der bør derfor vedtages kombinerede regler for at bekæmpe både insiderhandel og kursmanipulation. Ved et enkelt direktiv kan det sikres, at der overalt i Fællesskabet gælder de samme regler for ansvarsfordeling, retshåndhævelse og samarbejde.

(13) Rådets direktiv 89/592/EØF af 13. november 1989 om samordning af retsforskrifterne vedrørende insiderhandel(6) bør i betragtning af de ændringer, der er sket på finansmarkederne og i Fællesskabets regler, siden direktivet blev vedtaget, nu erstattes for at sikre overensstemmelse mellem reglerne på dette område og lovgivningen om kursmanipulation. Et nyt direktiv er også nødvendigt for at undgå, at der i Fællesskabets regler findes smuthuller, som kan udnyttes til ulovlig adfærd, og som vil undergrave den offentlige tillid og dermed hindre, at markederne fungerer gnidningsløst.

(14) I dette direktiv er der taget hensyn til de overvejelser, som medlemsstaterne har givet udtryk for efter terrorangrebene den 11. september 2001 med hensyn til bekæmpelse af finansiering af terrorisme.

(15) Insiderhandel og kursmanipulation hindrer fuld markedsgennemsigtighed, der er en forudsætning for, at alle økonomiske aktører vil handle på de integrerede finansmarkeder.

(16) Intern viden er specifik viden, som ikke er blevet offentliggjort, og som direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere af finansielle instrumenter eller et eller flere finansielle instrumenter. Viden, der mærkbart vil kunne påvirke kursudviklingen og kursdannelsen på et reguleret marked som sådan, kan betragtes som viden, der indirekte vedrører en eller flere udstedere af finansielle instrumenter eller et eller flere afledte finansielle instrumenter.

(17) Med hensyn til insiderhandel bør der tages hensyn til de tilfælde, hvor kilden til intern viden ikke er et erhverv eller en funktion, men kriminalitet, hvis forberedelse eller gennemførelse mærkbart vil kunne påvirke kurserne på et eller flere finansielle instrumenter eller kursdannelsen på det regulerede marked som sådan.

(18) Brug af intern viden kan bestå i at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, hvis den berørte part ved eller burde have vidst, at der er tale om intern viden. I denne forbindelse bør de kompetente myndigheder tage stilling til, hvad en normal og fornuftig person ville vide eller burde have vist under de givne omstændigheder. Desuden bør det forhold alene, at market-makers, instanser, der er bemyndiget til at optræde som medkontrahenter, eller værdipapirhandlere, der har tilladelse til at handle

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

for tredjemands regning, med intern viden i de første to tilfælde blot fortsætter deres lovlige forretninger med køb og salg af finansielle instrumenter eller i det sidste tilfælde blot loyalt udfører en ordre, ikke i sig selv betragtes som brug af intern viden.

(19) Medlemsstaterne må løse problemet med den fremgangsmåde, der kaldes »front running«, herunder »front running« i forbindelse med råvarederivater, når der er tale om markedsmisbrug i henhold til definitionerne i dette direktiv.

(20) Personer, der indgår i transaktioner eller afgiver handelsordrer, som udgør kursmanipulation, har mulighed for at godtgøre, at begrundelsen for at indgå i sådanne transaktioner eller at afgive handelsordrer var legitim, og at disse transaktioner eller handelsordrer er i overensstemmelse med accepteret praksis på det pågældende regulerede marked. Der kan i sådanne tilfælde stadig pålægges en sanktion, hvis den kompetente myndighed fastslår, at der er en anden - ulovlig - begrundelse for disse transaktioner eller handelsordrer.

(21) Den kompetente myndighed kan udstede retningslinjer om spørgsmål, der er omfattet af dette direktiv, f.eks. definitionen af intern viden i forbindelse med råvarederivater og gennemførelsen af definitionen af accepteret markedspraksis i forbindelse med definitionen af kursmanipulation. Disse retningslinjer skal være i overensstemmelse med direktivets bestemmelser og de gennemførelsesforanstaltninger, der vedtages efter udvalgsproceduren.

(22) Medlemsstaterne bør kunne vælge den mest hensigtsmæssige måde for regulering af de forskellige kategorier af personer, der udarbejder eller udbreder analyser vedrørende finansielle instrumenter eller udstedere af finansielle instrumenter eller udarbejder eller udbreder andre oplysninger med anbefalinger eller forslag vedrørende en investeringsstrategi, herunder hensigtsmæssige mekanismer for selvregulering, hvilket Kommissionen bør underrettes om.

(23) Udstederes offentliggørelse af intern viden på deres websteder bør være i overensstemmelse med reglerne om videregivelse af personoplysninger til tredjelande i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 95/46/EF af 24. oktober 1995 om beskyttelse af fysiske personer i forbindelse med behandling af personoplysninger og om fri udveksling af sådanne oplysninger(7).

(24) Hurtig og korrekt offentliggørelse af viden fremmer markedsintegriteten, mens udstedernes selektive udbredelse af oplysninger kan føre til, at investorerne mister tilliden til finansmarkedernes integritet. Professionelle økonomiske aktører skal på forskellig vis bidrage til markedsintegriteten. Sådanne foranstaltninger kunne f.eks. udgøre oprettelse af »grålister«, anvendelse af »åbne vinduer« for visse medarbejdergrupper, anvendelse af interne adfærdskodekser og etablering af »Chinese walls«. Sådanne forebyggende foranstaltninger kan kun bidrage til at bekæmpe markedsmisbrug, hvis de håndhæves konsekvent og kontrolleres behørigt. Passende kontrol vil indebære f.eks. udpegelse af tilsynsforordnede i de berørte organer og periodevise kontroller, som udføres af uafhængige revisorer.

(25) De moderne kommunikationsmidler kan sikre de professionelle aktører på finansmarkederne og de individuelle investorer en mere lige adgang til finansielle oplysninger, men de øger også faren for, at der spredes falske eller vildledende oplysninger.

(26) Større åbenhed i transaktioner, der udføres af personer med overordnet ansvar i et udstedende selskab og i givet fald af personer, som er tæt knyttet til førstnævnte, udgør en forebyggende foranstaltning mod markedsmisbrug. Offentliggørelse af sådanne transaktioner, i det mindste på et individuelt grundlag, kan også være et vigtigt informationselement for investorerne.

(27) Markedsaktørerne bør bidrage til forebyggelse af markedsmisbrug og træffe strukturelle forholdsregler, som tager sigte på at forebygge og afsløre kursmanipulerende praksis. Disse forholdsregler kan omfatte bestemmelser om gennemskuelighed i de gennemførte transaktioner, komplet offentliggørelse af kursreguleringsaftaler, et retfærdigt system til sammenstilling af handelsordrer, indførelse af en effektiv ordning til afsløring af atypiske handelsordrer, tilstræk-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

keligt effektive ordninger til fastsættelse af referencepriser for de finansielle instrumenter og klare regler for udsættelse af transaktionerne.

(28) Dette direktiv skal fortolkes og gennemføres af medlemsstaterne på en måde, der er forenelig med nødvendigheden af bestemmelser, der sikrer en effektiv beskyttelse af de interesser, som tilfalder indehavere af omsættelige værdipapirer, der giver stemmeret i et selskab (eller får det som følge af udnyttelse af rettigheder eller konvertering), når selskabet bliver gjort til genstand for et offentligt overtagelsestilbud eller andre foreslåede ændringer i kontrollen med selskabet. Dette direktiv bør ikke på nogen måde være til hinder for, at en medlemsstat indfører eller kan have forholdsregler, som den anser for nødvendige til disse formål.

(29) Adgang til intern viden om et andet selskab og brug af denne viden i forbindelse med et offentligt købstilbud med det formål at få kontrol over dette selskab eller at foreslå en fusion med dette selskab bør ikke i sig selv betragtes som insiderhandel.

(30) Eftersom erhvervelse og afhændelse af finansielle instrumenter nødvendigvis forudsætter en forudgående beslutning herom fra den person, som foretager den ene eller den anden af disse transaktioner, bør en sådan erhvervelse eller afhændelse ikke i sig selv betragtes som anvendelse af intern viden.

(31) Analyser og vurderinger udarbejdet på grundlag af offentligt tilgængelige oplysninger skal ikke betragtes som intern viden, og transaktioner, der udføres på grundlag af denne type analyser og vurderinger, bør derfor ikke i sig selv betragtes som insiderhandel i henhold til dette direktiv.

(32) Medlemsstaterne og Det Europæiske System af Centralbanker, de nationale centralbanker eller ethvert andet officielt udpeget organ eller enhver person, der handler på deres vegne, bør ikke pålægges begrænsninger med hensyn til penge- eller valutakurspolitikken eller styringen af den offentlige gæld.

(33) Stabilisering af finansielle instrumenter eller handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer kan af økonomiske årsager være lovlig under visse omstændigheder og bør derfor ikke i sig selv betragtes som markedsmisbrug. Der bør udarbejdes fælles standarder for at skabe praktiske retningslinjer på området.

(34) De voksende finansmarkeder, de hastigt skiftende forhold, de mange nye produkter og den nye udvikling kræver, at dette direktiv anvendes bredt på de pågældende finansielle instrumenter og fremgangsmåder for at sikre integriteten af Fællesskabets finansmarkeder.

(35) Etablering af lige konkurrencevilkår på Fællesskabets finansmarkeder er betinget af en bred geografisk anvendelse af bestemmelser, der er omfattet af dette direktiv. Med hensyn til afledte instrumenter, der ikke er optaget til handel, men falder ind under dette direktivs anvendelsesområde, bør alle medlemsstaterne være kompetente til at pålægge sanktioner for transaktioner, der gennemføres på deres område eller i udlandet, og som vedrører underliggende finansielle instrumenter, der er optaget til handel på et reguleret marked, der er beliggende eller opererer på deres område, eller for hvilke der er indgivet en anmodning om optagelse til handel på et sådant reguleret marked. Alle medlemsstaterne bør også være kompetente til at pålægge sanktioner for transaktioner, der gennemføres på deres område, og som vedrører underliggende finansielle instrumenter, der er optaget til handel på et reguleret marked i en medlemsstat, eller for hvilke der er indgivet en anmodning om optagelse til handel på et sådant marked.

(36) Det kan skabe forvirring blandt økonomiske aktører, hvis medlemsstaterne har mange forskellige kompetente myndigheder med hver sit ansvarsområde. Der bør i hver medlemsstat udpeges én kompetent myndighed, som skal påtage sig i hvert fald det endelige ansvar for tilsynet med overholdelsen af de bestemmelser, der vedtages i henhold til dette direktiv, og for internationalt samarbejde. Denne myndighed bør have en administrativ form, der sikrer, at den er uafhængig af de økonomiske aktører, således at interessekonflikter undgås. Medlemssta-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

terne bør i overensstemmelse med national lovgivning sikre, at den kompetente myndighed har passende finansielle midler til sin rådighed. Myndigheden bør have passende procedurer for høring i forbindelse med eventuelle ændringer i den nationale lovgivning såsom et rådgivende udvalg bestående af repræsentanter for udstederne, for udbyderne af finansielle tjenesteydelser og for forbrugerne, således at den kan være fuldt ud orienteret om deres synspunkter og bekymringer.

(37) Det vil sikre et effektivt tilsyn, at de kompetente myndigheder i medlemsstaterne får et fælles minimum af stærke hjælpemidler og beføjelser. Virksomheder, der opererer på markedet, og alle økonomiske aktører bør også på deres niveau bidrage til markedets integritet. I denne forbindelse betyder udpegelsen af én kompetent myndighed for markedsmisbrug ikke, at der ikke kan være samarbejdsforbindelser eller ske uddelegering under den kompetente myndigheds ansvar mellem denne myndighed og virksomheder, der opererer på markedet, for at sikre et effektivt tilsyn med overholdelsen af de bestemmelser, der vedtages i henhold til dette direktiv.

(38) For at sikre, at Fællesskabets regler for markedsmisbrug er tilstrækkelige, skal enhver overtrædelse af forbud eller påbud, der udstedes i henhold til dette direktiv, hurtigt og effektivt afsløres og sanktioneres. Med henblik herpå skal sanktionerne være afskrækkende, stå i forhold til omfanget af overtrædelsen og den opnåede gevinst samt håndhæves konsekvent.

(39) Når medlemsstaterne træffer administrative foranstaltninger og sanktioner, bør de holde sig for øje, at det er nødvendigt at sikre en vis homogenitet i de forskellige medlemsstaters bestemmelser.

(40) De voksende grænseoverskridende aktiviteter kræver bedre samarbejde og omfattende regler for udveksling af oplysninger mellem de kompetente nationale myndigheder. Tilrettelæggelsen af tilsynet og efterforskningsbeføjelserne i den enkelte medlemsstat bør ikke hindre samarbejdet mellem de kompetente nationale myndigheder.

(41) De planlagte foranstaltningers mål, nemlig at hindre markedsmisbrug i form af insiderhandel og kursmanipulation, kan ikke i tilstrækkelig grad opfyldes af medlemsstaterne, men kan på grund af deres omfang og virkninger bedre gennemføres på fællesskabsplan, jf. proportionalitetsprincippet i traktatens artikel 5. Dette direktiv er begrænset til det minimum, der er nødvendigt for at nå dette mål.

(42) Der kan fra tid til anden være behov for tekniske retningslinjer og gennemførelsesforanstaltninger til dette direktivs bestemmelser af hensyn til den nye udvikling på finansmarkederne. Kommissionen bør derfor have beføjelse til at træffe gennemførelsesforanstaltninger, for så vidt de ikke ændrer de grundlæggende bestemmelser i dette direktiv, og at Kommissionen handler i overensstemmelse med direktivets principper efter høring af Det Europæiske Værdipapirudvalg, der er oprettet ved Kommissionens afgørelse 2001/528/EF(8).

(43) Under udøvelsen af de i dette direktiv omhandlede gennemførelsesbeføjelser bør Kommissionen tage hensyn til følgende:

- behovet for at sikre tillid til de finansielle markeder blandt investorer ved at fremme gennemskueligheden på disse markeder

- behovet for at give investorerne en bred vifte af konkurrerende investeringsmuligheder og et oplysnings- og beskyttelsesniveau, som er tilpasset deres forhold

- behovet for at sikre, at de uafhængige regulerende myndigheder håndhæver reglerne ensartet, især hvad angår bekæmpelsen af økonomisk kriminalitet

- behovet for stor gennemskuelighed og omfattende høring af alle markedsdeltagere samt Europa-Parlamentet og Rådet

- behovet for at fremme innovation på finansmarkederne af hensyn til deres dynamik og effektivitet

- behovet for gennem en tæt og aktiv overvågning af finansiel innovation at sikre markedsintegritet

- betydningen af at begrænse kapitalomkostninger og lette adgangen til kapital

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

- behovet for at opretholde balancen mellem omkostninger og fordele for alle markedsdeltagere (herunder små og mellemstore virksomheder samt mindre investorer) i alle gennemførelsesforanstaltninger

- behovet for at fremme EF-finansmarkedernes internationale konkurrenceevne, uden at dette går ud over en hårdt tiltrængt forøgelse af det internationale samarbejde

- behovet for at skabe lige konkurrencevilkår for alle markedsdeltagere ved at udarbejde EF-dækkende bestemmelser, hver gang det er relevant

- behovet for at respektere forskellene mellem de nationale markeder, såfremt de ikke i urimelig grad kolliderer med sammenhængen i det indre marked

- behovet for at sikre sammenhæng med anden EF-lovgivning på dette område, da uoverensstemmende oplysninger og manglende gennemskuelighed kan risikere at skade markedernes funktion og frem for alt forbrugere og små investorer.

(44) Dette direktiv overholder de grundlæggende rettigheder og de principper, som navnlig er nedfældet i Den Europæiske Unions charter om grundlæggende rettigheder, særlig artikel 11, og den europæiske menneskerettighedskonventions artikel 10. Dette direktiv er i den forbindelse på ingen måde til hinder for, at medlemsstaterne anvender deres forfatningsmæssige bestemmelser vedrørende pressefrihed og mediernes ytringsfrihed -

UDSTEDT FØLGENDE DIREKTIV:

Artikel 1

I dette direktiv forstås ved:

1) »intern viden«: specifik viden, som ikke er blevet offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere af finansielle instrumenter eller et eller flere finansielle instrumenter, og som, hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller på de afledte finansielle instrumenter.

I forbindelse med råvarederivater er »intern viden« viden, som ikke er blevet offentliggjort, men som direkte eller indirekte vedrører et eller flere sådanne derivater, og som brugere af markeder, hvor sådanne derivater handles, ville forvente at modtage i overensstemmelse med accepteret markedspraksis for disse markeder.

For personer, der har til opgave at udføre ordrer med finansielle instrumenter, er »intern viden« også viden, som formidles af en kunde og vedrører dennes endnu ikke udførte ordrer, som er præcis, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere af finansielle instrumenter, og som, hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller på de afledte finansielle instrumenter

2) »kursmanipulation«

a) transaktioner eller handelsordrer,

- der giver eller kan give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på finansielle instrumenter, eller

- hvorved en person eller flere personer i fællesskab sikrer, at kursen på et eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstigt niveau,

medmindre den, der har indgået i transaktionerne eller har afgivet handelsordrerne, godtgør, at begrundelsen for at indgå i sådanne transaktioner eller ordrer er legitim, og at disse transaktioner eller handelsordrer er i overensstemmelse med accepteret markedspraksis på det pågældende regulerede marked

b) transaktioner eller handelsordrer, hvorved der benyttes fingererede planer eller alle andre former for bedrag eller påfund

c) udbredelse af oplysninger gennem medierne, herunder internettet, eller ved andre metoder, der giver eller kan give urigtige eller vildledende signaler om finansielle instrumenter, herunder spredning af rygter og urigtige eller vildledende nyheder, når den person, der har spredt dem, vidste eller burde have vidst, at oplysningerne var urigtige eller vildledende. Når det er journalister, der som led i deres erhvervsmæssige

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

aktivitet udbreder sådanne oplysninger, skal forholdet med forbehold af artikel 11 vurderes under hensyn til de regler, der gælder for deres erhverv, medmindre disse personer direkte eller indirekte drager fordel eller får udbytte af udbredelsen af de pågældende oplysninger.

Nedenstående eksempler tager udgangspunkt i basisdefinitionen i litra a), b) og c) ovenfor:

- adfærd, hvorved en person eller flere personer i fællesskab opnår en dominerende stilling over udbuddet af eller efterspørgslen efter et finansielt instrument med den virkning, at købs- og salgskurser påvirkes direkte eller indirekte, eller der anvendes andre urimelige vilkår for transaktionen

- køb eller salg af finansielle instrumenter ved markedets lukketid med den virkning, at personer, der handler på grundlag af slutkurserne, vildledes

- udnyttelse af lejlighedsvis eller regelmæssig adgang til de traditionelle eller elektroniske medier ved at udsende en meningstilkendegivelse om et finansielt instrument (eller indirekte om udstederen heraf) - efter på forhånd at have erhvervet sig dele af det pågældende finansielle instrument - og ved senere at drage fordel af den måde, hvorpå de tilkendegivne holdninger påvirker kursen på instrumentet, uden samtidig at have afsløret interessekonflikten over for offentligheden på en korrekt og effektiv måde.

Definitionerne på kursmanipulation tilpasses for at sikre, at nye adfærdsmønstre, der i praksis indebærer kursmanipulation, omfattes

3) »finansielt instrument«

- værdipapirer som defineret i Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer(9)

- andele i institutter for kollektiv investering

- pengemarkedsinstrumenter

- finansielle futures, herunder tilsvarende instrumenter, der afregnes kontant

- fremtidige renteaftaler

- rente-, valuta- og aktieswaps

- optioner på erhvervelse eller afhændelse af et instrument, der falder ind under disse kategorier, herunder tilsvarende instrumenter, der afregnes kontant. I denne kategori indgår især valuta- og renteoptioner

- råvarederivater

- ethvert andet instrument, der er eller vil blive optaget til handel på et reguleret marked i en medlemsstat, eller for hvilket der er indgivet en anmodning om optagelse til handel i en medlemsstat

4) »reguleret marked«: et marked som defineret i artikel 1, nr. 13, i direktiv 93/22/EØF

5) »accepteret markedspraksis«: praksis, som med rimelighed kan forventes på et eller flere finansielle markeder, og som er accepteret af den kompetente myndighed i overensstemmelse med retningslinjerne vedtaget af Kommissionen efter proceduren i artikel 17, stk. 2

6) »person«: enhver fysisk eller juridisk person

7) »kompetent myndighed«: den kompetente myndighed, der er udpeget i henhold til artikel 11.

Kommissionen vedtager efter proceduren i artikel 17, stk. 2, gennemførelsesforanstaltninger til nr. 1, 2 og 3 i denne artikel for at tage hensyn til den tekniske udvikling på finansmarkederne og for at sikre en ensartet anvendelse af dette direktiv i Fællesskabet.

Artikel 2

1. Medlemsstaterne forbyder personer som nævnt i andet afsnit, der er i besiddelse af intern viden, at benytte denne viden ved direkte eller indirekte, for egen eller tredjemands regning at erhverve eller afhænde eller forsøge at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, som denne viden vedrører.

Første afsnit gælder alle personer, som er i besiddelse af den pågældende viden ved:

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

a) at de er medlemmer af det udstedende selskabs administrations-, ledelses- eller tilsynsorganer, eller

b) at de har kapitalinteresser i det udstedende selskab, eller

c) at de har adgang til denne viden i kraft af deres beskæftigelse, erhverv eller funktioner, eller

d) at de er kommet i besiddelse af den pågældende viden ved strafbare handlinger.

2. Når en person som omhandlet i stk. 1 er en juridisk person, gælder det i samme stykke omhandlede forbud også de fysiske personer, der medvirker ved afgørelsen om at gennemføre transaktionen på den pågældende juridiske persons vegne.

3. Denne artikel finder ikke anvendelse på transaktioner, der gennemføres for at opfylde en forpligtelse til at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, når denne forpligtelse er blevet bindende og er baseret på en aftale, der er indgået, før der er opnået intern viden.

Artikel 3

Medlemsstaterne forbyder personer, der er omfattet af forbuddet i artikel 2,

a) at meddele intern viden til andre, medmindre det sker som et normalt led i udøvelsen af deres beskæftigelse, erhverv eller funktioner

b) på grundlag af intern viden at opfordre eller overtale andre til at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, som denne viden vedrører.

Artikel 4

Medlemsstaterne skal sikre, at artikel 2 og 3 også gælder for alle andre end de i disse artikler omhandlede personer, der er i besiddelse af intern viden, og som ved eller burde have vidst, at der er tale om intern viden.

Artikel 5

Medlemsstaterne forbyder enhver at foretage kursmanipulation.

Artikel 6

1. Medlemsstaterne sikrer, at udstedere af finansielle instrumenter hurtigst muligt offentliggør intern viden, der direkte vedrører disse udstedere.

Uden at det berører eventuelle foranstaltninger til overholdelse af bestemmelserne i ovenstående afsnit, påser medlemsstaterne, at udstederne i et passende tidsrum lader al intern viden, som de er forpligtet til at offentliggøre, figurere på deres websted.

2. En udsteder kan på eget ansvar udsætte offentliggørelsen af intern viden, jf. stk. 1, for ikke at skade sine berettigede interesser, forudsat at dette ikke vil kunne vildlede offentligheden, og at udstederen kan sikre, at denne viden behandles fortroligt. Medlemsstaterne kan kræve, at en udsteder øjeblikkelig skal underrette den kompetente myndighed om sin beslutning om at udsætte offentliggørelsen af intern viden.

3. Medlemsstaterne kræver, at intern viden, som en udsteder eller en person, der handler på dennes vegne eller for dennes regning, meddeler tredjemand som et normalt led i udøvelsen af sin beskæftigelse, sit erhverv eller sine funktioner som omhandlet i artikel 3, litra a), skal offentliggøres i sin helhed samtidig med, at den meddeles tredjemand, når dette sker bevidst, og hurtigt derefter, når det sker ubevidst.

Første afsnit finder ikke anvendelse, hvis den person, der modtager den interne viden, er pålagt tavshedspligt, uanset om denne pligt er fastsat ved lov, administrative bestemmelser, vedtægter eller en kontrakt.

Medlemsstaterne kræver, at udstedere og personer, der handler på deres vegne eller for deres regning, udarbejder en liste over de personer, der arbejder for dem, såvel kontraktansatte som personer med andre ansættelsesforhold, og som har adgang til intern viden. Udstedere og personer, der handler på deres vegne eller for deres regning, ajourfører løbende denne liste og sender den til den kompetente myndighed på anmodning.

4. Personer med overordnet ansvar i et selskab, der udsteder finansielle instrumenter,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

og eventuelle personer, der er tæt knyttet til førstnævnte, skal som et minimum underrette den kompetente myndighed om transaktioner, som de udfører for egen regning, og som vedrører finansielle instrumenter fra den pågældende udsteder, eller om afledte eller andre finansielle instrumenter, som er forbundet hermed. Medlemsstaterne påser, at offentligheden hurtigst muligt får let adgang til oplysninger om disse transaktioner, i det mindste på et individuelt grundlag.

5. Medlemsstaterne sørger for, at der findes hensigtsmæssige regler til at sikre, at personer, der til distributionskanaler eller offentligheden udarbejder eller udbreder analyser vedrørende finansielle instrumenter eller udstedere af finansielle instrumenter eller udarbejder eller udbreder andre oplysninger med anbefalinger eller forslag vedrørende en investeringsstrategi, udviser rimelig omhu for at sikre, at oplysningerne fremsættes korrekt, og for at deres interesser eller interessekonflikter afsløres i forbindelse med de finansielle instrumenter, som oplysningerne vedrører. Kommissionen underrettes om denne regulering.

6. Medlemsstaterne sikrer, at markedsaktørerne træffer strukturelle forholdsregler, som tager sigte på at forebygge og afsløre kursmanipulation.

7. For at sikre overholdelsen af stk. 1-5 kan den kompetente myndighed træffe de nødvendige foranstaltninger med henblik på korrekt oplysning af offentligheden.

8. Offentlige institutioner, der udsender statistikker, som kan have en mærkbar indvirkning på finansielle markeder, udsender dem på en fair og gennemsigtig måde.

9. Medlemsstaterne kræver, at personer, der som led i deres erhverv gennemfører transaktioner med finansielle instrumenter, straks underretter den kompetente myndighed, hvis den pågældende person med rimelighed kan antage, at disse transaktioner udgør insiderhandel eller kursmanipulation.

10. For at tage hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder og sikre ensartet anvendelse af dette direktiv vedtager Kommissionen efter den i artikel 17, stk. 2, omhandlede procedure gennemførelsesforanstaltninger vedrørende:

- de tekniske betingelser for offentliggørelse af intern viden som omhandlet i stk. 1 og 3

- de tekniske betingelser for at udsætte offentliggørelsen af intern viden, jf. stk. 2

- de tekniske betingelser for fremme af en fælles strategi ved gennemførelsen af stk. 2, andet punktum

- de vilkår, hvorunder udstedere eller personer, der handler på deres vegne, udarbejder og løbende ajourfører en liste over de personer, der arbejder for dem og har adgang til intern viden, jf. stk. 3

- de personkategorier og de egenskaber ved en transaktion, herunder dens størrelse, som udløser forpligtelsen til at afgive erklæring, jf. stk. 4, samt de tekniske vilkår, der gælder for erklæringen til den kompetente myndighed

- de tekniske betingelser for de forskellige personkategorier, der er omhandlet i stk. 5, for en korrekt fremlæggelse af analyser og andre oplysninger med anbefalinger vedrørende en investeringsstrategi og for afsløring af særlige interesser eller interessekonflikter som omhandlet i stk. 5. I forbindelse med sådanne betingelser skal der tages hensyn til de regler, herunder selvregulering, der gælder for journalisterhvervet

- de tekniske betingelser for, hvornår de personer, der er nævnt i stk. 9, skal underrette den kompetente myndighed.

Artikel 7

Dette direktiv finder ikke anvendelse på transaktioner, der som led i penge- eller valutakurspolitikken eller styringen af den offentlige gæld gennemføres af en medlemsstat, Det Europæiske System af Centralbanker, en national centralbank eller ethvert andet officielt udpeget organ eller af enhver person, der handler på deres vegne. Medlemsstaterne kan lade denne undtagelse omfatte deres delstater eller tilsvarende lokale administrative enheder, når det gælder styringen af deres offentlige gæld.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Artikel 8

Forbuddene i dette direktiv gælder ikke for handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer eller for stabilisering af et finansielt instrument, forudsat at sådanne transaktioner gennemføres i overensstemmelse med gennemførelsesforanstaltninger, der er vedtaget efter den i artikel 17, stk. 2, omhandlede procedure.

Artikel 9

Dette direktiv finder anvendelse på ethvert finansielt instrument, der er optaget til handel på et reguleret marked i mindst en medlemsstat, eller for hvilket der er indgivet en anmodning om optagelse til handel, uanset om transaktionen i praksis finder sted på dette marked eller ej.

Artikel 2, 3 og 4 finder også anvendelse på ethvert finansielt instrument, som ikke er optaget til handel på et reguleret marked i en medlemsstat, men hvis værdi afhænger af et finansielt instrument som omhandlet i stk. 1.

Artikel 6, stk. 1-3, finder ikke anvendelse på udstedere, der ikke har anmodet om eller fået godkendt en optagelse af deres finansielle instrumenter til handel på et reguleret marked i en medlemsstat.

Artikel 10

Hver medlemsstat anvender de forbud og påbud, der er omhandlet i dette direktiv, på:

a) transaktioner, der gennemføres på dens område eller i udlandet vedrørende finansielle instrumenter, der er optaget til handel på et reguleret marked, der er beliggende eller opererer på dens område, eller for hvilke der er indgivet en anmodning om optagelse til handel på et sådant marked

b) transaktioner, der gennemføres på dens område vedrørende finansielle instrumenter, der er optaget til handel på et reguleret marked i en medlemsstat, eller for hvilke der er indgivet anmodning om optagelse til handel på et sådant marked.

Artikel 11

Uden at det påvirker retsmyndighedernes kompetence, udpeger hver medlemsstat en enkelt administrativ myndighed med kompetence til at sikre anvendelsen af bestemmelser vedtaget i medfør af dette direktiv.

Medlemsstaterne udarbejder effektive ordninger og procedurer til høring af markedsdeltagerne vedrørende eventuelle ændringer af den nationale lovgivning. Disse ordninger kan omfatte rådgivende udvalg under den kompetente myndighed, hvis sammensætning i videst muligt omfang bør afspejle markedsdeltagernes diversitet, hvad enten der er tale om udstedere, udbydere af finansielle tjenester eller forbrugere.

Artikel 12

1. Den kompetente myndighed tillægges alle de nødvendige tilsyns- og undersøgelsesbeføjelser, for at den kan udøve sine funktioner. Den udøver disse beføjelser:

a) direkte, eller

b) i samarbejde med andre myndigheder eller med markedsvirksomheder, eller

c) under den kompetente myndigheds ansvar ved uddelegering til sådanne myndigheder eller til markedsvirksomheder, eller

d) ved begæring til de kompetente retslige myndigheder.

2. Med forbehold af artikel 6, stk. 7, udøves de i denne artikels stk. 1 omhandlede beføjelser i henhold til national ret og omfatter mindst retten til

a) at få adgang til ethvert dokument i enhver form og at modtage en kopi deraf

b) at indhente oplysninger hos en hvilken som helst person, herunder dem, der senere er involveret i afgivelsen af ordrer eller udførelse af de pågældende operationer, og deres principaler, og eventuelt indkalde dem til høring

c) at gennemføre kontrolundersøgelser på stedet

d) at kræve oplysninger om foreliggende telefonsamtaler og foreliggende datatrafik

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

e) at kræve ophør med en praksis, der strider mod de bestemmelser, der er fastsat i henhold til dette direktiv

f) at suspendere handelen med de pågældende finansielle instrumenter

g) at kræve fastfrysning og/eller beslaglæggelse af aktiver

h) at kræve nedlagt midlertidigt forbud mod erhvervsvirksomhed.

3. Denne artikel berører ikke de nationale retsregler om tavshedspligt.

Artikel 13

Tavshedspligten gælder for alle personer, der arbejder eller har arbejdet for den kompetente myndighed, eller for enhver myndighed eller virksomhed, der opererer på markedet, og som den kompetente myndigheder har uddelegeret sine beføjelser til, herunder revisorer og eksperter, der har modtaget instrukser fra den kompetente myndighed. Oplysninger, der er omfattet af tavshedspligt, må ikke videregives til nogen anden person eller myndighed, medmindre der er lovhjemmel derfor.

Artikel 14

1. Med forbehold af medlemsstaternes ret til at pålægge strafferetlige sanktioner sikrer medlemsstaterne i henhold til national ret, at der kan træffes passende administrative foranstaltninger eller pålægges administrative sanktioner over for de ansvarlige personer i de tilfælde, hvor de bestemmelser, der er vedtaget i henhold til dette direktiv, ikke er blevet overholdt. Medlemsstaterne sikrer, at disse foranstaltninger er effektive, rimelige og præventive.

2. Efter proceduren i artikel 17, stk. 2, udarbejder Kommissionen en informerende fortegnelse om de i stk. 1 omhandlede administrative foranstaltninger og sanktioner.

3. Medlemsstaterne vedtager de sanktioner, der skal iværksættes i tilfælde af manglende samarbejde ved en undersøgelse i henhold til artikel 12.

4. Medlemsstaterne fastsætter, at den kompetente myndighed kan meddele offentligheden, hvilke foranstaltninger eller sanktioner der vil blive pålagt for overtrædelse af bestemmelser vedtaget i henhold til dette direktiv, medmindre det er til alvorlig fare for finansmarkederne eller vil forvolde de involverede parter uforholdsmæssig stor skade.

Artikel 15

Medlemsstaterne sikrer, at de kompetente myndigheders afgørelser kan indbringes for domstolene.

Artikel 16

1. De kompetente myndigheder samarbejder med hinanden på grundlag af deres beføjelser i henhold til dette direktiv eller national lovgivning, når det er nødvendigt for, at de kan udøve deres funktioner. De kompetente myndigheder bistår de øvrige medlemsstaters kompetente myndigheder. De skal især udveksle oplysninger og samarbejde om undersøgelser.

2. Efter anmodning giver de kompetente myndigheder omgående alle oplysninger, der kræves til det i stk. 1 omhandlede formål. I påkommende tilfælde træffer de kompetente myndigheder, der modtager en anmodning, omgående de nødvendige foranstaltninger for at indhente de ønskede oplysninger. Hvis den kompetente myndighed, der anmodes om oplysninger, ikke er i stand til at meddele dem omgående, begrunder den det over for den myndighed, der har anmodet om dem. Sådanne oplysninger er omfattet af den tavshedspligt, som påhviler ansatte eller tidligere ansatte hos de kompetente myndigheder, der modtager oplysningerne.

De kompetente myndigheder kan nægte at efterkomme en anmodning om oplysninger,

- når meddelelse af disse oplysninger kan bringe den pågældende medlemsstats suverænitet, sikkerhed eller grundlæggende retsprincipper i fare

- når der allerede er indledt retsforfølgning med hensyn til de samme forhold og mod de samme personer ved denne medlemsstats myndigheder, eller

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

- når disse personer allerede har fået endelig dom for de samme forhold i denne medlemsstat.

I dette tilfælde giver de den kompetente myndighed, der har anmodet om oplysningerne, meddelelse herom og giver så detaljerede oplysninger som muligt om denne retsforfølgning eller dom.

Uden at det berører bestemmelserne i traktatens artikel 226, kan en kompetent myndighed, hvis anmodning om oplysninger ikke efterkommes inden for en rimelig frist, eller hvis anmodning om oplysninger afvises, indbringe den manglende efterkommelse for Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg, hvor sagen vil blive drøftet med henblik på at nå frem til en hurtig og effektiv løsning.

De kompetente myndigheder, der modtager oplysninger i henhold til stk. 1, kan, uden at det påvirker deres forpligtelser i strafferetssager, kun anvende oplysningerne i forbindelse med udøvelsen af deres funktioner inden for dette direktivs anvendelsesområde og i forbindelse med administrative eller retlige procedurer, der specielt er knyttet til udøvelsen af disse funktioner. Den myndighed, der modtager oplysningerne, kan dog anvende dem til andre formål eller videregive dem til andre staters kompetente myndigheder, hvis den myndighed, der har meddelt oplysningerne, giver sit samtykke.

3. Når en kompetent myndighed er overbevist om, at handlinger i strid med dette direktiv gennemføres eller er blevet gennemført på en anden medlemsstats område, eller at handlinger påvirker finansielle instrumenter, der handles på et reguleret marked i en anden medlemsstat, giver den så nøjagtigt som muligt den anden medlemsstats kompetente myndighed meddelelse derom. Sidstnævnte myndighed træffer de nødvendige foranstaltninger. Den underretter den myndighed, der har givet meddelelsen, om resultatet og så vidt muligt om vigtige forhold i sagens videre forløb. Dette stykke berører ikke beføjelserne for den kompetente myndighed, som har fremsendt oplysningerne. De kompetente myndigheder i de forskellige medlemsstater, jf. artikel 10, skal høre hinanden om den foreslåede opfølgning af deres konstateringer.

4. En medlemsstats kompetente myndighed kan anmode om, at en anden medlemsstats kompetente myndighed foretager en undersøgelse på sidstnævnte medlemsstats område.

Den kan desuden anmode om tilladelse til at lade nogle af sine medarbejdere bistå den anden kompetente myndigheds medarbejdere ved undersøgelsen.

Det er dog den medlemsstat, på hvis område undersøgelsen gennemføres, der har ansvaret for den overordnede kontrol med hele undersøgelsen.

De kompetente myndigheder kan nægte at efterkomme en anmodning om gennemførelse af en undersøgelse som omhandlet i første afsnit eller en anmodning om, at deres medarbejdere bistås af medarbejderne fra en anden medlemsstats kompetente myndigheder, som omhandlet i andet afsnit, hvis en sådan undersøgelse kan bringe den pågældende medlemsstats suverænitet, sikkerhed eller grundlæggende retsprincipper i fare, eller når der allerede er indledt retsforfølgning med hensyn til de samme forhold og mod de samme personer ved denne stats myndigheder, eller når disse personer allerede har fået endelig dom for de samme forhold i denne stat. I dette tilfælde giver de den kompetente myndighed, der har anmodet om gennemførelsen af undersøgelsen, meddelelse herom og giver så detaljerede oplysninger som muligt om denne retsforfølgning eller dom.

En kompetent myndighed, hvis anmodning om at indlede en undersøgelse eller om tilladelse til, at dens embedsmænd kan ledsage den udenlandske myndigheds embedsmænd, ikke efterkommes inden for en rimelig frist, kan, uden at det berører bestemmelserne i traktatens artikel 226, indbringe den manglende efterkommelse for Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg, hvor sagen vil blive drøftet med henblik på at nå frem til en hurtig og effektiv løsning.

5. Efter den i artikel 17, stk. 2, omhandlede procedure vedtager Kommissionen gennemførelsesforanstaltninger vedrørende

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

procedurerne for udveksling af oplysninger og grænseoverskridende kontrolundersøgelser som omhandlet i denne artikel.

Artikel 17

1. Kommissionen bistås af Det Europæiske Værdipapirudvalg, der er oprettet ved afgørelse 2001/528/EF (i det følgende benævnt »udvalget«).

2. Når der henvises til dette stykke, anvendes artikel 5 og 7 i afgørelse 1999/468/EF, jf. dennes artikel 8, for så vidt de gennemførelsesforanstaltninger, der træffes efter denne procedure, ikke ændrer de grundlæggende bestemmelser i dette direktiv.

Perioden i artikel 5, stk. 6, i afgørelse 1999/468/EF fastsættes til tre måneder.

3. Udvalget vedtager selv sin forretningsorden.

4. Medmindre andet er fastsat i de gennemførelsesbestemmelser, der allerede er vedtaget, ophører anvendelsen af dette direktivs bestemmelser om vedtagelse af tekniske bestemmelser og afgørelser efter proceduren i stk. 2 fire år efter direktivets ikrafttræden. Europa-Parlamentet og Rådet kan på forslag af Kommissionen forny disse bestemmelser efter proceduren i traktatens artikel 251 og tager dem med henblik herpå op til revision inden udløbet af ovennævnte tidsrum.

Artikel 18

Medlemsstaterne sætter de nødvendige love og administrative bestemmelser i kraft for at efterkomme dette direktiv inden 12. oktober 2004. De underretter straks Kommissionen herom.

Disse love og bestemmelser skal ved vedtagelsen indeholde en henvisning til dette direktiv eller skal ved offentliggørelsen ledsages af en sådan henvisning. De nærmere regler for henvisningen fastsættes af medlemsstaterne.

Artikel 19

Artikel 11 berører ikke en medlemsstats mulighed for at lave særskilte lovmæssige og administrative ordninger for oversøiske europæiske territorier, hvis udenrigsforbindelser medlemsstaten er ansvarlig for.

Artikel 20

Direktiv 89/592/EØF samt artikel 68, stk. 1, og artikel 81, stk. 1, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/34/EF af 28. maj 2001 vedrørende betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om disse værdipapirer(10) bortfalder med virkning fra dette direktivs ikrafttræden.

Artikel 21

Dette direktiv træder i kraft på dagen for offentliggørelsen i Den Europæiske Unions Tidende.

Artikel 22

Dette direktiv er rettet til medlemsstaterne.

Udfærdiget i Bruxelles, den 28. januar 2003.
På Europa-Parlamentets vegne
P. Cox
Formand
På Rådets vegne
G. Papandreou
Formand

(1) EFT C 240 E af 28.8.2001, s. 265.

(2) EFT C 80 af 3.4.2002, s. 61.

(3) EFT C 24 af 26.1.2002, s. 8.

(4) Europa-Parlamentets udtalelse af 14.3.2002 (endnu ikke offentliggjort i EUT), Rådets fælles holdning af 19.7.2002 (EFT C 228 E af 25.9.2002, s. 19) og Europa-Parlamentets afgørelse af 24.10.2002 (endnu ikke offentliggjort i EUT).

(5) EFT L 184 af 17.7.1999, s. 23.

(6) EFT L 334 af 18.11.1989, s. 30.

(7) EFT L 281 af 23.11.1995, s. 31.

(8) EFT L 191 af 13.7.2001, s. 45.

(9) EFT L 141 af 11.6.1993, s. 27. Senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/64/EF (EFT L 290 af 17.11.2000, s. 27).

(10) EFT L 184 af 6.7.2001, s. 1.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Market Abuse Directive
Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive

Index

I Executive Summary

II Accepted Market Practices (AMP's)

III Format of the table for assessing AMP's

IV Market Manipulation: Types of practice that CESR members would consider to constitute Market Manipulation

V Common format and added guidance for reporting suspicious transactions

I. Executive Summary

1.1 CESR's first set of guidance at level 3 concentrates on three market facing issues that CESR members consider to be priorities. The priority areas cover accepted market practices in relation to market manipulation, guidance on what CESR members consider to constitute market manipulation and guidance and a common reporting format for reporting suspicious transactions.

1.2 Chapter two sets out the key issues facing CESR members when operating the Accepted Market Practices (AMPs) regime established in the directive. In chapter three, CESR has established a common format for the analysis of AMPs which will facilitate the consultation obligations placed upon CESR members.

1.3 Chapter four provides guidance to the market on types of practices that CESR members would consider to constitute Market Manipulation. They are described in non-legal terms and they are not intended to affect the scope of interpretation of the relevant directives and regulation.

1.4 Chapter five concludes the paper with guidance and a common format for reporting suspicious transactions. CESR's aim is to ensure that the directive obligation on reporting such transactions operates in a proportionate and effective manner.

II. Accepted Market Practices

2.1 In undertaking its level 3 work, CESR has been particularly mindful of the need to focus its energy on ensuring the proper operation of the regime for accepted market practices (AMPs) in relation to market manipulation. This is dealt with in this section of the paper.

2.2 It should be noted that the concept of accepted market practices also applies to the information which users of commodity derivatives markets would expect to be made public concerning commodity derivatives. This aspect of the Directive is not dealt with in this paper. However, CESR confirms that it is mindful of the need to ensure the smooth operation of AMPs in this field and will keep this under review.

Guidance Provided by the Directive and Level 2 Advice

2.3 Preamble 20 of the Directive 2003/6/EC states that »a person who enters into transactions or issues orders to trade, which are constitutive of market manipulation may be able to establish that the reasons for entering into such transaction or issuing orders to trade were legitimate and that the transactions and orders to trade were in conformity with accepted practice on the regulated market concerned.«

2.4 Article 1(5) of the Directive 2003/6/EC defines Accepted Market Practices as prac-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

tices »that are reasonably expected in one or more financial markets and are accepted by the competent authority in accordance with guidelines adopted by the Commission…«.

2.5 These guidelines have now been set out in level 2 implementing measures in Directive 2004/72/EC. In article 2 of that Directive, competent authorities need to assess a particular market practice before accepting it against a non-exhaustive list of factors. Article 3 then sets out the process that the competent authority must follow which includes consultation and disclosure of the decisions.

2.6 It should be emphasised that accepted market practices in no way constitute safe harbours similar to those provided by Articles 7 and 8 of the Directive (which deal with share buybacks and stabilisation). The intention of the accepted market practice concept is to avoid the penalising of behaviours which would constitute market manipulation under the effect based definition of market manipulation in Article 1(2)(a) of Directive 2003/6/EC, as under certain conditions such behaviours might be justified. However, to benefit from the defence provided, in addition to the transaction/order to trade conforming with an accepted market practice, the person who entered into the transaction or issued the order to trade must establish that their reasons for so doing are legitimate. In the absence of a legitimate purpose the accepted market practice defence would not be available.

Operational issues raised by the legal framework

2.7 The legal framework applicable to accepted market practices raises a number of operational issues that need to be dealt with by CESR and its members.

Process, consultation and disclosure

2.8 The decision as to whether a process constitutes an AMP or not, is a matter of national discretion. AMPs, therefore, are the responsibility of individual CESR members and so a practice which one competent authority considers is an AMP, may not be viewed as such by another. However, each member has a duty to consult, both nationally and with other competent authorities, and to disclose any market practices that they have accepted. There is also an obligation on CESR to publish the AMPs on its website. These will be published in the standard CESR format and a link provided to the national legal text.

2.9 In order to facilitate the implementation of the Directive, CESR members have, during the course of working on this paper, exchanged views on AMPs. It has been decided not to publish the AMPs which are currently under consideration or have been agreed, as an annex to this paper. Instead, AMPs, once they have been recognised and have undergone the requisite national and European consultation process, are to be published on CESR's website.

This means that information upon them can remain contemporaneous as would not be the case if they were published as a static annex. In the future, CESR through CESR-Pol, will exchange views on both existing and emerging AMPs to ensure that European market integrity is maintained.

Market practices versus activities

2.10 CESR has consistently made a distinction between practices and activities carried out in financial markets. The implementing measures at level 2 were based on advice CESR submitted to the Commission in August 2003 (CESR/03-212c). In paragraph 5 of that advice CESR stated that 'Activities' »would cover different types of operations or strategies that may be undertaken such as arbitrage, hedging and short selling. On the other hand, market 'practices' would cover the way these activities are handled and executed in the market.«

2.11 In the view of CESR members, 'activities' are considered to be too broad to qualify for the status of accepted market practices. An 'activity' such as short selling or hedging could be undertaken in many different ways. If the activity is carried out in a way which does not constitute market manipulation, then the question of giving it accepted market practice status does not arise. On the other hand, if the 'activity' is carried out in a way which would constitute market

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

manipulation, it is unlikely that a competent authority would be prepared to accept it as an accepted market practice. Hence to give an activity a blanket accepted market practice status would neither be meaningful nor desirable.

2.12 CESR members also considered the issues of whether certain more specific practices, such as crossing/pre-arranged trades, should be given accepted market practice status, subject to the condition that these practices should be undertaken according to the rules of the relevant regulated market applicable to their conduct. However, CESR members came to the conclusion that, in most of the cases considered, conduct of the practice in conformity with the rules of the relevant regulated market would be sufficient in itself to promote market integrity and therefore the question of giving the practice accepted market practice status would not arise.

Common format for assessing AMPs

2.13 CESR members have devised a common format for assessing AMPs. This is set out in accordance with the Directive 2004/72/EC and is designed to facilitate the consultation and disclosure processes. The form is set out in Section III of this guidance.

III. Format of the table for assessing AMP's

Description of the National AMP:

Rationale for why the practice would constitute manipulation

[refer to article 1(2) (a) of Directive 2003/6/EC]

List of Factors

Commission Directive 2004/72/EC Article 2

Non-exhaustive list of factors to be taken into account by Competent Authorities when assessing particular practices whether they occur on a regulated market or an OTC market:

- The level of transparency of the relevant market practice to the whole market(art 2(1) (a))

Transparency of market practices by market participants is crucial for considering whether a particular market practice can be accepted by competent authorities. The less transparent a practice is, the more likely it is not to be accepted. However, practices on non regulated markets might for structural reasons be less transparent than similar practices on regulated markets. Such practices should not be in themselves considered as unacceptable by competent authorities. (preamble 2)

Conclusion regulator:
[fill in the rationale for this factor]

- the need to safeguard the operation of market forces and the proper interplay of the forces of supply and demand; (art 2(1) (b))

Market practices inhibiting the interaction of supply and demand by limiting the opportunities for other market participants to respond to transactions can create higher risks for market integrity and are, therefore, less likely to be accepted by competent authorities. (preamble 1)

Conclusion regulator:
[fill in the rationale for this factor]

- the degree to which the relevant market practice has an impact on market liquidity and efficiency. (art 2(1) (c))

Market practices which enhance liquidity and efficiency are more likely to be accepted than those reducing them. (Preamble 1)

Conclusion regulator:
[fill in the rationale for this factor]

- the degree to which the relevant practice takes into account the trading mechanism of the relevant market and enables market participants to react properly and in a timely manner to the new market situation created by that practice(art 2(1) (d)).

Conclusion regulator:
[fill in the rationale for this factor]

- the risk inherent in the relevant practice for the integrity of, directly or indirectly, related markets, whether regulated or not,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

in the relevant financial instrument within the whole Community. (art 2(1) (e))

Particular market practices in a given market should not put at risk market integrity of other, directly or indirectly, related markets throughout the Community, whether those markets be regulated or not. Therefore, the higher the risk for market integrity on such a related market is within the Community, the less those practices are likely to be accepted by competent authorities. (Preamble 3)

Conclusion regulator:
[fill in the rationale for this factor]

- the outcome of any investigation of the relevant market practice by any competent authority or other authority mentioned in Article 12(1) of Directive 2003/6/EC, in particular whether the relevant market practice breached rules or regulations designed to prevent market abuse, or codes of conduct, be it on the market in question or on directly or indirectly related markets within the Community; (art 2(1) (f))

Conclusion regulator:
[fill in the rationale for this factor]

- the structural characteristics of the relevant market including whether it is regulated or not, the types of financial instrument traded and the type of market participants, including the extent of retail investors participation in the relevant market; (art 2(1) (g))

Conclusion regulator:
[fill in the rationale for this factor]

Overriding Principles

Overriding principles to be observed by Competent Authorities to ensure that accepted market practices do not undermine market integrity, while fostering innovation and the continued dynamic development of financial markets.

- new or emerging accepted market practices should not be assumed to be unacceptable by the Competent Authority simply because they have not been previously accepted by it;
- Practising fairness and efficiency by market participants is required in order not to create prejudice to normal market activity and market integrity.
- Competent Authorities should analyse the impact of the relevant market practice against the main market parameters such as weighted average price of a single session, daily closing price, specific market conditions, before carrying out the relevant market practice.

Conditional elements
In this final section, you should comment on any conditions relating to legitimate reasons and proper execution.

IV. Types of practice that CESR members would consider to constitute Market Manipulation

Introduction

4.1 The work in this area is aimed at providing the competent authorities and market participants with examples of types of market manipulation which have occurred in recent years and which, in the view of CESR members, would breach the prohibitions on market manipulation contained in the Market Abuse Directive. The guidance and accompanying examples are intended to help the development of a common understanding of what constitutes market manipulation.

4.2 The guidance and examples could also facilitate the identification of relevant variables (diagnostic flags or signals of market manipulation) that could be monitored by competent authorities and by market participants within the limits of their sphere of activity in order to detect or avoid engaging in market manipulation. The examples may also be useful in helping the relevant market practitioners to meet the requirement to notify suspicious transactions to competent authorities.

4.3 Market manipulation can often be avoided by implementing adequate market microstructure measures by explicit rules that forbid specific behaviours or by preventative measures set up by market participants.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Therefore some unacceptable conduct set out in the following guidance and examples may not actually be feasible in all market environments across Europe and therefore should not necessarily be read as universally applicable.

Disclaimer

4.4 The examples of types of practice set out in this paper are deliberately described in nonlegal technical terms and it is emphasised that the descriptions are not intended to affect the scope of interpretation of market abuse directives and regulations.

Directive Definition of Market Manipulation

4.5 The Market Abuse Directive defines market manipulation as meaning:-

Transactions or orders to trade:-

which give, or are likely to give, false and misleading signals as to the supply of, demand for or price of financial instruments [for ease of reference this might be termed »false or misleading transactions«]; or

which secure by a person or persons acting in collaboration, the price of one or several financial instruments at an abnormal or artificial level [»price positioning«]

unless the transaction/order to trade had a legitimate reason and conforms to accepted market practices on the regulated market concerned.

Transactions or orders to trade which employ fictitious devices or any other form of deception or contrivance [»fictitious devices«].

c. Dissemination of information through the media... which gives or is likely to give false and misleading signals as to financial instruments ... where the person who made the dissemination knew, or ought to have known, that the information was false or misleading... [»false or misleading information«]

4.6 It is noted that the acceptable market practice defence can only be available in respect of the first two categories (»false and misleading transactions« and »price positioning«). No such defence is available in respect of the other categories.

4.7 The Directive itself gives three particular instances of market manipulation:-

Conduct by a person, or persons acting in collaboration, to secure a dominant position over the supply of or demand for a financial instrument which has the effect of fixing, directly or indirectly, purchase or sale price or creating other unfair trading conditions;

The buying or selling of financial instruments at the close of the market with the effect of misleading investors acting on the basis of closing prices;

Taking advantage of occasional or regular access to the traditional or electronic media by voicing an opinion about a financial instrument (or indirectly about its issue) while having previously taken positions on that financial instrument and profiting subsequently from the impact of the opinions voiced on the price of that instrument, without having simultaneously disclosed that conflict of interest to the public in a proper and effective way.

Possible Signals of Market Manipulation

4.8 Article 4 of implementing Directive 2003/124/EC sets out the following non-exhaustive signals of false or misleading transactions or price positioning transactions, which should not necessarily be deemed in themselves to constitute market manipulation.

1) The extent to which orders to trade given or transactions undertaken represent a significant proportion of the daily volume or transactions in the relevant financial instrument on the regulated market concerned, in particular when these activities lead to a significant change in the price of the financial instruments;
2) The extent to which orders to trade given or transactions undertaken by persons with a significant buying or selling position in a financial instrument lead to significant changes in the price of the financial instrument or related deriva-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

tive or underlying asset admitted to trading on a regulated market;
3) Whether transactions undertaken lead to no change in beneficial ownership of a financial instrument admitted to trading on a regulated market;
4) The extent to which orders to trade given or transactions undertaken include position reversals in a short period and represent a significant proportion of the daily volume or transactions in the relevant financial instrument on the regulated market concerned, and might be associated with significant changes in the price of a financial instrument admitted to trading on a regulated market;
5) The extent to which orders to trade given or transactions undertaken are concentrated within a short time span in the trading session and lead to a price change which is subsequently reversed;
6) The extent to which orders to trade given change the representation of the best bid or offer prices in a financial instrument admitted to trading on a regulated market, or more generally the representation of the order book available to market participants, and are removed before they are executed;
7) The extent to which orders to trade are given or transactions are undertaken at or around a specific time when reference prices, settlement prices and valuations are calculated and lead to price changes which have an effect on such prices and valuations.

4.9 Article 5 of the same Directive sets out the following non-exhaustive signals of transactions employing fictitious devices:
1) Whether orders to trade given or transactions undertaken by persons are preceded or followed by dissemination of false or misleading information by the same persons or persons linked with them;
2) Whether orders to trade are given or transactions are undertaken by persons before or after the same persons or persons linked to them produce or disseminate research or investment recommendations which are erroneous or biased or demonstrably influenced by material interest.

Again, these signals should not necessarily be deemed in themselves to constitute market manipulation.

Examples of the various types of practice which would constitute market manipulation

4.10 The following guidance gives examples of types of practice which, in the view of CESR members, would contravene the prohibition on market manipulation as defined by the Directive, although it is acknowledged that in some cases a practice may, in particular circumstances, have a legitimate purpose. The examples are categorised according to which element of market manipulation as defined by the Directive they relate to. However, it should be noted that there can be some overlap: a practice may involve a number of types of market manipulation according to how it is used.

4.11 False/Misleading Transactions
1) Wash trades. This is the practice of entering into arrangements for the sale or purchase of a financial instrument where there is no change in beneficial interests or market risk or where the transfer of beneficial interest or market risk is only between parties who are acting in concert or collusion. (Repo transactions and stock lending/borrowing or other transactions involving transfer of securities as collateral do not constitute wash trades.)
2) Painting the tape. This practice involves engaging in a transaction or series of transactions which are shown on a public display facility to give the impression of activity or price movement in a financial instrument.
3) Improper matched orders. These are transactions where both buy and sell orders are entered at or nearly at the same time, with the same price and quantity by different but colluding parties, unless the transactions are legitimate trades carried out in conformity with the rules of the relevant trading platform (e.g. crossing trades).

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

4) Placing orders with no intention of executing them. This involves the entering of orders, especially into electronic trading systems, which are higher/lower than the previous bid/offer. The intention is not to execute the order but to give a misleading impression that there is demand for or supply of the financial instrument at that price. The orders are then withdrawn from the market before they are executed. (A variant on this type of market manipulation is to place a small order to move the bid/offer price of the financial instrument and being prepared for that order to be executed if it cannot be withdrawn in time.)

4.12 Price Positioning

1) Marking the close. This practice involves deliberately buying or selling securities or derivatives contracts at the close of the market in an effort to alter the closing price of the security or derivatives contract. This practice may take place on any individual trading day but is particularly associated with dates such as future/option expiry dates or quarterly/annual portfolio or index reference/valuation points.
2) Colluding in the after market of an Initial Public Offer. This practice is particularly associated with Initial Public Offers of securities immediately after trading in the security begins. Parties which have been allocated stock in the primary offering collude to purchase further tranches of stock when trading begins in order to force the price of the security to an artificial level and generate interest from other investors – at which point they sell their holdings.
3) Abusive squeeze. This involves a party or parties with a significant influence over the supply of, or demand for, or delivery mechanisms for a financial instrument and/or the underlying product of a derivative contract exploiting a dominant position in order materially to distort the price at which others have to deliver, take delivery or defer delivery of the instrument/product in order to satisfy their obligations. (It should be noted that the proper interaction of supply and demand can and often does lead to market tightness but that this is not of itself market manipulation. Nor does having a significant influence over the supply of, demand for, or delivery mechanisms for an investment/product by itself constitute market manipulation.)
4) Creation of a floor in the price pattern. This practice is usually carried out by issuers or other entities which control them, and involves transactions or orders to trade employed in such a way that obstacles are created to the share prices falling below a certain level, mainly in order to avoid negative consequences for their share or credit ratings. This needs to be distinguished from legitimate trading in shares as part of »buy-back« programmes or the stabilisation of financial instruments.
5) Excessive bid-ask spreads. This conduct is carried out by intermediaries which have market power – such as specialists or market makers acting in co-operation – in such a way intentionally to move the bid-ask spread to and/or to maintain it at artificial levels and far from fair values, by abusing of their market power, i.e. the absence of other competitors.
6) Trading on one market to improperly position the price of a financial instrument on a related market. This practice involves undertaking trading in one market with a view to improperly influencing the price of the same or a related financial instrument in another market. Examples might be conducting trades in an equity to position the price of its derivative traded on another market at a distorted level or trading in the underlying product of a commodity derivative to distort the price of the derivative contract. (Transactions to take legitimate advantage of differences in the prices of financial instruments or underlying products as traded in different locations would not constitute manipulation.)

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

4.13 Transactions involving fictitious devices/deception

1) Concealing ownership. This is a transaction or series of transactions which is designed to conceal the ownership of a financial instrument via the breach of disclosure requirements through the holding of the instrument in the name of a colluding party (or parties). The disclosures are misleading in respect of the true underlying holding of the instrument. (This practice does not cover cases where there are legitimate reasons for financial instruments to be held in the name of a party other than the beneficial owner – e.g. nominee holdings. Nor do all failures to make a required disclosure necessarily constitute market manipulation.)
2) Dissemination of false or misleading market information through media, including the internet, or by any other means (in some jurisdictions this is known as 'scalping'). This is done with the intention of moving the price of a security, a derivative contract or the underlying asset in a direction that is favourable to the position held or a transaction planned by the person disseminating the information.
3) Pump and dump. This practice involves taking a long position in a security and then undertaking further buying activity and/or disseminating misleading positive information about the security with a view to increasing the price of the security. Other market participants are misled by the resulting effect on price and are attracted into purchasing the security. The manipulator then sells out at the inflated price
4) 'Trash and cash'. This is the opposite of pump and dump. A party will take a short position in a security; undertake further selling activity and/or spread misleading negative information about the security with the purpose of driving down its price. The manipulator then closes their position after the price has fallen.
5) Opening a position and closing it immediately after its public disclosure. This practice is typically carried out by portfolio managers and other large investors whose investment decisions are usually valued by market participants as relevant signals of future price dynamics. The canonical unfair conduct consists in closing the position previously acquired immediately after having publicly disclosed it putting emphasis on the long holding period of the investment. However, making a report or disclosure will not, in itself, give rise to a false or misleading impression if it was made in the way specified by any applicable legal or regulatory requirement and was expressly required or permitted by such a requirement.

4.14 Dissemination of false and misleading information

This type of market manipulation involves dissemination of false and misleading information without necessarily undertaking any accompanying transaction. This could include creating a misleading impression by failure properly to disclose a price sensitive piece of information which should be disclosed. For example, an issuer with information which would meet the Directive definition of 'inside information' fails properly to disclose that information and the result that the public is likely to be misled.

1) Spreading false/misleading information through the media. This involves behaviour such as posting information on an internet bulletin board or issuing a press release which contains false or misleading statements about a company whose shares are admitted to trading on a regulated market. The person spreading the information knows that it is false or misleading and is disseminating the information in order to create a false or misleading impression. Spreading false/misleading information through an officially recognised channel for disseminating information to users of a regulated market is particularly serious as it is important that market participants are able to rely on information dissemination via such official channels.
2) Other behaviour designed to spread false/misleading information. This type of market manipulation would cover a

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

course of conduct designed to give false and misleading impression through means other than the media. An example might be the movement of physical commodity stocks to create a misleading impression as to the supply or demand for a commodity or the deliverable into a commodity futures contract.

V. Possible Signals of Suspected Insider Dealing or Market Manipulation Transactions

Introduction

5.1 Article 6.9 of the Directive 2003/6/EC requires »any person professionally arranging transactions in financial instruments who reasonably suspects that a transaction might constitute insider dealing or market manipulation shall notify the competent authority without delay«. The Directive and its implementing measures do not deal with the steps which those persons subject to this requirement need to take to identify such transactions.

Those subject to the requirement clearly need to ensure that they comply with this obligation. However, CESR does not propose in this initial guidance to prescribe how this obligation is discharged, except in respect of the form for reporting suspicious transactions.

5.2 This section is intended to provide those persons subject to the notification requirement with guidance as to indications of transactions which may involve insider dealing or market manipulation. Until the coming into force of the Market Abuse Directive, no Member State operated a mandatory suspicious transactions reporting regime for market abuse. However, in a number of jurisdictions, market participants had already been alerting the authorities on a voluntary basis to situations they regard as suspicious or abnormal in this context. The following guidance draws on these cases as well as the views of CESR members as to what might constitute a signal of a suspicious transaction. Annexed to this guidance is a standard reporting format which should be used by institutions to report suspicious transactions to the relevant competent authority.

The Duty to Notify Suspicious Transactions

5.3 It should be emphasised that the notification regime laid down by the Directive requires that persons subject to it decide on a case-by-case basis where there are reasonable grounds for suspicion concerning the relevant transaction. The indications given below are therefore neither exhaustive (a particular transaction may be suspicious even if it matches none of the indications) nor determinative (a transaction may not necessarily be suspicious simply because it matches one or more of the indications). The indications are therefore merely a starting point and firms need to exercise their judgement and consider the particular circumstances of the case before deciding whether or not to report.

5.4 CESR members are clear that blanket pro forma notifications to the authorities of all transactions conducted through an institution would not be in conformity with the provisions of the notification regime. Such notifications would not benefit from the protection provided by Article 11.3 of Directive 2004/72/EC against breach of restriction on disclosure obligations or other liabilities arising from the notification. This is because in the view of CESR members blanket notifications would not be in good faith. Nor would such practice conform with the requirement to consider on a case by case basis whether there were reasonable grounds for suspicion. CESR members are interested in quality not quantity of reporting and will pursue vigorously cases where firms are notifying transactions without seriously considering whether they meet the test of reasonable suspicion.

Guidance Provided by the Directive

5.5 Directive 2003/6/EC and accompanying implementing Directives outline what constitutes insider dealing and market manipulation. This is supplemented by the proposed CESR guidance on practice that constitutes market manipulation (see Chapter 4 of this paper).

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

5.6 It is worth noting Recital 9 of Directive (reference) which states

> »Notification of suspicious transactions by persons professionally arranging transactions in financial instruments to the competent authority requires sufficient indications that the transactions might constitute market abuse.... Certain transactions by themselves may seem completely void of anything suspicious, but might deliver such indications of possible market abuse, when seen in perspective with other transactions, certain behaviour or other information.«

Investment firms and credit institutions should therefore not only notify transactions which they consider are suspicious at the time the transaction is carried out but also any transactions of which, in the light of subsequent events/information (for example publication of financial results, profits warnings or announcement of a takeover bids in relation to the security in question), they might retrospectively become suspicious.

However, this does not mean that they are required to go back and retroactively review transactions in the run-up to that event or development.

Indications of Possible Suspicious Transactions

5.7 It is again emphasised that these examples of indications are only a starting point for consideration of whether a transaction is suspicious and are neither conclusive nor comprehensive. Moreover, they are to be applied using judgement rather than necessarily being interpreted literally. It is recognised that transactions meeting signals may be legitimate and hence not give reasonable grounds for suspicion.

5.8 *Possible Signals of Insider Dealing or Market Manipulation*

1) An unusual concentration of transactions in a particular security (for example, with one or more institutional investors known to be affiliated with the issuer or a party with a particular interest in the issuer such as a bidder/potential bidder);
2) An unusual repetition of a transaction among a small number of clients over a certain period of time
3) Unusual concentration of transactions and/or orders with only one client; or with the different securities accounts of one client; or with a limited number of clients (especially if the clients are related to one another).

5.9 *Possible Signals of Insider Dealing*

1) The client opens an account and immediately gives an order to conduct a significant transaction or, in the case of a wholesale client, unexpectedly large or unusual orders in a particular security – especially if the client is insistent that the order is carried out very urgently or must be conducted before a particular time specified by the client;
2) The client's requested transaction or investment behaviour is significantly out of character with the client's previous investment behaviour. (e.g. type of security; amount invested; size of order; duration of holding). 1)
3) The client specifically requests immediate execution of an order regardless of the price at which the order would be executed (this indicator pre-supposes more than the simple placing of a 'market order' by the client);
4) Significant trading by major shareholders or other insiders before the announcement of important corporate events.
5) Unusual trading in the shares of a company before the announcement of price sensitive information relating to the company; transactions resulting in sudden and unusual changes in the volume of orders and shares prices before public announcements regarding the security in question;
6) Employees' own account transactions and related orders timed just before clients' transactions and related orders in the same financial instrument.

5.10 *Possible signals of Market Manipulation*

1) Transactions with no other apparent justification than to increase/decrease the price of or to increase the volume of trading in a financial instrument. Parti-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

cular attention might be given to orders of this kind which result in the execution of transactions near to a reference point during the trading day – e.g. near the close;

2) The client submits orders which, because of their size in relation to the market in that security, will clearly have a significant impact on the supply of or demand for or the price or value of the security. Again, particular attention might be given to orders of this kind which result in the execution of transactions near to a reference point during the trading day – e.g. near the close;
3) Transactions which appear to have the purpose of increasing the price of a financial instrument during the days preceding the issue of a related derivative/convertible;
4) Transactions which appear to have the purpose of maintaining the price of a financial instrument during the days preceding the issue of a related derivative/convertible when the market trend is downward;
5) Transactions which appear to be seeking to modify the valuation of a position while not decreasing/increasing the size of that position;
6) Transactions which appear to be seeking to increase/decrease the weighted average price of the day or of a period during the session;
7) Transactions which appear to be seeking to set a market price when the liquidity of the financial instrument is not sufficient to fix a price within the session (unless the rules or regulation of the regulated market explicitly allow such operations);
8) Transactions which appear to be seeking to bypass the trading safeguards of the market (e.g. as regards volume limits; bid/offer spread parameters; etc);
9) When a transaction is to be concluded/executed, changing the bid-ask prices (as computed by the trading system) when this spread is a factor in the determination of the price of that transaction;
10) Entering significant orders in the central order book of the trading system a few minutes before the price determination phase of the auction and cancelling these orders a few seconds before the order book is frozen for computing the auction price so that the theoretical opening price might look higher or lower than it otherwise would do;
11) Transactions which appear to be seeking to maintain the price of the underlying financial instrument below the strike price of a related derivative at expiration date;
12) Transactions which appear to be aimed at modifying the price of the underlying financial instrument so that it crosses over the strike price of a related derivative at expiration date;
13) Transactions which appear to be seeking to modify the settlement price of a financial instrument when this price is used as a reference/determinant in the calculation of margins requirements.

Method of Reporting Suspicious Transactions

5.11 Article 9 (2) of Commission Directive 2004/72/EC provides that where the information specified to be reported

> »is not available at the time of notification, the notification shall include at least the reasons why the notifying persons suspect that the transactions might constitute insider dealing or market manipulation. All remaining information shall be provided to the competent authority as soon as it becomes available.«

Article 10 of that Directive also provides that

> »Notification to the competent authority can be by mail, electronic mail, telecopy of telephone, provided that in the latter case confirmation is notified by any written form upon request by the competent authority«.

Persons making suspicious transactions reports therefore do not need to have all the required information before contacting the competent authority. If the case is one which

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

(the persons subject to the reporting obligation consider) needs to be brought to the attention of the competent authority urgently, then CESR would urge them to make the first contact quickly. This can be by telephone if appropriate, giving the basic details and reasons for suspicion. The other information can be supplied subsequently.

Suspicious transaction reporting format

5.12 CESR considers that it will assist those subject to the obligations to report suspicious transactions if there is a standard reporting format for doing so. CESR has therefore drawn up the format below.

Description of the transaction(s)

Please include details of the financial instrument(s), including the ISIN code of the instrument; the market(s) concerned; the original order's entry date/time, price and size; the times and sizes of the transaction(s); the type and characteristics of the order, etc

Reasons for suspecting that the transaction(s) might constitute insider dealing/market manipulation

Identities of persons carrying out transaction(s)

Names, address, telephone number, date of birth, account number, client identification code used by the firm, etc

Identities of any other persons known to be involved in the transaction(s)

Names, address, telephone number, location, date of birth, relation to person carrying out transaction; position held , role played, etc

Capacity in which the person performing the transaction(s) acts

e.g. broker, underwriter, agent

Further information which may be of significance (please list any accompanying material you are supplying)

Details of the person making notification.

Name of person, name of firm, position held within firm, contact details etc

Signed……. (person making notification)

Dated……(Date of notification)

Fodnoter:

1) One case reported by a CESR member involved a client wanting to sell his whole portfolio and immediately invest the proceeds in the securities of a specific company. Others have involved a client who had previously invested only in mutual funds suddenly requesting the purchase of the securities of a single company or a client who had previously only invested in 'blue chip' stocks who made a sudden switch into illiquid securities. In a further case a 'buy and hold' client suddenly conducted a purchase of a particular security just before the announcement of inside information and then a sale directly after the announcement.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kommissionens direktiv 2004/72/EF af 29. april 2004 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF, for så vidt angår accepteret markedspraksis, definition af intern viden i forbindelse med varederivater, udarbejdelse af lister over insidere, anmeldelse af ledende medarbejderes transaktioner og af mistænkelige transaktioner (EØS-relevant tekst)

KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER HAR -

under henvisning til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab,

under henvisning til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug)(1), særlig artikel 1, nr. 1, andet afsnit, artikel 1, nr. 2, litra a), og artikel 6, stk. 10, fjerde, femte og syvende led,

efter høring af Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg (CESR)(2) med henblik på teknisk rådgivning, og

ud fra følgende betragtninger:

(1) For at undgå at den normale markedsaktivitet og markedsintegriteten lider skade, må markedsdeltagerne optræde redeligt og effektivt. Specielt markedsaktiviteter, der forhindrer samspillet mellem udbud og efterspørgsel ved at begrænse andre markedsdeltageres muligheder for at reagere på transaktionerne, kan medføre øgede farer for markedets integritet, og det kan derfor forventes, at de kompetente myndigheder ikke vil acceptere dem. Omvendt vil praksis, der medfører øget likviditet, formentlig være mere acceptabel end praksis, der medfører mindre likviditet. Markedspraksis, der indebærer overtrædelse af regler og retsforskrifter om forebyggelse af markedsmisbrug eller adfærdskodeks, vil formentlig ikke kunne accepteres af de kompetente myndigheder. Da markedspraksis forandrer sig hurtigt som reaktion på investorernes behov, må de kompetente myndigheder være årvågne over for ny og opstående markedspraksis.

(2) Hvis det skal kunne vurderes, om en bestemt markedspraksis kan godkendes af de kompetente myndigheder, er det afgørende, at markedsdeltagerne er åbne om deres markedspraksis. Desto mindre gennemsigtig en praksis er, desto mindre er muligheden for, at den kan accepteres. Af strukturelle grunde kan praksis på uregulerede markeder imidlertid være mindre gennemsigtig end på regulerede markeder. En sådan praksis behøver ikke i sig selv blive betragtet som uacceptabel af de kompetente myndigheder.

(3) Særlig markedspraksis på et givet marked bør hverken direkte eller indirekte true markedsintegriteten på lignende markeder i Fællesskabet, uanset om disse markeder er regulerede. Desto større risikoen er for markedsintegriteten på et sådant lignende marked i Fællesskabet, desto mindre er sandsynligheden for, at en sådan praksis kan accepteres af de kompetente myndigheder.

(4) Når de kompetente myndigheder overvejer, om en bestemt markedspraksis kan accepteres, bør de høre andre kompetente myndigheder, især hvor der findes markeder, som kan sammenlignes med det marked, der er under overvågning. Der kan imidlertid være omstændigheder, hvor en markedspraksis kan vurderes som acceptabel på ét marked og uacceptabel på et andet sammenligneligt marked inden for Fællesskabet. Hvis der forekommer en praksis, som accepteres i én medlemsstat, men ikke i en anden, kan spørgsmålet tages op til debat i Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg med henblik på at finde en løsning. Hvad angår deres afgørelser om godkendelse, bør de kompetente myndigheder sikre en høj grad af gennemsigtighed over for markedsdeltagerne og slutbrugerne.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

(5) Hvis der er tale om et derivat, hvis underliggende aktiv ikke er et finansielt instrument, er det vigtigt, at markedsdeltagerne på derivatmarkedet får retlig sikkerhed for, hvad der udgør intern viden.

(6) Lister fra udstedere eller personer, der optræder på deres vegne eller for deres regning, over personer, der med eller uden arbejdskontrakt arbejder for udstederne og har adgang til intern viden med direkte eller indirekte forbindelse til udsteder, er en nyttig foranstaltning til beskyttelse af markedets integritet. Disse lister kan anvendes af udstedere eller de nævnte personer til at styre den interne informationsstrøm og dermed deres fortrolighedspligt. Disse lister kan desuden være et nyttigt redskab for de kompetente myndigheder, når disse overvåger anvendelsen af lovgivningen om markedsmisbrug. Det er nødvendigt, at udstedere og kompetente myndigheder kan konstatere, hvilke interne oplysninger en insider har adgang til, og hvornår denne adgang er opnået. Adgang til direkte eller indirekte intern viden om udsteder, som de personer, der er opført på listen, har fået, påvirker ikke deres pligt til at undlade at handle på baggrund af intern viden som defineret i direktiv 2003/6/EF.

(7) Meddelelser om transaktioner, der udføres for egen regning af personer med ledelsesansvar inden for udsteder eller af personer med tæt tilknytning til dem, udgør ikke kun nyttige oplysninger for markedsdeltagerne, men er også en yderligere metode, hvorved de kompetente myndigheder kan føre tilsyn med markederne. De ledende medarbejderes pligt til at anmelde transaktioner, påvirker ikke deres pligt til at undlade at handle på baggrund af intern viden som defineret i direktiv 2003/6/EF.

(8) Transaktionsmeddelelser bør gives i overensstemmelse med reglerne for videregivelse af personoplysninger som fastsat i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 95/46/EF(3) af 24. oktober 1995 om beskyttelse af fysiske personer i forbindelse med behandling af personoplysninger og om fri udveksling af sådanne oplysninger.

(9) Ved meddelelser om mistænkelige transaktioner, der gennemføres af personer, som i embeds medfør gennemfører transaktioner med finansielle instrumenter, kræves særligt belæg for, at sådanne transaktioner udgør markedsmisbrug, dvs. transaktioner, som giver rimelig anledning til mistanke om, at der foregår insiderhandel eller markedsmanipulation. Visse transaktioner kan i sig selv virke uden for mistanke, men de kan udvise tilstrækkelige tegn på muligt markedsmisbrug, når de ses i sammenhæng med andre transaktioner, en bestemt adfærd eller øvrige oplysninger.

(10) I dette direktiv respekteres de grundlæggende rettigheder og principperne i Den Europæiske Unions charter om grundlæggende rettigheder og særlig artikel 8 i den europæiske menneskerettighedskonvention.

(11) De foranstaltninger, der fastsættes i dette direktiv, er i overensstemmelse med Det Europæiske Værdipapirudvalgs udtalelse -

UDSTEDT FØLGENDE DIREKTIV:

Artikel 1
Definitioner

Ved anvendelse af dette direktiv gælder følgende definitioner ud over dem, der er fastsat i direktiv 2003/6/EF. I dette direktiv forstås ved:

1) »Person med ledelsesansvar«: en person, som

a) er medlem af udstеders bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan

b) er ledende medarbejder, som ikke indgår i de i pkt. (a) nævnte organer, og som har regelmæssig adgang til intern viden, der direkte eller indirekte vedrører udstederen,og som har beføjelser til at tage ledelsesbeslutninger, der påvirker denne udsteders fremtidige udvikling og erhvervsmæssige udsigter.

2) »Person med tæt tilknytning til en person med ledelsesansvar hos en udsteder af finansielle instrumenter«:

a) ægtefællen til en person med ledelsesansvar eller en sådan persons partner, der efter national ret anses for ligestillet med en ægtefælle

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

b) forsørgelsesberettigede børn i henhold til national lovgivning af personen med ledelsesansvar

c) øvrige familiemedlemmer til personen med ledelsesansvar, som på tidspunktet for transaktionens gennemførelse har delt husholdning med denne person i mindst ét år

d) en juridisk person, fond eller et partnerskab, hvor en person, som er nævnt i denne artikels stk. 1, eller under litra (a), (b) eller (c) i dette stykke, har ledelsesansvar, eller som direkte eller indirekte kontrolleres af en sådan person, eller som er oprettet til fordel for en sådan person, eller hvis økonomiske interesser stort set er sammenfaldende med en sådan persons.

3) »Person, der som led i deres erhverv gennemfører transaktioner«: I det mindste et investeringsselskab eller et kreditinstitut.

4) »Investeringsselskab«: En person som defineret i artikel 1, stk. 2, i Rådets direktiv 93/22/EF(4).

5) »Kreditinstitut«: En person som defineret i artikel 1, stk. 1, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF(5).

6) »Kompetent myndighed«: Den kompetente myndighed som defineret i artikel 1, stk. 7, i direktiv 2003/6/EF.

Artikel 2
Faktorer, der skal overvejes ved vurdering af markedspraksis

1. Ved anvendelse af artikel 1, nr. 1, andet afsnit, og nr. 2, litra a), i direktiv 2003/6/EF skal medlemsstaterne sikre, at blandt andet følgende faktorer inddrages af de kompetente myndigheder, uden at dette påvirker deres samarbejde med andre myndigheder, når disse vurderer, om de kan acceptere en bestemt markedspraksis:

a) hvor gennemsigtig den relevante markedspraksis er for hele markedet

b) behovet for at sikre, at markedskræfterne kan fungere, samt at der er et ordentligt samspil mellem udbud og efterspørgsel

c) i hvilken grad den relevante markedspraksis har indflydelse på markedets likviditet og effektivitet

d) i hvilken grad der med den relevante markedspraksis tages højde for det relevante markeds handelsmekanismer, og markedsdeltagerne gives mulighed for at reagere korrekt og rettidigt på den nye markedstilstand, som skyldes denne praksis

e) den potentielle fare i den relevante praksis for direkte eller indirekte forbundne markeder, uanset om disse er regulerede, for det relevante finansielle instrument i hele Fællesskabet

f) resultatet af undersøgelser af den relevante markedspraksis, der er gennemført af en kompetent myndighed eller øvrige myndigheder, som er nævnt i artikel 12, stk. 1, i direktiv 2003/6/EF, især om hvorvidt den relevante markedspraksis er en overtrædelse af regler og retsforskrifter om forebyggelse af markedsmisbrug eller adfærdskodeks, både på det pågældende marked eller på direkte eller indirekte forbundne markeder i Fællesskabet

g) det relevante markeds struktur, herunder hvorvidt det er reguleret, den omsatte type finansielle instrumenter og markedsdeltagere, herunder omfanget af private investorers deltagelse på det relevante marked.

Medlemsstaterne sikrer, at de kompetente myndigheder, når disse overvejer behovet for sikring, som er nævnt i punkt (b), særlig vurderer den relevante markedspraksis' konsekvens for de væsentligste markedsparametre, for eksempel de specifikke markedsbetingelser før den relevante markedspraksis, den gennemsnitlige handelskurs for en enkelt handelsdag eller den daglige slutkurs.

2. Medlemsstaterne sikrer, at en ny og opstående markedspraksis ikke i sig selv vurderes som uacceptabel af den kompetente myndighed, alene fordi den ikke tidligere har accepteret denne praksis.

3. Medlemsstaterne sikrer, at de kompetente myndigheder jævnligt reviderer den markedspraksis, de har accepteret, med særlig hensyntagen til væsentlige ændringer i det relevante markedsmiljø, herunder ændringer i handelsreglerne eller markedets infrastruktur.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Artikel 3
Høringsprocedurer og offentliggørelse af afgørelser

1. Ved anvendelse af artikel 1, andet afsnit, nr. 1 og nr. 2, litra a), i direktiv 2003/6/EF skal medlemsstaterne sikre, at de kompetente myndigheder følger procedurerne i denne artikels stk. 2 og 3, når de vurderer, om de kan acceptere eller fortsat kan acceptere en bestemt markedspraksis:

2. Med forbehold for artikel 11, stk. 2, i direktiv 2003/6/EF sikrer medlemsstaterne, at de kompetente myndigheder, inden disse træffer afgørelse om accept af en markedspraksis, i nødvendigt omfang hører de relevante organer, herunder udstedernes repræsentanter, finansielle tjenesteudbydere, forbrugere, andre myndigheder og markedsoperatører.

Som led i høringsproceduren skal andre kompetente myndigheder høres, især hvis der eksisterer sammenlignelige markeder, dvs. hvad angår struktur, omsætning, transaktionstyper.

3. Medlemsstaterne sikrer, at de kompetente myndigheder offentliggør deres afgørelser om, hvorvidt en markedspraksis kan accepteres, og de giver en passende beskrivelse af denne praksis. Medlemsstaterne sikrer endvidere, at de kompetente myndigheder hurtigst muligt meddeler deres afgørelser til Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg, som omgående offentliggør dem på deres websted.

I offentliggørelsen skal der indgå en beskrivelse af de faktorer, der er indgået i bedømmelsen af, hvorvidt den relevante praksis kan betragtes som acceptabel, især hvis der er truffet forskellige konklusioner om, hvorvidt den samme praksis betragtes som acceptabel på markederne i forskellige medlemsstater.

4. Hvis der allerede er igangsat undersøgelse af specifikke sager, kan høringsprocedurerne efter stk. 1-3, udsættes, indtil disse undersøgelser og eventuelle sanktioner i forbindelse hermed er afsluttet.

5. En markedspraksis, som er accepteret efter de høringsprocedurer, der er fastlagt i stk. 1-3, kan ikke ændres uden for disse høringsprocedurer.

Artikel 4
Intern viden om råvarederivater

Ved anvendelsen af artikel 1, andet afsnit, nr. 1, i direktiv 2003/6/EF forudsættes det, at brugerne af markeder, hvor der omsættes råvarederivater, forventer at modtage oplysninger, der direkte eller indirekte vedrører et eller flere af sådanne derivater, og som:

a) normalt gives til brugerne af sådanne markeder, eller

b) skal offentliggøres i henhold til lov, administrative bestemmelser, markedsregler, kontrakter eller sædvane på det relevante marked for råvarer eller råvarederivater.

Artikel 5
Lister over insidere

1. Ved anvendelsen af artikel 6, stk. 3, tredje afsnit, i direktiv 2003/6/EF sikrer medlemsstaterne, at en liste indeholder samtlige personer, der omfattes af denne artikel, som har adgang til intern viden, der direkte eller indirekte vedrører udsteder, det være sig regelmæssigt eller i enkeltstående tilfælde.

2. Listen over insidere skal som minimum oplyse om:

a) identiteten af de personer, der har adgang til intern viden

b) årsagen til, at personen står på listen

c) dato for listens udarbejdelse og ajourføring.

3. Listen over insidere skal omgående opdateres, når:

a) årsagen til, at en person, der allerede står på listen, ændres

b) en ny person føjes til listen, eller

c) en person, der allerede står på listen, ikke længere har adgang til intern viden med angivelse af tidspunkt og årsag til denne ændring.

4. Medlemsstaterne sikrer, at listerne over insidere opbevares i mindst fem år efter udarbejdelsen eller opdateringen.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

5. Medlemsstaterne sikrer, at de personer, der har ansvar for at udarbejde lister over insidere, sørger for, at alle personer på en sådan liste med adgang til intern viden accepterer de medfølgende retlige og tilsynsmæssige forpligtelser og er klar over, hvilke sanktioner de kan få pålagt ved misbrug eller ubehørig videregivelse af en sådan viden.

Artikel 6
Ledende medarbejderes transaktioner

1. Ved anvendelse af artikel 6, stk. 4, i direktiv 2003/6/EF og med forbehold for medlemsstaternes ret til at fastsætte øvrige underretningsforpligtelser ud over de forpligtelser, som er nævnt i denne artikel, sikrer medlemsstaterne, at alle transaktioner i forbindelse med aktier, der er optaget til notering eller handel på et reguleret marked, eller derivater eller andre finansielle instrumenter, der står i forbindelse hermed, som udføres for egen regning af de personer, hvortil der henvises i artikel 1, stk. 1 og 2, indberettes af disse personer til de kompetente myndigheder. De indberetningssregler, der skal følges, er de gældende regler i den medlemsstat, hvor udsteder er indregistreret. Anmeldelsen foretages inden for fem hverdage fra transaktionsdatoen til den kompetente myndighed i den pågældende medlemsstat. Hvis udsteder ikke er indregistreret i en medlemsstat, foretages anmeldelsen til den kompetente myndighed i den medlemsstat, hvor der skal indberettes årsoplysninger om aktierne i overensstemmelse med artikel 10 i direktiv 2003/71/EF.

2. Medlemsstaterne kan beslutte, at indtil transaktionernes samlede værdi udgør fem tusinde euro ved udgangen af et kalenderår, kan kravet om anmeldelse bortfalde eller anmeldelsen udsættes til den 31. januar året efter. Dette beløb findes ved sammenlægning af de transaktioner, der er foretaget af de i artikel 1, stk. 1, nævnte personer for egen regning, med de transaktioner, der er foretaget af de i artikel 1, stk. 2, nævnte personer for egen regning.

3. Anmeldelsen skal indeholde følgende oplysninger:

a) Navn og adresse på den person, der har ledelsesansvar inden for udsteder, eller i givet fald navnet på den person, der har tæt tilknytning til en sådan person

b) årsagen til underretningsforpligtelsen

c) den pågældende udsteders navn

d) beskrivelse af det finansielle instrument

e) transaktionens art (f.eks. køb eller salg)

f) dato og sted for transaktionen

g) transaktionens kurs og omfang.

Artikel 7
Mistænkelige transaktioner, der skal anmeldes

Ved anvendelse af artikel 6, stk. 9, i direktiv 2003/6/EF sikrer medlemsstaterne, at de personer, hvortil der henvises i artikel 1, stk. 3, i hver sag afgør, om en transaktion med rimelighed kan give anledning til mistanke om insiderhandel eller markedsmanipulation som omhandlet i artikel 1-5 i direktiv 2003/6/EF, i Kommissionens direktiv 2003/124/EF(6) om gennemførelse af direktiv 2003/6/EF med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation samt i dette direktivs artikel 4. Med forbehold af artikel 10 i direktiv 2003/6/EF er personer, der udførertransaktioner som led i deres erhverv, omfattet af anmeldelsesreglerne i den medlemsstat, hvor de har deres registreringsmæssige hjemsted eller hovedsæde, eller, såfremt der er tale om en filial, den medlemsstat, hvor filialen er beliggende. Anmeldelsen foretages til den kompetente myndighed i den pågældende medlemsstat.

Medlemsstaterne sikrer, at de kompetente myndigheder, der modtager anmeldelsen af mistænkelige transaktioner, omgående videregiver sådanne oplysninger til de kompetente myndigheder på de relevante regulerede markeder.

Artikel 8
Anmeldelsesfrist

Medlemsstaterne sikrer, at anmeldelsen af mistænkelige transaktioner foretages uden ugrundet ophold, når de personer, hvortil der henvises i artikel 1, stk. 3, bliver bekendt med fakta eller oplysninger, der giver

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

rimelig grund til mistanke vedrørende pågældende transaktion.

Artikel 9
Anmeldelsens indhold

1. Medlemsstaterne sikrer, at de personer, der har anmeldelsesansvar, tilsender de kompetente myndigheder følgende oplysninger:

a) en beskrivelse af transaktionerne, herunder ordretype (f.eks. limiteret ordre, bedst muligt eller øvrige karakteristika) og handelstype (herunder blokhandel)

b) årsager til, at transaktionerne kan udgøre markedsmisbrug

c) metode til identifikation af de personer, som transaktionerne er gennemført for, og andre personer, der er involveret i de relevante transaktioner

d) den funktion, som den person, der har anmeldelsespligt, udfylder (f.eks. for egen regning eller på tredjemands vegne)

e) øvrige oplysninger, som kan være væsentlige ved vurderingen af de mistænkelige transaktioner.

2. Hvis disse oplysninger ikke er til rådighed på anmeldelsestidspunktet, skal anmeldelsen som minimum indeholde årsagerne til, at de personer, der foretager anmeldelsen, har mistanke om, at transaktionerne kan udgøre insiderhandel eller markedsmisbrug. Alle øvrige oplysninger skal videregives til den kompetente myndighed, så snart de er til rådighed.

Artikel 10
Anmeldelsesmetode

Medlemsstaterne sikrer, at anmeldelsen til den kompetente myndighed kan foretages pr. brev, e-mail, telefax eller telefon, såfremt der i sidstnævnte tilfælde gives bekræftelse i skriftlig form efter anmodning fra den kompetente myndighed.

Artikel 11
Ansvar og tavshedspligt

1. Medlemsstaterne sikrer, at den person, der foretager anmeldelsen til den kompetente myndighed, hvortil der henvises i artikel 7-10, ikke oplyser andre personer, særlig de personer, som transaktionerne er foretaget for, eller parter, som står i forbindelse med disse personer, om anmeldelsen, medmindre dette er fastsat i lovgivningen. Opfyldelsen af denne bestemmelse medfører intet ansvar for den person, der foretager anmeldelsen, såfremt der handles i god tro.

2. Medlemsstaterne sikrer, at de kompetente myndigheder ikke oplyser andre personer om identiteten på den person, der har anmeldt disse transaktioner,, hvis en sådan oplysning kan forventes at skade den person, der har foretaget anmeldelsen. Denne bestemmelse påvirker ikke kravet om håndhævelse eller sanktionssystemet i direktiv 2003/6/EF eller reglerne om overførsel af personlige data i direktiv 95/46/EF.

3. Anmeldelsen til den kompetente myndighed, hvortil der henvises i artikel 7-10, medfører ikke brud på eventuelle restriktioner på offentliggørelse af oplysninger i henhold til kontraktlige, lovgivnings- eller reguleringsmæssige eller administrative bestemmelser og medfører intet ansvar for denne person, for så vidt angår denne anmeldelse.

Artikel 12
Gennemførelse

1. Medlemsstaterne sætter de nødvendige love og administrative bestemmelser i kraft for at efterkomme nærværende direktiv senest den 12. oktober 2004. De meddeler straks Kommissionen teksten til disse bestemmelser og en sammenligningstabel, som viser sammenhængen mellem de pågældende bestemmelser og nærværende direktiv.

Disse love og bestemmelser skal ved vedtagelsen indeholde en henvisning til nærværende direktiv eller skal ved offentliggørelsen ledsages af en sådan henvisning. Medlemsstaterne fastlægger reglerne for denne henvisning.

2. Medlemsstaterne meddeler Kommissionen teksten til de vigtigste nationale retsforskrifter, som de udsteder på det område, der er omfattet af nærværende direktiv.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Artikel 13
Ikrafttræden

Dette direktiv træder i kraft på dagen for offentliggørelsen i Den Europæiske Unions Tidende.

Artikel 14
Adressater

Dette direktiv er rettet til medlemsstaterne.

Udfærdiget i Bruxelles, den 29. april 2004.

På Kommissionens vegne

Frederik Bolkestein

Medlem af Kommissionen

(1) EUT L 96 af 12.4.2003, s. 16.

(2) CESR blev oprettet ved Kommissionens afgørelse 2001/527/EF af 6. juni 2001, EFT L 191 af 13. juli 2001, s. 43.

(3) EFT L 281 af 23.11.1995, s. 31.

(4) EFT L 141 af 11.6.1993, s. 27.

(5) EFT L 126 af 26.5.2000, s. 1.

(6) EUT L 339 af 24.12.2003, s. 70.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF

EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET FOR DEN EUROPÆISKE UNION HAR -

under henvisning til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, særlig artikel 47, stk. 2,

under henvisning til forslag fra Kommissionen(1),

under henvisning til udtalelse fra Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg(2),

under henvisning til udtalelse fra Den Europæiske Centralbank(3),

efter proceduren i traktatens artikel 251,(4) og

ud fra følgende betragtninger:

(1) Formålet med Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer(5) var at fastlægge betingelserne for, at investeringsselskaber og banker, som havde fået tilladelse, kunne levere nærmere specificerede tjenesteydelser eller oprette filialer i andre medlemsstater på grundlag af hjemlandstilladelse og -tilsyn. Direktivet tog derfor sigte på at harmonisere de krav, investeringsselskaber skulle opfylde for at opnå den første tilladelse og drive virksomhed, herunder reglerne om god forretningsskik. Også nogle af betingelserne for at drive regulerede markeder blev harmoniseret ved direktivet.

(2) I de senere år er flere investorer blevet aktive på de finansielle markeder, hvor de tilbydes et stadig mere komplekst og vidtrækkende sæt tjenesteydelser og instrumenter. Som følge af denne udvikling bør Fællesskabets retlige ramme omfatte hele viften af investororienterede aktiviteter. Med henblik herpå er det nødvendigt at fastsætte bestemmelser, der sikrer den grad af harmonisering, der er nødvendig for at give investorer en udstrakt beskyttelse og gøre det muligt for investeringsselskaber at levere tjenesteydelser i hele Fællesskabet, der er et indre marked, på grundlag af hjemlandstilsyn. I betragtning af det ovenfor anførte bør direktiv 93/22/EØF erstattes af et nyt direktiv.

(3) På grund af investorers stigende afhængighed af personlige anbefalinger bør investeringsrådgivning medtages som en investeringsservice, der kræver tilladelse.

(4) På listen over finansielle instrumenter bør medtages visse råvarederivater og andre derivater, der udfærdiges, og handles på en sådan måde, at de giver anledning til samme reguleringsmæssige spørgsmål som traditionelle finansielle instrumenter.

(5) Det er nødvendigt at indføre en omfattende ordning for regulering af gennemførelsen af transaktioner med finansielle instrumenter, uanset hvilke handelsmetoder der anvendes for at gennemføre transaktionerne, for at sikre en udførelse af investortransaktioner af høj kvalitet og opretholde det finansielle systems integritet og overordnede effektivitet. Der bør fastlægges en sammenhængende og risikosensitiv ramme for regulering af de vigtigste typer, der for tiden anvendes på den europæiske finansielle markedsplads. Det er nødvendigt at anerkende, at der er opstået en ny generation af organiserede handelssystemer ved siden af de regulerede markeder, som bør underlægges forpligtelser, som kan medvirke til at bevare effektive og velfungerende finansielle markeder. Med henblik på at skabe en rimelig

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

reguleringsmæssig ramme bør direktivet indeholde bestemmelser om indførelse af en ny investeringsservice, der har forbindelse med driften af MHF'er.

(6) Der bør fastlægges definitioner af et reguleret marked og en MHF, der er nøje afstemte, således at de afspejler, at begreberne repræsenterer den samme funktion (organiseret handel). Definitionerne bør ikke omfatte bilaterale systemer, hvor investeringsselskabet gennemfører hver handel for egen regning og ikke som en risikofri modpart, der skydes ind mellem køber og sælger. Udtrykket »system« omfatter såvel alle markeder, der består i kraft af både et regelsæt og en handelsplads, som markeder, der udelukkende fungerer på grundlag af et regelsæt. Regulerede markeder og MHF'er er ikke tvunget til at have et »teknisk« system til matchning af ordrer. Et marked, som udelukkende består i kraft af et regelsæt for forhold i forbindelse med medlemskab, optagelse af instrumenter til handel, handel mellem medlemmer, indberetning og, hvis relevant, gennemsigtighedsforpligtelser er i dette direktivs forstand et reguleret marked eller en MHF, og transaktioner, der gennemføres i henhold til disse regler, anses for at være gennemført i henhold til et reguleret markeds eller en MHF's system. Udtrykket »købs- og salgsinteresser« skal opfattes bredt og omfatter ordrer, prisstillelser og interessemarkeringer. Ved kravet om, at interesserne skal sammenbringes inden for systemet og efter faste regler opstillet af systemets operatør forstås, at interesserne sammenbringes efter systemets regler eller ved brug af systemets protokoller eller interne driftsprocedurer (inklusive de procedurer, der er indarbejdet i computersoftwaren). Ved »faste regler« forstås, at reglerne ikke overlader det investeringsselskab, der driver en MHF, noget skøn med hensyn til, hvorledes interesserne kan matches. Definitionerne kræver, at interesserne sammenbringes på en sådan måde, at det fører til en kontrakt, hvilket indebærer, at udførelsen skal foregå efter systemets regler eller ved brug af systemets protokoller eller interne driftsprocedurer.

(7) Dette direktiv skal omfatte de virksomheder, hvis faste erhverv eller virksomhed består i at yde investeringsservice og/eller udøve investeringsaktiviteter i erhvervsøjemed. Direktivet bør derfor ikke omfatte personer, hvis erhvervsmæssige virksomhed er af en anden art.

(8) Personer, der administrerer deres egne aktiver, og virksomheder, der ikke yder anden investeringsservice og/eller udøver andre investeringsaktiviteter end handel for egen regning, medmindre de er prisstillere eller handler for egen regning uden for et reguleret marked eller MHF på organiseret, hyppigt og systematisk grundlag ved at tilbyde et system, der er tilgængeligt for tredjemand, med henblik på at indgå i handler med vedkommende, bør ikke være omfattet af dette direktiv.

(9) Når der i teksten henvises til personer, bør dette omfatte både fysiske og juridiske personer.

(10) Forsikringsselskaber, hvis virksomhed er underlagt et passende tilsyn fra de kompetente tilsynsførende myndigheder, og som er omfattet af Rådets direktiv 64/225/EØF af 25. februar 1964 om ophævelse af begrænsningerne i etableringsfriheden og den fri udveksling af tjenesteydelser inden for genforsikring og retrocession(6), Rådets første direktiv 73/239/EØF af 24. juli 1973 om samordning af de administrativt eller ved lov fastsatte bestemmelser om adgang til udøvelse af direkte forsikringsvirksomhed bortset fra livsforsikring(7) samt Rådets direktiv 2002/83/EF af 5. november 2002 om livsforsikringsvirksomhed(8), bør være undtaget fra direktivet.

(11) Personer, der ikke leverer tjenesteydelser til tredjemand, men hvis virksomhed udelukkende består i at yde investeringsservice til deres modervirksomhed, deres dattervirksomheder eller et af deres modervirksomheds andre dattervirksomheder, skal ikke være omfattet af direktivet.

(12) Personer, der som led i deres normale erhvervsmæssige virksomhed lejlighedsvist yder investeringsservice, bør også være undtaget fra direktivet, såfremt denne virksomhed er omfattet af lovbestemmelser, der ikke udelukker, at der ydes lejlighedsvis investeringsservice.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

(13) Personer, hvis investeringsservice udelukkende består i at forvalte en ordning for medarbejderdeltagelse, og som i denne forbindelse ikke yder investeringsservice til tredjemand, bør ikke være omfattet af dette direktivs bestemmelser.

(14) Centralbanker og andre lignende organer, som udfører tilsvarende opgaver, samt offentlige organer, der har ansvaret for forvaltningen af den offentlige gæld, eller som deltager heri - dette begreb omfatter gældens placering - bør udelukkes fra direktivets anvendelsesområde. Denne udelukkelse gælder dog ikke for virksomheder med offentlig kapital, hvis formål er kommercielt eller forbundet med erhvervelse af kapitalinteresser.

(15) Kollektive investeringsinstitutter og pensionskasser, uanset om de er samordnet på fællesskabsplan eller ej, samt depositarer og ledere af sådanne virksomheder, bør være udelukket fra direktivets anvendelsesområde, idet de er underlagt særlige bestemmelser, som er direkte tilpasset deres aktiviteter.

(16) For at være omfattet af undtagelserne til dette direktiv bør den pågældende person til stadighed opfylde betingelserne for disse undtagelser. Hvis en person yder investeringsservice eller udfører investeringsaktiviteter og er undtaget fra dette direktiv, fordi denne service eller disse aktiviteter er accessorisk i forhold til hans hovederhverv på koncernniveau, bør den pågældende f.eks. ikke længere være omfattet af undtagelsen vedrørende accessoriske tjenesteydelser, hvis udførelsen af denne service eller disse aktiviteter ophører med at være accessorisk til hans hovederhverv.

(17) Med henblik på at beskytte investorerne og sikre det finansielle systems stabilitet bør ydelsen af den form for investeringsservice og/eller udførelsen af investeringsaktiviteter, som er omfattet af dette direktiv, være betinget af, at personens hjemland har meddelt tilladelse hertil.

(18) Kreditinstitutter, som har tilladelse i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF af 20. marts 2000 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut(9), bør ikke have anden tilladelse i henhold til dette direktiv for at yde investeringsservice eller udføre investeringsaktiviteter. Når et kreditinstitut beslutter at yde investeringsservice eller udføre investeringsaktiviteter, bør den kompetente myndighed, før den giver en tilladelse, kontrollere, at det opfylder de relevante bestemmelser i dette direktiv.

(19) Hvis et investeringsselskab på ikke-regelmæssig basis yder en eller flere former for investeringsservice eller udfører en eller flere former for investeringsaktiviteter, der ikke er omfattet af dets tilladelse, bør det ikke behøve nogen supplerende tilladelse i henhold til dette direktiv.

(20) Modtagelse og formidling af ordrer bør i henhold til dette direktiv omfatte det forhold, at to eller flere investorer bringes i forbindelse med hinanden, således at der tilvejebringes en transaktion.

(21) I forbindelse med den kommende revision af kapitalgrundlagsrammen i Basel II erkender medlemsstaterne, at der er behov for på ny at overveje, om investeringsselskaber, der udfører kundeordrer på grundlag af ejermatchning, skal anses for at optræde som ejere og følgelig underkastes yderligere krav til lovpligtig kapital.

(22) Principperne om gensidig anerkendelse og hjemlandstilsyn forudsætter, at de kompetente myndigheder i hver medlemsstat bør undlade at meddele tilladelse eller bør inddrage denne i de tilfælde, hvor det af sådanne forhold som driftsplanen, den geografiske placering eller de faktiske aktiviteter klart fremgår, at det pågældende investeringsselskab udelukkende har valgt denne medlemsstats retssystem for at unddrage sig de strengere bestemmelser, der gælder i den medlemsstat, hvor det agter at drive eller allerede driver størstedelen af sin virksomhed. Et investeringsselskab, som er en juridisk person, bør have tilladelse i den medlemsstat, hvor det har sit vedtægtsmæssige hjemsted. Et investeringsselskab, der ikke er en juridisk person, bør have tilladelse i den medlemsstat, hvor dets hovedkontor ligger. Medlemsstaterne bør i øvrigt kræve, at et investeringsselskabs hovedkontor altid skal ligge i den medlemsstat, som er inve-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

steringsselskabets hjemland, og hvor investeringsselskabet faktisk udøver sin virksomhed.

(23) Et investeringsselskab, der har fået tilladelse i sit hjemland, bør have ret til at yde investeringsservice eller udføre investeringsaktiviteter i hele Fællesskabet uden at skulle ansøge om særskilt tilladelse fra den kompetente myndighed i den medlemsstat, hvor det ønsker at yde denne service eller udføre disse aktiviteter.

(24) Da en række investeringsselskaber er fritaget fra visse forpligtelser i Rådets direktiv 93/6/EØF af 15. marts 1993 om kravene til investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag(10), bør de forpligtes til enten at have en minimumskapital eller tegne en erhvervsansvarsforsikring eller en kombination heraf. Ved tilpasning af forsikringssummerne bør der tages hensyn til de tilpasninger, der er foretaget i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv af 2002/92/EF af 9. december 2002 om forsikringsmæglervirksomhed(11). Disse særlige kapitalkravsbestemmelser bør dog ikke foregribe eventuelle beslutninger om, hvorledes sådanne selskaber skal behandles ved fremtidige ændringer af Fællesskabets lovgivning om kapitalkrav.

(25) Da den tilsynsmæssige regulering bør begrænses til de foretagender, som, fordi de forvalter en handelsbeholdning erhvervsmæssigt, udgør en kilde til modpartsrisiko for andre markedsdeltagere, bør foretagender, der handler for egen regning med finansielle instrumenter, inklusive de råvarederivater, der er omfattet af dette direktiv, og foretagender, der yder investeringsservice inden for råvarederivater til kunder i deres hovederhverv på en måde, der, er accessorisk i forhold til deres hovederhverv på koncernniveau, såfremt dette hovederhverv ikke er ydelse af investeringsservice i henhold til dette direktiv, udelukkes fra direktivets anvendelsesområde.

(26) For at beskytte en investors ejendomsret og andre tilsvarende rettigheder til værdipapirer samt hans rettigheder til de midler, som selskabet får betroet, bør disse rettigheder navnlig holdes adskilt fra selskabets egne. Dette princip bør dog ikke forhindre et selskab i at investere i eget navn på vegne af investor, når transaktionens form gør dette nødvendigt, og investor er indforstået hermed, f.eks. lån af værdipapirer.

(27) Når en kunde i overensstemmelse med Fællesskabets lovgivning og navnlig Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/47/EF af 6. juni 2002 om aftaler om finansiel sikker-hedsstillelse(12) overdrager den fulde ejendomsret til finansielle instrumenter eller midler til et investeringsselskab med henblik på at sikre eller på anden måde dække nuværende eller fremtidige, faktiske, eventuelle eller potentielle forpligtelser, bør sådanne finansielle instrumenter eller midler heller ikke længere anses for at tilhøre klienten.

(28) Reglerne for meddelelse af tilladelse inden for Fællesskabet til filialer af investeringsselskaber, der har fået tilladelse i tredjelande, bør fortsat finde anvendelse på sådanne selskaber. Disse filialer bør ikke være omfattet af den fri udveksling af tjenesteydelser efter traktatens artikel 49 og heller ikke af etableringsfriheden i andre medlemsstater end den, hvori de er etablerede. Med henblik på sager, hvor Fællesskabet ikke er bundet af nogen bilaterale eller multilaterale forpligtelser, bør der indføres en procedure, der tager sigte på at sikre, at EF-investeringsselskaber på basis af gensidighed nyder tilsvarende behandling i de pågældende tredjelande.

(29) Det voksende antal forskellige aktiviteter, som mange investeringsselskaber udøver samtidig, har øget risikoen for interessekonflikter mellem disse forskellige aktiviteter og deres kunders interesser. Det er derfor nødvendigt at fastsætte bestemmelser, der sikrer, at sådanne konflikter ikke skader kunders interesser.

(30) En tjenesteydelse bør betragtes som leveret på initiativ af en kunde, medmindre kunden anmoder om den som svar på en personlig henvendelse fra selskabet eller på dets vegne til den pågældende kunde og denne henvendelse indeholder en opfordring eller søger at påvirke kunden for så vidt angår et bestemt finansielt instrument eller en bestemt transaktion. En tjenesteydelse kan betragtes som leveret på kun-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

dens initiativ, selv om kunden anmoder om den på grundlag af en henvendelse, der søger at fremme eller indeholder et tilbud om finansielle instrumenter på en måde, som i kraft af sin karakter er generel og henvendt til offentligheden eller en større gruppe eller kategori af kunder eller potentielle kunder.

(31) Et af formålene med direktivet er at beskytte investorerne. Foranstaltningerne til beskyttelse af investorerne bør tilpasses de forskellige investorkategorier (detailinvestorer, professionelle investorer og modparter).

(32) Uanset princippet om hjemlandstilladelse og hjemlandstilsyn og hjemlandets håndhævelse af forpligtelser i forbindelse med drift af filialer vil det være hensigtsmæssigt, at den kompetente myndighed i værtslandet får ansvaret for at håndhæve visse forpligtelser fastlagt i dette direktiv, når forretninger gennemføres gennem en filial på det område, hvor filialen er beliggende, idet denne myndighed er tættest på filialen og bedre i stand til at afdække og gribe ind over for tilsidesættelse af reglerne for filialens drift.

(33) Det er nødvendigt at pålægge investeringsselskaber en effektiv »best execution«-forpligtelse for at sikre, at investeringsselskaberne udfører kundeordrer på de for kunden gunstigste vilkår. Denne forpligtelse bør gælde for det selskab, der har kontraktlige eller agentmæssige forpligtelser over for kunden.

(34) Fair konkurrence forudsætter, at markedsdeltagere og investorer kan sammenligne de priser, som de forskellige handelssystemer (dvs. regulerede markeder, MHF og formidlere) har pligt til at offentliggøre. Med henblik herpå anbefales det, at medlemsstaterne fjerner alle hindringer, som kan stå i vejen for en konsolidering på europæisk plan af de relevante oplysninger og offentliggørelsen heraf.

(35) Når forretningsforholdet etableres med kunden, kan investeringsselskabet bede kunden eller den potentielle kunde om samtidig at erklære sig indforstået med ordreudførelsespolitikken og muligheden af at vedkommendes ordrer udføres uden om et reguleret marked eller en MHF.

(36) Personer, som yder investeringsservice på flere end et investeringsselskabs vegne, bør betragtes ikke som tilknyttede agenter, men som investeringsselskaber, hvis de falder ind under definitionen i dette direktiv, med undtagelse af visse personer der kan være undtaget.

(37) Dette direktiv bør ikke anfægte tilknyttede agenters ret til at udøve aktiviteter, der er omfattet af andre direktiver, og beslægtede aktiviteter, der involverer andre finansielle tjenesteydelser eller produkter end dem, der er omfattet af dette direktiv, heller ikke selv om aktiviteterne udøves for dele af samme finansielle koncern.

(38) Direktivet bør ikke omfatte betingelserne for at udøve virksomhed uden for investeringsselskabets område (dørsalg).

(39) Medlemsstaternes kompetente myndigheder bør ikke registrere en tilknyttet agent eller bør trække registreringen tilbage, hvis de aktiviteter, der rent faktisk udøves, klart viser, at den tilknyttede agent har valgt en bestemt medlemsstats retssystem med henblik på at unddrage sig strengere normer, som gælder i en anden medlemsstat på det område, hvor denne agter at udøve eller udøver størstedelen af sine aktiviteter.

(40) Ved anvendelsen af dette direktiv bør godkendte modparter anses for at handle som kunder.

(41) For at sikre, at reglerne om god forretningsskik (herunder reglerne om »best execution« og behandling af kundeordrer) håndhæves, hvad angår de investorer, der har størst behov for denne beskyttelse, og i overensstemmelse med veletableret markedspraksis i Fællesskabet bør det tydeliggøres, at der kan ses bort fra reglerne om god forretningsskik ved transaktioner, der er gennemført med eller tilvejebragt mellem godkendte modparter.

(42) Forpligtelsen til at offentliggøre limiterede kundeordrer i forbindelse med transaktioner med godkendte modparter bør kun finde anvendelse, hvis modparten udtrykkeligt sender en limiteret ordre til et investe-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ringsselskab med henblik på udførelse af ordren.

(43) Medlemsstaterne skal beskytte fysiske personers ret til privatlivets fred i forbindelse med behandlingen af personoplysninger i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 1995/46/EF af 24. oktober 1995 om beskyttelse af fysiske personer i forbindelse med behandling af personoplysninger og om fri udveksling af sådanne oplysninger.(13)

(44) Med det dobbelte formål at beskytte investorerne og sørge for, at værdipapirmarkederne fungerer efter hensigten, skal det sikres, at der er gennemsigtighed i forbindelse med transaktionerne, og at de regler, der i dette direktiv er fastsat i dette øjemed, finder anvendelse på investeringsselskaber, når de opererer på markedet. For at gøre det muligt for investorer og markedsdeltagere til enhver tid at vurdere vilkårene for en påtænkt aktiehandel og senere kontrollere de betingelser, hvorunder handelen blev gennemført, bør der fastsættes fælles regler for offentliggørelse af oplysninger om gennemførte aktiehandler og for videregivelse af nærmere oplysninger om aktuelle muligheder for at handle aktier. Reglerne er nødvendige for at sikre en effektiv integrering af medlemsstaternes aktiemarkeder, effektivisere den overordnede kursdannelsesproces for aktier og fremme en effektiv anvendelse af bestemmelserne om »best execution«. Dette kræver omfattende gennemsigtighedsregler, der gælder for alle aktiehandler, uanset om disse gennemføres bilateralt af et investeringsselskab eller over regulerede markeder eller MHF'er. Investeringsselskabers forpligtelser i henhold til dette direktiv til at stille en købs- og salgspris og udføre en ordre til den stillede pris løser ikke disse selskaber fra forpligtelsen til at videresende en ordre til et andet handelssystem, når en sådan internalisering kunne hindre selskabet i at opfylde »best execution«- forpligtelserne.

(45) Medlemsstaterne bør også kunne anvende direktivets forpligtelse til at indberette transaktioner på finansielle instrumenter, der ikke er optaget til handel på et reguleret marked.

(46) En medlemsstat kan beslutte at anvende direktivets krav vedrørende før- og efter handelsgennemsigtighed på andre finansielle instrumenter end aktier. I så fald bør disse krav gælde for alle investeringsselskaber, for hvilke medlemsstaten er hjemland for deres virksomhed på denne medlemsstats område, samt for grænseoverskridende virksomhed, der gennemføres i kraft af den fri udveksling af tjenesteydelser. De bør også gælde for virksomhed, der udøves på denne medlemsstats område af filialer, der er etableret på dens område, og som er knyttet til investeringsselskaber, der har opnået tilladelse i en anden medlemsstat.

(47) Alle investeringsselskaber bør have samme mulighed for at blive medlem af eller have adgang til regulerede markeder i hele Fællesskabet. Uanset hvordan transaktionerne finder sted i medlemsstaterne, skal de tekniske og juridiske begrænsninger i adgangen til regulerede markeder afskaffes.

(48) For lettere at gøre afviklingen af grænseoverskridende transaktioner endelige bør investeringsselskaber have adgang til clearing- og afviklingssystemerne i hele Fællesskabet, uanset om transaktionerne er gennemført over regulerede markeder i den pågældende medlemsstat. Der bør stilles krav om, at investeringsselskaber, som ønsker at deltage direkte i andre medlemsstaters afviklingssystemer, bør opfylde de relevante driftsmæssige og kommercielle krav til medlemskab og overholde forsigtighedsforanstaltninger for at bevare gnidningsfri og velfungerende finansielle markeder.

(49) Tilladelsen til at drive et reguleret marked bør omfatte alle aktiviteter, som har direkte forbindelse med offentliggørelse, behandling, udførelse, bekræftelse og indberetning af ordrer fra det tidspunkt, hvor ordrerne modtages af det regulerede marked, til det tidspunkt, hvor de formidles med henblik på endelig afvikling, og alle aktiviteter med relation til finansielle instrumenters optagelse til handel. Tilladelsen bør tillige omfatte transaktioner, som gennem prisstillere, der er udpeget af det regulerede marked, gennemføres i henhold til det regulerede markeds systemer og i overensstemmelse med dette systems regler. Ikke alle transaktioner, der indgås af medlemmer

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

eller deltagere på det regulerede marked eller i den regulerede MHF anses for at være indgået inden for det regulerede markeds eller den regulerede MHF's systemer. Transaktioner, som medlemmer eller deltagere indgår på bilateral basis, og som ikke opfylder alle de forpligtelser, der gælder for et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet (MHF) i henhold til dette direktiv, bør anses som transaktioner, der indgås uden for et reguleret marked eller en MHF, ved anvendelsen af definitionen på et selskab, der systematisk internaliserer (systematic internaliser). I sådanne tilfælde bør investeringsselskaber forpligtes til at offentliggøre bindende prisstillelser, hvis betingelserne i dette direktiv er opfyldt.

(50) Selskaber, der systematisk internaliserer, kan beslutte, at kun detailkunder eller kun professionelle kunder skal have adgang til de af selskaberne stillede priser, eller at begge skal have adgang. De bør ikke kunne diskriminere inden for disse kategorier af kunder.

(51) Artikel 27 forpligter ikke selskaber, der systematisk internaliserer, til at offentliggøre bindende prisstillelser for transaktioner over normal markedsstørrelse.

(52) Hvis et investeringsselskab er et selskab, der systematisk internaliserer for så vidt angår både aktier og andre finansielle instrumenter, gælder forpligtelsen til at meddele prisstillelse kun for aktier med forbehold af betragtning 46.

(53) Det er ikke formålet med dette direktiv at kræve anvendelse af regler for gennemsigtighed før handel på transaktioner, der foretages på OTC-grundlag, og hvis kendetegn bl.a. er, at de er ad hoc og uregelmæssige, foretages med engrosmodparter og er et led i en forretningsforbindelse, der selv er kendetegnet ved handler over normal markedsstørrelse, og hvor handlerne foretages uden for de systemer, som det pågældende selskab normalt benytter til sine forretninger som et selskab, der systematisk internaliserer.

(54) Den normale markedsstørrelse for enhver klasse af aktier bør ikke stå i et væsentligt misforhold til nogen af aktierne i denne klasse.

(55) Ved revisionen af direktiv 93/6/EØF bør der fastsættes minimumskapitalkrav, som regulerede markeder skal opfylde for at få tilladelse, og der bør i den forbindelse tages hensyn til den særlige form for risici forbundet med sådanne markeder.

(56) Et reguleret markeds operatører bør også kunne drive en MHF i overensstemmelse med de relevante bestemmelser i dette direktiv.

(57) Dette direktivs bestemmelser om instrumenters optagelse til handel i henhold til de af det regulerede marked håndhævede regler bør ikke berøre anvendelsen af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/34/EF af 28. maj 2001 vedrørende betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om disse værdipapirer(14). Et reguleret marked bør ikke forhindres i at stille strengere krav til udstederne af værdipapirer eller instrumenter, som det regulerede marked påtænker at optage til handel, end dem, der stilles i medfør af dette direktiv.

(58) Medlemsstaterne bør kunne udpege forskellige kompetente myndigheder til at håndhæve direktivets vidtrækkende forpligtelser. Disse myndigheder bør være offentlige myndigheder, hvilket sikrer myndighedernes uafhængighed af økonomiske aktører og forhindrer interessekonflikter. I overensstemmelse med national lovgivning bør medlemsstaterne sikre passende finansiering af den kompetente myndighed. Udpegningen af offentlige myndigheder bør ikke udelukke uddelegering under den kompetente myndigheds ansvar.

(59) Eventuelle fortrolige oplysninger, som kontaktpunktet i en medlemsstat modtager gennem kontaktpunktet i en anden medlemsstat, bør ikke betragtes som rent nationale oplysninger.

(60) Det er nødvendigt at gøre de kompetente myndigheders beføjelser mere ensartede for at bane vej for, at bestemmelserne håndhæves med lige stor styrke i hele det integrerede finansielle marked. Et fælles sæt

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

af mindstebeføjelser kombineret med de nødvendige ressourcer bør sikre tilsynets effektivitet.

(61) Med henblik på kundebeskyttelse og uden at det berører kunders ret til at indbringe deres sag for domstolene, bør medlemsstaterne tilskynde offentlige eller private organer til bilæggelse af udenretlige tvister til at indgå i et samarbejde med henblik på løsningen af grænseoverskridende tvister under hensyntagen til Kommissionens henstilling 98/257/EF af 30. marts 1998 om de principper, der finder anvendelse på organer med ansvar for udenretlig bilæggelse af tvister på forbrugerområdet(15). Når medlemsstaterne indfører klage- og procesordninger til udenretlig bilæggelse af tvister, bør de opfordres til at gøre brug af eksisterende grænseoverskridende samarbejdsmekanismer, især netværket for klager over finansielle tjenesteydelser (FIN-Net).

(62) Enhver udveksling eller videregivelse af oplysninger mellem kompetente myndigheder, andre myndigheder, organer eller personer bør være i overensstemmelse med reglerne om videregivelse af personoplysninger til tredjelande, jf. direktiv 95/46/EF.

(63) Det er nødvendigt at skærpe bestemmelserne om udveksling af oplysninger mellem nationale kompetente myndigheder og udvide disses pligt til at yde hinanden bistand og til at samarbejde. Som følge af den øgede grænseoverskridende aktivitet bør de kompetente myndigheder udveksle de for deres hverv nødvendige oplysninger for at sikre en effektiv håndhævelse af dette direktiv, også i situationer, hvor tilsidesættelse eller mistanke om tilsidesættelse af direktivet eventuelt berører myndighederne i to eller flere medlemsstater. En streng tjenstlig tavshedspligt er nødvendig for at sikre, at udvekslingen af oplysninger fungerer gnidningsløst, og at særlige rettigheder respekteres.

(64) Rådet nedsatte på samlingen den 17. juli 2000 et vismandsudvalg for regulering af europæiske værdipapirmarkeder. Udvalget foreslog i sin endelige rapport, at der indføres en ny lovgivningsmetode, som består af fire trin, nemlig grundprincipper, gennemførelsesbestemmelser, samarbejde og håndhævelse. Niveau 1, direktivet, skal begrænse sig til fastlæggelse af de brede generelle »rammeprincipper«, hvorimod niveau 2 skal bestå i fastlæggelse af de tekniske gennemførelsesforanstaltninger, som vedtages af Kommissionen bistået af et udvalg.

(65) Ved den resolution, Det Europæiske Råd vedtog i Stockholm den 23. marts 2001, godkendtes Vismandsudvalgets endelige rapport og forslaget om en firetrinsmetode, der skal gøre Fællesskabets lovgivningsproces på værdipapirområdet mere effektiv og gennemsigtig.

(66) Ifølge Det Europæiske Råd i Stockholm bør andet trin, gennemførelsesbestemmelserne, anvendes hyppigere for at sikre, at de tekniske bestemmelser tilpasses til den markeds- og tilsynsmæssige udvikling, ligesom der bør fastsættes frister for alle etaper i arbejdet på andet trin.

(67) Europa-Parlamentet godkendte i sin beslutning af 5. februar 2002 om gennemførelse af lovgivningen vedrørende finansielle tjenester også Vismandsudvalgets rapport med udgangspunkt i den højtidelige erklæring, Kommissionen samme dag afgav over for Parlamentet, samt skrivelsen af 2. oktober 2001 fra kommissæren for det indre marked til formanden for Parlamentets Udvalg om Økonomi og Valutaspørgsmål angående beskyttelsen af Europa-Parlamentets rolle i denne proces.

(68) De nødvendige foranstaltninger til dette direktivs gennemførelse bør vedtages i henhold til Rådets afgørelse 1999/468/EF af 28. juni 1999 om fastsættelse af de nærmere vilkår for udøvelsen af de gennemførelsesbeføjelser, der tillægges Kommissionen(16).

(69) Europa-Parlamentet bør have en frist på tre måneder fra første oversendelse af udkast til gennemførelsesforanstaltninger med henblik på granskning og afgivelse af udtalelse. I hastende og behørigt berettigede tilfælde kan denne periode dog forkortes. Hvis Europa-Parlamentet inden for perioden vedtager en beslutning, bør Kommissionen genvurdere udkastet til foranstaltninger.

(70) For at tage hensyn til udviklingen på de finansielle markeder bør Kommissionen

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

forelægge Europa-Parlamentet og Rådet rapporter om anvendelsen af bestemmelserne om erhvervsansvarsforsikring, rækkevidden af gennemsigtighedsreglerne og om eventuelle tilladelser til handlere, der har specialiseret sig i råvarederivater, til at udøve virksomhed som investeringsselskab.

(71) Skabelsen af et integreret finansielt marked, hvor investorer nyder effektiv beskyttelse, og hvor det samlede markeds effektivitet og integritet er beskyttet, er et mål, som kræver, at der indføres fælles reguleringsmæssige krav til investeringsselskaber, uanset hvor i Fællesskabet disse har fået tilladelse, og til den måde, regulerede markeder og andre handelssystemer fungerer på, således at det forhindres, at uigennemsigtighed eller forstyrrelser på ét marked undergraver hele det europæiske finansielle systems effektivitet. Da dette mål bedre kan gennemføres på fællesskabsplan, kan Fællesskabet i overensstemmelse med subsidiaritetsprincippet i henhold til traktatens artikel 5 vedtage bestemmelser herom. I overensstemmelse med proportionalitetsprincippet i henhold til samme artikel går dette direktiv ikke længere end nødvendigt for at nå dette mål -

UDSTEDT FØLGENDE DIREKTIV:

AFSNIT I
DEFINITIONER OG
ANVENDELSESOMRÅDE

Artikel 1
Anvendelsesområde

1. Dette direktiv finder anvendelse på investeringsselskaber og regulerede markeder.

2. Følgende bestemmelser finder tillige anvendelse på kreditinstitutter, som i henhold til direktiv 2000/12/EF har tilladelse til at yde en eller flere investeringsserviceydelser og/eller udføre en eller flere investeringsaktiviteter:

- Artikel 2, stk. 2, artikel 11, 13 og 14

- kapitel II i afsnit II, bortset fra artikel 23, stk. 2, andet afsnit

- kapitel III i afsnit II, bortset fra artikel 31, stk. 2-4, artikel 32, stk. 2-6, og stk. 8-9

- artikel 48-53, 57, 61 og 62, samt

- artikel 71, stk. 1.

Artikel 2
Undtagelser

1. Dette direktiv finder ikke anvendelse på:

a) forsikringsselskaber som defineret i artikel 1 i direktiv 73/239/EØF eller livsforsikringsselskaber som defineret i artikel 1 i direktiv 2002/83/EF samt selskaber, der foretager genforsikring og retrocession som omhandlet i direktiv 64/225/EØF

b) personer, der udelukkende yder investeringsservice til deres modervirksomhed, deres dattervirksomhed eller et af deres modervirksomheds andre dattervirksomheder

c) personer, der yder investeringsservice, hvis denne service ydes lejlighedsvist i forbindelse med erhvervsmæssig virksomhed, såfremt denne virksomhed er reguleret ved lov eller fagetisk kodeks for det pågældende erhverv, som ikke udelukker, at der kan ydes service af denne art.

d) personer, som ikke yder anden investeringsservice eller udfører andre investeringsaktiviteter end handel for egen regning, medmindre de er prisstillere eller handler for egen regning uden for et reguleret marked eller MHF på et organiseret, tilbagevendende og systematisk grundlag ved at tilbyde et system, der er tilgængeligt for tredjemand, med henblik på at indgå i handler med vedkommende

e) personer, hvis investeringsservice udelukkende består i forvaltning af ordninger for medarbejderdeltagelse

f) personer, der yder investeringsservice, som kun indebærer forvaltning af medarbejderdeltagelsesordninger og investeringsserviceydelser udelukkende til brug for deres modervirksomhed, dattervirksomheder eller et af deres modervirksomheds andre dattervirksomheder

g) medlemmer af Det Europæiske System af Centralbanker og andre nationale organer med lignende funktioner samt andre offentlige organer, der har ansvar for forvaltnin-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

gen af den offentlige gæld, eller som deltager heri

h) kollektive investeringsinstitutter og pensionskasser, hvad enten de er koordineret på fællesskabsplan eller ej, samt depositarer og ledere af sådanne institutter

i) personer, der for egen regning handler med finansielle instrumenter eller yder investeringsservice inden for råvarederivater eller udbyder derivataftaler henhørende under bilag I, afsnit C, punkt 10, til kunderne i deres hovederhverv, dog under forudsætning af, at dette er en accessorisk aktivitet til deres hovederhverv på koncernniveau, og såfremt dette hovederhverv ikke er ydelse af investeringsservice i henhold til dette direktiv eller bankserviceydelser i henhold til direktiv 2000/12/EF

j) personer, der i forbindelse med andre erhvervsaktiviteter, der ikke er omfattet af dette direktiv, yder investeringsrådgivning, såfremt sådan rådgivning ikke honoreres særskilt

k) personer, hvis hovederhverv består i handel for egen regning med råvarer og/eller råvarederivater. Denne undtagelse finder ikke anvendelse, hvis de personer, der for egen regning handler med råvarer og/eller råvarederivater, indgår i en koncern, hvis hovederhverv er at yde anden investeringsservice i dette direktivs forstand eller bankserviceydelser i henhold til direktiv 2000/12/EF

l) selskaber, hvis investeringsservice og/eller aktiviteter udelukkende består i at handle for egen regning på finansielle futures-, options- eller andre derivat- og spotmarkeder med det ene formål at afdække deres positioner på derivatmarkeder, eller som handler på vegne af eller stiller priser til andre medlemmer af samme marked, og som garanteres af dette markeds clearingmedlemmer, idet ansvaret for opfyldelse af de kontrakter, som indgås af sådanne personer, påhviler det samme markeds clearingmedlemmer

m) sammenslutninger oprettet af danske og finske pensionskasser alene med det formål at forvalte de deltagende pensionskassers midler

n) »agenti di cambio«, hvis virksomhed og funktioner er beskrevet i artikel 201 i det italienske lovdekret nr. 58 af 24. februar 1998.

2. De rettigheder, som dette direktiv medfører, omfatter ikke udførelse af tjenesteydelser som modpart i transaktioner gennemført af offentlige organer, der beskæftiger sig med offentlig gæld, eller medlemmer af Det Europæiske System af Centralbanker under udøvelse af deres opgaver i henhold til traktaten og statutten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank eller af lignende funktioner i henhold til nationale bestemmelser.

3. For at tage hensyn til udviklingen på de finansielle markeder og sikre en ensartet anvendelse af dette direktiv kan Kommissionen, for så vidt angår undtagelsesbestemmelserne i litra c), i), og k), efter proceduren i artikel 64, stk. 2, fastlægge kriterierne for bestemmelse af, hvornår en aktivitet kan anses for at være accessorisk i forhold til hovederhvervet på koncernniveau, samt hvornår en aktivitet ydes lejlighedsvist.

Artikel 3
Fakultative undtagelser

1. Medlemsstaterne kan vælge ikke at anvende dette direktiv på personer, for hvilke de er hjemlandet, og:

- som ikke må forvalte kunders midler eller værdipapirer, og som af den årsag ikke på noget tidspunkt må bringe sig i debet over for deres kunder,

- som ikke må yde nogen investeringsservice bortset fra modtagelse og formidling af ordrer vedrørende værdipapirer og andele i kollektive investeringsinstitutter samt investeringsrådgivning i forbindelse med sådanne finansielle instrumenter, og

- som i forbindelse med ydelsen af den service kun må formidle ordrer til

i) investeringsselskaber med tilladelse i henhold til dette direktiv

ii) kreditinstitutter med tilladelse i henhold til direktiv 2000/12/EF

iii) investeringsselskabers eller kreditinsti-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

tutters filialer med tilladelse i tredjelande, som er underlagt og overholder forsigtighedsregler, der af de kompetente myndigheder anses for at være mindst lige så strenge som reglerne i dette direktiv, i direktiv 2000/12/EF eller direktiv 93/6/EØF

iv) kollektive investeringsinstitutter med tilladelse i henhold til en medlemsstats lovgivning til at markedsføre andele til offentligheden og til sådanne institutters ledelse

v) investeringsselskaber med fast kapital jf. artikel 15, stk. 4, i Rådets andet direktiv 77/91/EØF af 13. december 1976 om samordning af de garantier, der kræves i medlemsstaterne af de i artikel 58, stk. 2, i traktaten nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabstagernes som tredjemands interesser, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefuld(17), hvis værdipapirer noteres eller handles på et reguleret marked i en medlemsstat

under forudsætning af, at disse personers virksomhed er underlagt en national regulering.

2. Personer, der er udelukket fra dette direktivs anvendelsesområde i medfør af stk. 1, må ikke frit yde investeringsservice og/eller udføre investeringsaktiviteter eller oprette filialer, jf. hhv. artikel 31 og 32.

Artikel 4
Definitioner

1. I dette direktiv forstås ved:

1) »investeringsselskab«: en juridisk person, hvis erhvervsmæssige virksomhed består i at yde én eller flere former for investeringsservice til tredjemand og/eller udføre én eller flere former for investeringsaktiviteter på erhvervsmæssigt grundlag.

Medlemsstaterne kan lade definitionen af investeringsselskab omfatte selskaber, som ikke er juridiske personer under forudsætning af, at:

a) deres retlige status sikrer tredjemands interesser en grad af beskyttelse svarende til den, som gives af juridiske personer, og

b) de er underlagt et tilsvarende tilsyn, som er tilpasset til deres juridiske form.

Når en fysisk person leverer tjenesteydelser, der medfører opbevaring af tredjemands midler eller værdipapirer, kan denne dog kun betragtes som et investeringsselskab i dette direktivs forstand, hvis følgende betingelser er opfyldt, uden at de øvrige krav i dette direktiv og i direktiv 93/6/EØF derved berøres:

a) tredjemands ejendomsret til værdipapirer og midler skal være sikret, navnlig i tilfælde af selskabets eller dets ejeres insolvens eller i tilfælde af udlæg, modregning eller andre retlige midler, som bringes i anvendelse af selskabets eller dets ejeres kreditorer

b) selskabet skal være omfattet af bestemmelser om tilsyn med selskabets, herunder ejernes, solvens

c) selskabets årsregnskaber skal revideres af en eller flere personer, der i henhold til national lovgivning er autoriseret til at revidere regnskaber

d) når selskabet kun har én ejer, skal denne sørge for beskyttelse af investorerne i tilfælde af ophør af selskabets virksomhed som følge af ejerens død, uarbejdsdygtighed eller andre lignende forhold

2) »investeringsservice og -aktiviteter«: de i bilag I, afsnit A, anførte tjenesteydelser og aktiviteter i tilknytning til de i bilag I, afsnit C, omhandlede instrumenter

Kommissionen fastsætter efter proceduren i artikel 64, stk. 2,

- hvilke derivataftaler, jf. bilag I, afsnit C, punkt 7, der har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, under hensyntagen til bl.a., om de cleares og afvikles via anerkendte clearingsinstitutter eller er omfattet af regelmæssig fastsættelse af margin

- hvilke derivataftaler, jf. bilag I, afsnit C, punkt 10, der har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, under hensyntagen til bl.a., om de handles på et reguleret marked eller en MHF, cleares og afvikles via anerkendte clearingsinstitutter el-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ler er omfattet af regelmæssig fastsættelse af margin.

3) »accessoriske tjenesteydelser«: de i bilag I, afsnit B, anførte tjenesteydelser

4) »investeringsrådgivning«: personlige anbefalinger til en kunde, enten på anmodning eller på investeringsselskabets eget initiativ, af en eller flere transaktioner i tilknytning til finansielle instrumenter

5) »udførelse af ordrer for kunders regning«: indgåelse af aftaler om køb eller salg på kunders vegne af et eller flere finansielle instrumenter

6) »handel for egen regning«: handel over egenbeholdningen, som resulterer i handler med et eller flere finansielle instrumenter

7) »selskab, der systematisk internaliserer (systematic internaliser)«: investeringsselskab, som på organiseret, hyppigt og systematisk grundlag handler for egen regning ved at udføre kundeordrer uden for et reguleret marked eller en MHF

8) »prisstiller«: person, der på de finansielle markeder på et kontinuerligt grundlag fremstiller sig som værende villig til at handle for egen regning ved at købe og sælge finansielle instrumenter over egenbeholdningen til priser, som personen selv fastsætter

9) »porteføljepleje«: porteføljepleje i henhold til den enkelte kundes afgivne mandat med skønsmæssige beføjelser, såfremt sådanne porteføljer omfatter et eller flere finansielle instrumenter

10) »kunde«: fysisk eller juridisk person, til hvem et investeringsselskab yder investeringsservice og/eller accessoriske tjenester

11) »professionel kunde«: kunde, der opfylder kriterierne i bilag II

12) »detailkunde«: kunde, som ikke er professionel kunde

13) »markedsoperatør«: en eller flere personer, hvis virksomhed består i at forvalte og/eller drive et reguleret markeds forretninger. Markedsoperatøren kan være selve det regulerede marked

14) »reguleret marked«: et multilateralt system, der drives og/eller forvaltes af en markedsoperatør, som - inden for systemet og under iagttagelse af dettes ufravigelige regler - sætter forskellige tredjeparters interesse i køb og salg af finansielle instrumenter i forbindelse med hinanden eller befordrer dette på en sådan måde, at der indgås en aftale om finansielle instrumenter, der er optaget til handel efter dette markeds regler og/eller systemer, og som har opnået tilladelse og fungerer efter forskrifterne samt bestemmelserne i afsnit III

15) »multilateral handelsfacilitet (MHF)«: et multilateralt system drevet af en investeringsselskab eller en markedsoperatør, der - inden for systemet og efter ufravigelige regler - sætter forskellige tredjeparters interesse i køb og salg af finansielle instrumenter i forbindelse med hinanden på en sådan måde, at der indgås en aftale efter bestemmelserne i afsnit II

16) »limiteret ordre«: en ordre til køb eller salg af et finansielt instrument til en nærmere specificeret kurs eller bedre, og i et nærmere specificeret antal

17) »finansielle instrumenter«: de i bilag I, afsnit C, anførte instrumenter

18) »værdipapirer«: de kategorier af værdipapirer, der kan omsættes på kapitalmarkedet (bortset fra betalingsinstrumenter), som f.eks.:

a) aktier i selskaber og andre værdipapirer, der kan sidestilles med aktier i selskaber, partnerskaber og andre foretagender, samt aktiebeviser

b) obligationer og andre gældsinstrumenter, herunder beviser for sådanne værdipapirer

c) alle andre værdipapirer, hvormed ovennævnte værdipapirer kan erhverves eller sælges, eller som afregnes kontant, med et beløb, hvis størrelse fastsættes med værdipapirer, valutaer, rentesatser eller afkast, råvareindekser samt andre indekser og mål som reference

19) »pengemarkedsinstrumenter« de kategorier af instrumenter, der normalt omsættes på pengemarkedet, som f.eks. skatkammerbeviser, indlånsbeviser og commercial papers (virksomhedscertifikater), dog ikke betalingsinstrumenter

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

20) »hjemland«:

a) for investeringsselskabers vedkommende:

i) hvis investeringsselskabet er en fysisk person, den medlemsstat, hvor den pågældende har sit hovedkontor

ii) hvis investeringsselskabet er en juridisk person, den medlemsstat, hvor det vedtægtsmæssige hjemsted er beliggende

iii) hvis investeringsselskabet ifølge national lovgivning ikke har noget vedtægtsmæssigt hjemsted, den medlemsstat, hvor selskabets hovedkontor er beliggende

b) for et reguleret markeds vedkommende: den medlemsstat, hvor det regulerede marked har sit vedtægtsmæssige hjemsted, eller, hvis der ifølge denne medlemsstats nationale lovgivning ikke findes noget vedtægtsmæssigt hjemsted, den medlemsstat, hvor det regulerede markeds hovedkontor er beliggende

21) »værtsland«: en anden medlemsstat end hjemlandet, hvor et investeringsselskab har en filial eller leverer tjenesteydelser og eller aktiviteter, eller en medlemsstat, hvor et reguleret marked stiller de nødvendige faciliteter til rådighed for at lette adgangen for fjernmedlemmer eller deltagere, der er etableret i samme medlemsstat, til at handle i selskabets system

22) »kompetent myndighed«: den myndighed, der i henhold til artikel 48 er udpeget af den enkelte medlemsstat, medmindre andet er bestemt i dette direktiv

23) »kreditinstitutter«: kreditinstitutter som defineret i direktiv 2000/12/EF

24) »administrationsselskab for et investeringsinstitut (UCITS)«: et administrationsselskab som defineret i Rådets direktiv 85/611/EØF af 20. december 1985 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter)(18)

25) »tilknyttet agent«: fysisk eller juridisk person, som på kun ét investeringsselskabs fulde og betingelsesløse ansvar, for hvis regning der handles over for kunder eller potentielle kunder markedsfører investeringsservice og accessoriske tjenesteydelser, modtager og formidler kundens instrukser eller ordrer vedrørende investeringstjenesteydelser eller finansielle instrumenter, placerer finansielle instrumenter og/eller rådgiver kunder eller potentielle kunder om sådanne finansielle instrumenter eller tjenesteydelser

26) »filial«: et andet forretningssted end hovedkontoret, som er en del af et investeringsselskab uden status som juridisk person, og som udøver investeringsservice eller -aktiviteter, og som også kan udføre accessoriske tjenesteydelser af den art, som investeringsselskabet har fået tilladelse til. Alle forretningssteder, der oprettes i samme medlemsstat af et investeringsselskab med hjemsted i en anden medlemsstat, anses for at være en enkelt filial

27) »kvalificeret deltagelse«: direkte eller indirekte besiddelse af mindst 10 af kapitalen eller stemmerettighederne, som defineret i artikel 92 i Rådets direktiv 2001/34/EØF, eller en besiddelse, som giver mulighed for at udøve en betydelig indflydelse på ledelsen af det investeringsselskab, hvori der besiddes en kapitalandel

28) »modervirksomhed«: en modervirksomhed som defineret i artikel 1 og 2 i Rådets syvende direktiv 83/349/EØF af 13. juni 1983 om konsoliderede regnskaber(19)

29) »dattervirksomhed«: en dattervirksomhed som defineret i artikel 1 og 2 i direktiv 83/349/EØF, herunder enhver dattervirksomhed af en dattervirksomhed af den øverste modervirksomhed

30) »kontrol«: kontrol som defineret i artikel 1 i direktiv 83/349/EØF

31) »snævre forbindelser«: en situation, hvor to eller flere fysiske eller juridiske personer er knyttet til hinanden gennem:

a) kapitalinteresser hvorved forstås besiddelse af mindst 20 af stemmerettighederne eller af kapitalen i en virksomhed, enten direkte eller gennem kontrol, eller

b) kontrol forstået som forholdet mellem en modervirksomhed og en dattervirksomhed i alle de tilfælde, der er nævnt i artikel 1, stk. 1 og 2, i direktiv 83/349/EØF, eller et tilsvarende forhold mellem enhver fysisk eller juridisk person og en virksomhed. Enhver

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

dattervirksomhed af en dattervirksomhed anses også for at være dattervirksomhed af den modervirksomhed, som står i spidsen for disse foretagender.

En situation, hvor to eller flere fysiske eller juridiske personer er varigt forbundet med én og samme person ved et kontrolforhold, anses ligeledes for en snæver forbindelse mellem disse personer.

2. For at tage hensyn til udviklingen på de finansielle markeder og sikre en ensartet anvendelse af dette direktiv kan Kommissionen efter proceduren i artikel 64, stk. 2, tydeliggøre definitionerne i stk. 1 i denne artikel.

AFSNIT II
MEDDELELSE AF TILLADELSE TIL SAMT VILKÅR FOR DRIFT AF INVESTERINGSSELSKABER

KAPITEL I
BETINGELSER OG PROCEDURER FOR MEDDELELSE AF TILLADELSE

Artikel 5
Betingelser for meddelelse af tilladelse

1. Den enkelte medlemsstat stiller krav om, at udøvelse af investeringsservice eller -aktiviteter som et fast erhverv eller virksomhed på et professionelt grundlag betinges af en forudgående tilladelse meddelt i henhold til dette kapitels bestemmelser. En sådan tilladelse meddeles af den af hjemlandet i henhold til artikel 48 udpegede kompetente myndighed.

2. Uanset stk. 1 giver medlemsstaterne alle markedsoperatører tilladelse til at drive en MHF, såfremt det forud er fastslået, at de overholder bestemmelserne i dette kapitel, bortset fra artikel 11 og 15.

3. Medlemsstaterne opretter et register over alle investeringsselskaber. Registeret skal være offentlig tilgængeligt og indeholde oplysninger om den investeringsservice og/eller -virksomhed, investeringsselskabet har tilladelse til at udøve. Registeret skal ajourføres løbende.

4. Den enkelte medlemsstat stiller krav om, at:

- et investeringsselskab, som er en juridisk person, har sit hovedkontor i samme medlemsstat som sit vedtægtsmæssige hjemsted.

- et investeringsselskab, som ikke er en juridisk person, eller et investeringsselskab, som er en juridisk person, men som i henhold til national ret ikke har noget vedtægtsmæssigt hjemsted, har sit hovedkontor i den medlemsstat, hvor det rent faktisk driver forretning.

5. For så vidt angår investeringsselskaber, der alene yder investeringsrådgivning eller modtagelse og formidling af ordrer på betingelserne i artikel 3, kan medlemsstaterne give den kompetente myndighed bemyndigelse til, under iagttagelse af de i artikel 48, stk. 2, omhandlede betingelser at uddelegere de administrative, forberedende eller accessoriske opgaver i forbindelse med meddelelse af tilladelse.

Artikel 6
Tilladelsens rækkevidde

1. Hjemlandet sikrer, at det i tilladelsen specificeres, hvilke former for investeringsservice og -aktiviteter, investeringsselskabet har tilladelse til at yde. Tilladelsen kan dække en eller flere af de accessoriske tjenesteydelser, der er anført i afsnit B i bilag I. Der kan under ingen omstændigheder meddeles tilladelse til alene at yde accessoriske tjenesteydelser.

2. Et investeringsselskab, der ønsker tilladelse til at udvide sin virksomhed til at omfatte supplerende investeringsservice, -aktiviteter eller accessoriske tjenesteydelser, der ikke var forudset, da den oprindelige tilladelse blev givet, skal indgive ansøgning om udvidelse af sin tilladelse.

3. Tilladelsen gælder for hele Fællesskabet og giver et investeringsselskab tilladelse til at levere de tjenesteydelser eller udøve den virksomhed, det har fået tilladelse til, i hele Fællesskabet, enten ved at oprette en filial eller som led i den frie udveksling af tjenesteydelser.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Artikel 7
Procedure for meddelelse af og afslag på tilladelse

1. Den kompetente myndighed meddeler ikke tilladelse, medmindre og før den er overbevist om, at ansøgeren opfylder samtlige betingelser i de bestemmelser, der vedtages i medfør af dette direktiv.

2. Investeringsselskabet skal fremlægge alle de oplysninger - herunder en driftsplan, hvori bl.a. angives arten af de forretninger, der påtænkes udført, samt investeringsselskabets organisatoriske struktur - som den kompetente myndighed har brug for til at sikre sig, at investeringsselskabet, når den første tilladelse gives, har truffet alle nødvendige forholdsregler til at opfylde sine forpligtelser i henhold til dette kapitel.

3. Ansøgeren skal inden seks måneder efter indgivelsen af en komplet ansøgning have meddelelse om, hvorvidt tilladelse er givet eller ej.

Artikel 8
Inddragelse af tilladelser

Den kompetente myndighed kan inddrage et investeringsselskabs tilladelse, hvis investeringsselskabet:

a) ikke gør brug af tilladelsen inden 12 måneder, udtrykkelig giver afkald herpå eller ikke har ydet investeringsservice eller udført investeringsaktiviteter i de forudgående seks måneder, medmindre der i den pågældende medlemsstat findes bestemmelser om, at tilladelse bortfalder i sådanne tilfælde

b) har opnået tilladelse ved brug af urigtige erklæringer eller på anden uretmæssig vis

c) ikke længere opfylder de betingelser, hvorpå tilladelsen blev meddelt, som f.eks. overholdelse af betingelserne i direktiv 93/6/EØF

d) har gjort sig skyldigt i alvorlig og systematisk overtrædelse af de bestemmelser om investeringsselskabers vilkår for drift, der vedtages i medfør af dette direktiv

e) er omfattet af forhold, hvor national ret, i spørgsmål som ikke er omfattet af dette direktiv, medfører, at tilladelsen inddrages.

Artikel 9
Personer, der faktisk leder investeringsselskabets forretninger

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at de personer, der rent faktisk leder investeringsselskabets forretninger, har et tilstrækkeligt godt omdømme og tilstrækkelige erfaringer til at sikre en sund og forsigtig ledelse af investeringsselskabet.

Hvis en markedsoperatør, som ansøger om tilladelse til at drive en MHF, og de personer, som rent faktisk leder MHF'ens forretninger, er de samme, som rent faktisk leder det regulerede markeds forretninger, anses disse personer for at opfylde de i første afsnit omhandlede krav.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskabet underretter den kompetente myndighed om eventuelle ledelsesændringer og samtidig forelægger denne alle oplysninger, der er nødvendige for at vurdere, om den nyudnævnte ledelse har et tilstrækkeligt godt omdømme og tilstrækkelige erfaringer.

3. Den kompetente myndighed afslår at meddele tilladelse, hvis den ikke er overbevist om, at de personer, der faktisk leder investeringsselskabets forretninger, har et tilstrækkeligt godt omdømme og tilstrækkelige erfaringer, eller hvis der er objektive og påviselige grunde til at tro, at de foreslåede ledelsesændringer er til fare for en sund og forsigtig forvaltning af investeringsselskabet.

4. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber ledes af mindst to personer, der opfylder betingelserne i stk. 1.

Uanset første afsnit kan medlemsstaterne meddele tilladelse til investeringsselskaber, der er fysiske personer, eller investeringsselskaber, der er juridiske personer, og som i overensstemmelse med deres vedtægter og national ret ledes af én fysisk person. Medlemsstaterne skal dog stille krav om, at der er truffet alternative foranstaltninger, som sikrer en sund og forsigtig ledelse af sådanne investeringsselskaber.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Artikel 10
Aktionærer og selskabsdeltagere med kvalificeret andel

1. De kompetente myndigheder meddeler først tilladelse til et investeringsselskabs udøvelse af investeringsservice eller -aktiviteter, når de har fået underretning om identiteten af de aktionærer eller selskabsdeltagere, som direkte eller indirekte, i form af fysiske eller juridiske personer, besidder kvalificerede andele, samt størrelsen heraf.

De kompetente myndigheder afslår at meddele tilladelse, hvis de under hensyn til behovet for at sikre en sund og forsigtig ledelse af et investeringsselskab, ikke er overbeviste om, at aktionærer og selskabsdeltagere, der besidder en kvalificeret andel, er egnede.

Såfremt der består snævre forbindelser mellem investeringsselskabet og andre fysiske eller juridiske personer, meddeler den kompetente myndighed alene tilladelse, hvis disse forbindelser ikke forhindrer den kompetente myndighed i effektivt at udøve sit tilsynshverv.

2. Den kompetente myndighed afslår at meddele tilladelse, hvis de love og forskrifter i et tredjeland, som gælder for en eller flere fysiske eller juridiske personer, med hvilke selskabet har snævre forbindelser, eller vanskeligheder med at håndhæve disse love og forskrifter forhindrer den kompetente myndighed i effektivt at udøve sit tilsynshverv.

3. Medlemsstaterne stiller krav om, at enhver fysisk eller juridisk person, der påtænker direkte eller indirekte at erhverve eller afhænde en kvalificeret andel i et investeringsselskab, forinden i overensstemmelse med andet afsnit skal give den kompetente myndighed meddelelse om størrelsen af den andel, der bliver resultatet. Disse personer skal ligeledes give den kompetente myndighed meddelelse herom, hvis de har til hensigt at øge eller mindske deres kvalificerede andel, hvis resultatet heraf bliver, at deres andel af stemmerettigheder eller kapitalandele når op på eller overstiger eller når ned under tærsklen på 20 , 33 eller 50 , eller at investeringsselskabet bliver eller ophører med at være deres dattervirksomhed.

Den kompetente myndighed afslår, inden for en frist på højst tre måneder fra datoen for den i første afsnit nævnte meddelelse om en påtænkt erhvervelse, at give tilladelse til sådanne påtænkte ændringer i ejerandele, hvis den under hensyn til behovet for at sikre en sund og forsigtig forvaltning af investeringsselskabet ikke mener, at de i første afsnit nævnte personer er egnede, jf. dog stk. 4. Hvis den kompetente myndighed ikke afslår at meddele tilladelse, kan den fastsætte en frist for gennemførelsen.

4. Hvis erhververen af de i stk. 3 omhandlede kapitalandele er et investeringsselskab, et kreditinstitut, et forsikringsselskab eller et UCITS' administrationsselskab, der har fået tilladelse i en anden medlemsstat, eller et investeringsselskabs, kreditinstituts, forsikringsselskabs eller UCITS' administrationsselskabs modervirksomhed, der har fået tilladelse i en anden medlemsstat, eller en person, der kontrollerer et investeringsselskab, kreditinstitut, forsikringsselskab eller et UCITS' administrationsselskab, der har fået tilladelse i en anden medlemsstat, og hvis det berørte selskab som følge af denne erhvervelse bliver erhververens dattervirksomhed eller kommer under dennes kontrol, foretages vurderingen af erhvervelsen med forbehold af den i artikel 60 nævnte forudgående konsultation.

5. Medlemsstaterne stiller krav om, at et investeringsselskab, hvis det får kendskab til erhvervelser eller afhændelser af kapitalandele, som bevirker, at andelen overstiger eller når ned under en af de i stk. 3, første afsnit, omhandlede tærskler, straks skal underrette den kompetente myndighed herom.

Endvidere meddeler investeringsselskaberne mindst en gang om året den kompetente myndighed navnene på de aktionærer eller selskabsdeltagere, som besidder en kvalificeret andel, samt dennes størrelse, således som det f.eks. fremgår af de oplysninger, der gives på den årlige generalforsamling for aktionærer eller selskabsdeltagere, eller af de oplysninger, som modtages i henhold til de bestemmelser, der gælder for selskaber, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked.

6. Medlemsstaterne stiller krav om, at den

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

kompetente myndighed i tilfælde af, at de i stk. 1, første afsnit, omhandlede personer gør deres indflydelse gældende på en måde, der kan modvirke en sund og forsigtig ledelse af investeringsselskabet, træffer de fornødne foranstaltninger til at bringe denne situation til ophør.

Sådanne foranstaltninger kan bestå i anmodning om retsafgørelser og/eller anvendelse af sanktioner over for de ledelsesansvarlige eller suspension af de stemmerettigheder, der er knyttet til de pågældende aktionærers eller selskabsdeltageres aktier eller andele.

Lignende foranstaltninger anvendes over for personer, som ikke overholder forpligtelsen til forudgående underretning om erhvervelse eller forøgelse af en kvalificeret deltagelse. Hvis en kapitalandel erhverves mod den kompetente myndigheds vilje, skal medlemsstaterne, uafhængigt af andre sanktioner, der måtte blive anvendt, sørge for, at de dertil hørende stemmerettigheder enten suspenderes, eller at de afgivne stemmer erklæres ugyldige eller annulleres.

Artikel 11
Medlemskab af en godkendt investorgarantiordning

Den kompetente myndighed kontrollerer, at foretagender, der ansøger om tilladelse til at udøve virksomhed som investeringsselskab, når tilladelsen meddeles, opfylder deres forpligtelser i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 97/9/EF af 3. marts 1997 om investorgarantiordninger(20).

Artikel 12
Startkapital

Medlemsstaterne sikrer, at de kompetente myndigheder kun meddeler tilladelse, hvis investeringsselskabet under hensyn til den påtænkte type investeringsservice eller -aktiviteter og i overensstemmelse med kravene i direktiv 93/6/EØF har tilstrækkelig startkapital.

Indtil der er foretaget en revision af direktiv 93/6/EØF, skal investeringsselskaber som omhandlet i artikel 67 opfylde kapitalkravene i denne artikel.

Artikel 13
Organisatoriske krav

1. Hjemlandet stiller krav om, at investeringsselskaber opfylder de i stk. 2-8 fastsatte organisatoriske krav.

2. Et investeringsselskab skal opstille sådanne regler og procedurer, som måtte være nødvendige til sikring af, at selskabet, herunder dets ledere, ansatte og tilknyttede agenter, overholder selskabets forpligtelser i henhold til dette direktivs bestemmelser samt passende regler for disse personers personlige transaktioner.

3. Et investeringsselskab skal til stadighed have og anvende effektive organisatoriske og administrative ordninger med henblik på at træffe sådanne rimelige foranstaltninger, som måtte være nødvendige for at hindre interessekonflikter, jf. artikel 18, der kan skade dets kunders interesser.

4. Et investeringsselskab skal, inden for rimelighedens grænser, træffe sådanne foranstaltninger, som måtte være nødvendige for at sikre kontinuitet og regelmæssighed i udøvelsen af investeringsservice og -aktiviteter. Investeringsselskabet anvender med henblik herpå hensigtsmæssige og forholdsmæssigt afpassede systemer, ressourcer og procedurer.

5. Et investeringsselskab skal sørge for, at det, når det gør brug af tredjemand til udførelse af operationelle funktioner, der er afgørende for, at der kan ydes kunderne en vedvarende og tilfredsstillende service og udføres investeringsaktiviteter på et vedvarende og tilfredsstillende grundlag, træffer sådanne rimelige foranstaltninger, som måtte være nødvendige for at undgå unødige supplerende operationelle risici. Væsentlige operationelle funktioner må ikke overlades til tredjemand på en måde, at kvaliteten af selskabernes interne kontrol og den tilsynsførendes mulighed for at føre tilsyn med, om selskabet opfylder alle sine forpligtelser, materielt forringes.

Et investeringsselskab skal have en sund administrativ og regnskabsmæssig praksis, interne kontrolmekanismer, effektive procedurer til risikovurdering og effektive kon-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

trol- og sikkerhedsforanstaltninger på edb-området.

6. Et investeringsselskab skal opbevare lister over udførte tjenesteydelser og transaktioner, der er så fyldestgørende, at den kompetente myndighed på grundlag heraf kan kontrollere, om kravene i henhold til dette direktiv opfyldes, og især forvisse sig om, at investeringsselskabet har opfyldt alle sine forpligtelser over for sine kunder eller potentielle kunder.

7. Et investeringsselskab skal, såfremt det opbevarer finansielle instrumenter tilhørende kunder, træffe sådanne foranstaltninger, som måtte være nødvendige for at beskytte kunders ejendomsret, navnlig hvis investeringsselskabet skulle blive insolvent, samt for at hindre anvendelse af kundernes finansielle instrumenter for egen regning, medmindre disse har givet deres udtrykkelige samtykke hertil.

8. Et investeringsselskab skal, når det opbevarer midler tilhørende kunder, træffe sådanne foranstaltninger, som måtte være nødvendige for at beskytte kundernes rettigheder og, medmindre der er tale om kreditinstitutter, hindre anvendelse af kundernes midler for egen regning.

9. For så vidt angår investeringsselskabers filialer, håndhæver den kompetente myndighed i den medlemsstat, hvor filialen er beliggende, den i stk. 6 fastsatte forpligtelse med hensyn til filialens transaktioner, uden at dette berører den mulighed, den kompetente myndighed i investeringsselskabets hjemland har for at få direkte adgang til listerne.

10. For at tage hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder og sikre en ensartet anvendelse af stk. 2-9 vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 64, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser, som nærmere angiver de konkrete organisatoriske krav, der skal opfyldes af investeringsselskaber, der udfører forskellige former for investeringsservice og/eller -aktiviteter og accessoriske tjenesteydelser eller kombinationer heraf.

Artikel 14
Handelsprocessen og afslutning af transaktioner i en MHF

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber eller markedsoperatører, der driver en MHF, ud over at opfylde kravene i artikel 13 fastlægger gennemsigtige og faste regler og procedurer, der sikrer fair og korrekt handel, og fastlægger objektive kriterier for effektiv udførelse af ordrer.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber eller markedsoperatører, der driver en MHF, opstiller gennemsigtige regler for kriterierne til bestemmelse af, hvilke finansielle instrumenter, der kan handles i dettes systemer.

Medlemsstaterne stiller krav om, når det er relevant, at investeringsselskaber eller markedsoperatører, der driver en MHF, giver eller forvisser sig om, at der er adgang til offentligt tilgængelige oplysninger, der er tilstrækkelige til, at brugerne, under hensyn både til disses karakteristika og til de handlede instrumenttyper, kan foretage en investeringsbedømmelse.

3. Medlemsstaterne sikrer også, at artikel 19, 21 og 22 ikke finder anvendelse på transaktioner, der gennemføres i henhold til de regler, der gælder for en MHF mellem dennes medlemmer eller deltagere eller mellem en MHF og dennes medlemmer eller deltagere i forbindelse med anvendelsen af MHF'en. MHF'ens medlemmer eller deltagere skal imidlertid overholde de i artikel 19, 21 og 22 omhandlede forpligtelser over for deres kunder, når de på kundernes vegne udfører disses ordrer gennem en MHF's systemer.

4. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber eller markedsoperatører, der driver en MHF, efter objektive kriterier fastlægger og til stadighed har gennemsigtige regler for adgang til MHF'ens faciliteter. Disse regler skal opfylde de i artikel 42, stk. 3, opstillede krav.

5. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber eller markedsoperatører, der driver en MHF, tydeligt underretter deres brugere om deres respektive ansvar for afregning af transaktioner, der gennemføres

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

via faciliteten. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber eller markedsoperatører, der driver en MHF, indfører de nødvendige ordninger til en let og effektiv afregning af transaktioner, der gennemføres gennem MHF'ens systemer.

6. Når et værdipapir, der er optaget til handel på et reguleret marked, også handles på en MHF uden udstederens samtykke, påhviler der ikke udstederen nogen forpligtelse til hverken indledningsvis, løbende eller på ad hoc-basis at videregive finansielle oplysninger til denne MHF.

7. Medlemsstaterne stiller krav om, at et investeringsselskab eller en markedsoperatør, der driver en MHF, straks efterkommer eventuelle instrukser fra deres kompetente myndighed i henhold til artikel 50, stk. 1, om at suspendere handelen med et finansielt instrument eller fjerne dette fra handelen.

Artikel 15
Forbindelser med tredjelande

1. Medlemsstaterne underretter Kommissionen om alle generelle vanskeligheder, som deres investeringsselskaber møder i forbindelse med etablering, ydelse af investeringsservice og/eller udførelse af investeringsaktiviteter i et tredjeland.

2. Hvis Kommissionen på grundlag af oplysninger, der forelægges den i henhold til stk. 1, konstaterer, at et tredjeland ikke giver EF-investeringsselskaber en faktisk markedsadgang svarende til den, Fællesskabet giver investeringsselskaber fra dette tredjeland, kan den forelægge Rådet forslag til et passende forhandlingsmandat med henblik på at opnå tilsvarende konkurrencevilkår for EF-investeringsselskaber. Rådet træffer afgørelse med kvalificeret flertal.

3. Hvis Kommissionen på grundlag af oplysninger, der forelægges den i henhold til stk. 1, konstaterer, at EF-investeringsselskaber i et tredjeland ikke får en national behandling, der giver dem samme konkurrencevilkår som indenlandske investeringsselskaber, og at betingelsen »faktisk markedsadgang« ikke er opfyldt, kan den indlede forhandlinger med henblik på at afhjælpe dette forhold.

Under de i første afsnit nævnte omstændigheder kan Kommissionen efter proceduren i artikel 64, stk. 2, på et hvilket som helst tidspunkt samtidig med, at der indledes forhandlinger, bestemme, at medlemsstaternes kompetente myndigheder skal indskrænke eller suspendere deres afgørelser om endnu ikke behandlede eller fremtidige ansøgninger om tilladelse og om erhvervelse af kapitalandele foretaget af direkte eller indirekte modervirksomheder, som henhører under det pågældende tredjelands lovgivning. En sådan indskrænkning eller suspension må ikke anvendes, når investeringsselskaber, som behørigt har fået meddelt tilladelse i Fællesskabet, eller deres dattervirksomheder opretter dattervirksomheder, eller når sådanne investeringsselskaber eller dattervirksomheder erhverver kapitalandele i et EF-investeringsselskab. Sådanne foranstaltningers varighed må ikke overstige tre måneder.

Inden udløbet af den i andet afsnit nævnte frist på tre måneder kan Kommissionen i lyset af forhandlingsresultaterne efter proceduren i artikel 64, stk. 2, beslutte at forlænge disse foranstaltninger.

4. Hvis Kommissionen konstaterer et af de i stk. 2 og 3 nævnte forhold, skal medlemsstaterne efter anmodning fra Kommissionen underrette denne om:

a) enhver ansøgning om meddelelse af tilladelse til en direkte eller indirekte dattervirksomhed af en modervirksomhed, som henhører under det pågældende tredjelands lovgivning

b) enhver plan, som de får forelagt i henhold til artikel 10, stk. 3, om en sådan modervirksomheds erhvervelse af kapitalandele i et EF-investeringsselskab, som bevirker, at investeringsselskabet bliver dens dattervirksomhed.

Denne underretningspligt bortfalder, når der er indgået aftale med det pågældende tredjeland, eller når de i stk. 3, andet og tredje afsnit, nævnte foranstaltninger ikke længere finder anvendelse.

5. Foranstaltninger, der træffes i medfør af denne artikel, skal være i overensstemmelse med Fællesskabets forpligtelser i henhold til

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

internationale - såvel bilaterale som multilaterale - aftaler om adgang til at påbegynde og udøve virksomhed som investeringsselskab.

KAPITEL II
VILKÅR FOR DRIFT AF INVESTERINGSSELSKABER

Afdeling 1
Generelle bestemmelser

Artikel 16
Regelmæssig revision af betingelserne for meddelelse af den første tilladelse

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at et investeringsselskab, der er meddelt tilladelse på deres område, til enhver tid opfylder de i dette afsnits kapitel I omhandlede betingelser for meddelelse af den første tilladelse.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at de kompetente myndigheder fastsætter hensigtsmæssige metoder til at føre tilsyn med, at investeringsselskaber opfylder deres forpligtelser i henhold til stk. 1. De stiller krav om, at investeringsselskaber underretter de kompetente myndigheder om alle væsentlige ændringer af betingelserne for meddelelsen af den første tilladelse.

3. For så vidt angår investeringsselskaber, der alene yder investeringsrådgivning, kan medlemsstaterne give den kompetente myndighed bemyndigelse til, i overensstemmelse med de i artikel 48, stk. 2, omhandlede betingelser, at uddelegere de administrative, forberedende eller accessoriske opgaver i forbindelse med gennemgangen af betingelserne for meddelelsen af den første tilladelse.

Artikel 17
Almindelige forpligtelser til at føre løbende tilsyn

1. Medlemsstaterne sikrer, at de kompetente myndigheder fører tilsyn med investeringsselskabers virksomhed for at kunne vurdere, om disse opfylder de i dette direktiv omhandlede driftsbetingelser. Medlemsstaterne sikrer, at der er truffet de nødvendige foranstaltninger til, at de kompetente myndigheder kan få de oplysninger, der er påkrævet for at vurdere, om investeringsselskabet overholder disse forpligtelser.

2. For så vidt angår investeringsselskaber, der alene yder investeringsrådgivning, kan medlemsstaterne give den kompetente myndighed bemyndigelse til, under iagttagelse af de i artikel 48, stk. 2, omhandlede betingelser, at uddelegere de administrative, forberedende eller accessoriske opgaver i forbindelse med regelmæssigt tilsyn med de operationelle krav.

Artikel 18
Interessekonflikter

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber træffer alle rimelige forholdsregler til at kunne påvise interessekonflikter mellem selskaberne selv, herunder deres ledere, ansatte og tilknyttede agenter eller enhver anden person, der direkte eller indirekte er forbundet med selskaberne ved et kontrolforhold, og selskabernes kunder, eller mellem kunderne indbyrdes, som opstår ved udførelsen af investeringsservice og accessoriske tjenesteydelser eller kombinationer heraf.

2. Hvis de organisatoriske eller administrative ordninger, der i overensstemmelse med artikel 13, stk. 3, er indført af investeringsselskabet for at styre interessekonflikter, ikke er tilstrækkelige til med rimelig sikkerhed at kunne sikre forebyggelse af risikoen for at kunders interesser skades, skal investeringsselskabet klart oplyse kunden om interessekonflikternes generelle karakter og/eller kilder, inden det påtager sig opgaver for kundens regning.

3. For at tage hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder og sikre ensartet anvendelse af stk. 1 og 2 vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 64, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser med henblik på at:

a) fastlægge de forholdsregler, investeringsselskaber med rimelighed kan forventes at træffe for at påvise, forhindre, styre og/eller oplyse om interessekonflikter, når de udfører forskellige former for investeringsservice og accessoriske tjenesteydelser eller kombinationer heraf

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

b) opstille passende kriterier for at bestemme de interessekonflikttyper, som kan skade investeringsselskabets kunders eller potentielle kunders interesser.

Afdeling 2
Bestemmelser til sikring af investorbeskyttelse

Artikel 19
God forretningsskik ved ydelse af investeringsservice til kunder

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at et investeringsselskab, når det yder kunder investeringsservice og/eller, når det er relevant, accessoriske tjenesteydelser, handler ærligt, redeligt og professionelt i sine kunders bedste interesse, og navnlig overholder de i stk. 2-8 omhandlede principper.

2. Alle oplysninger, herunder markedsføringsmateriale, som investeringsselskabet sender til kunder eller potentielle kunder, skal være reelle, klare og ikke-vildledende. Markedsføringsmateriale skal tydeligt fremstå som sådant.

3. Der skal gives relevante oplysninger til kunder eller potentielle kunder i en form, der er forståelig om:

- investeringsselskabet og dets tjenesteydelser

- finansielle instrumenter og foreslåede investeringsstrategier; dette bør omfatte relevant vejledning og relevante advarsler om de risici, der er forbundet med investering i de pågældende instrumenter eller i forbindelse med særlige investeringsstrategier

- handelssystemer og

- omkostninger og dertil knyttede gebyrer,

således at de i rimeligt omfang kan forstå investeringsservicens og den tilbudte specifikke type finansielt instruments art og risici og dermed til at træffe investeringsbeslutninger på kvalificeret grundlag. Disse oplysninger kan gives i et standardiseret format.

4. Når investeringsselskabet yder investeringsrådgivning eller porteføljepleje, skal det indhente de nødvendige oplysninger om kundens eller den potentielle kundes kendskab til og erfaring på det investeringsområde, som er relevant for den specifikke type produkt eller service, hans finansielle situation og investeringsmål, så selskabet kan anbefale kunden eller den potentielle kunde den investeringsservice og de finansielle instrumenter, der egner sig for vedkommende.

5. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber, som leverer andre investeringsserviceydelser end dem, der er omhandlet i stk. 4, udbeder sig oplysninger fra kunden eller den potentielle kunde om dennes kendskab til og erfaring på det investeringsområde, som er relevant for den specifikke type produkt eller service, der udbydes eller efterspørges, så investeringsselskabet kan vurdere, om den påtænkte investeringsservice eller det påtænkte investeringsprodukt er hensigtsmæssig(t) for kunden.

Hvis investeringsselskabet på grundlag af de oplysninger, som det har modtaget i medfør af første afsnit, finder, at produktet eller tjenesteydelsen ikke er hensigtsmæssig for kunden eller den potentielle kunde, advarer investeringsselskabet kunden eller den potentielle kunde. Denne advarsel kan gives i et standardiseret format.

Hvis kunden eller den potentielle kunde vælger ikke at give de oplysninger, der er omhandlet i første afsnit, eller giver utilstrækkelige oplysninger om sit kendskab og sine erfaringer, skal investeringsselskabet advare kunden eller den potentielle kunde om, at et sådant valg gør det umuligt for selskabet at afgøre, om tjenesteydelsen eller produktet er hensigtsmæssig for vedkommende. Denne advarsel kan gives i et standardiseret format.

6. Medlemsstaterne tillader, at investeringsselskaber, når de yder investeringsservice, som udelukkende består i at udføre kundens ordrer og/eller at modtage og formidle disse ordrer med eller uden accessoriske tjenesteydelser, yder denne investeringsservice, uden at det er nødvendigt at indhente de oplysninger eller træffe den afgørelse, som er omhandlet i stk. 5, hvis alle nedenstående betingelser er opfyldt:

- ovennævnte tjenesteydelser vedrører aktier, der er optaget til handel på et reguleret

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

marked eller på et tilsvarende tredjelandsmarked, pengemarkedsinstrumenter, obligationer og andre gældsinstrumenter (dog undtaget obligationer eller gældsbeviser, som omfatter et afledt instrument), UCITS og andre ikke komplekse finansielle instrumenter Et tredjelandsmarked anses for at svare til et reguleret marked, når det opfylder krav svarende til de i afsnit III fastsatte. Kommissionen offentliggør en fortegnelse over de markeder, der anses for at være tilsvarende markeder. Denne fortegnelse ajourføres regelmæssigt

- tjenesteydelsen ydes på kundens eller den potentielle kundes initiativ

- kunden eller den potentielle kunde er klart blevet underrettet om, at investeringsselskabet ved ydelsen af den tjenesteydelse ikke har pligt til at vurdere det leverede eller tilbudte instruments eller den ydede eller tilbudte tjenesteydelses hensigtsmæssighed, og at vedkommende derfor ikke nyder godt af den hermed forbundne beskyttelse, som reglerne om god forretningsskik giver. Denne advarsel kan gives i et standardiseret format

- investeringsselskabet opfylder forpligtelserne i artikel 18.

7. Investeringsselskabet registrerer kunden i sit kundekartotek med det eller de dokumenter, som indeholder selskabets og kundens aftale, og hvori er anført parternes rettigheder og forpligtelser samt de øvrige betingelser, som gælder for selskabets tjenesteydelser til kunden. Parternes kontraktlige rettigheder og forpligtelser kan medtages ved henvisning til andre dokumenter eller lovtekster.

8. Kunden skal fra investeringsselskabet modtage fyldestgørende rapporter om selskabets service til sine kunder. Rapporterne skal, hvor det er relevant, omfatte omkostninger i forbindelse med de transaktioner og tjenesteydelser, der er gennemført for kundens regning.

9. Hvis en investeringsservice indgår som en del af et finansielt produkt, som allerede er omfattet af andre bestemmelser om risikovurdering af kunder og/eller oplysningskrav i fællesskabslovgivningen eller fælles europæiske standarder i forbindelse med kreditinstitutter og forbrugerkredit, omfattes denne service ikke tillige af de i denne artikel omhandlede forpligtelser.

10. For at sikre den nødvendige investorbeskyttelse og ensartet anvendelse af stk. 1-8 vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 64, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser, der sikrer, at investeringsselskaberne overholder principperne i stk. 1-8, når de leverer investeringsservice eller accessoriske tjenesteydelser til deres kunder. Gennemførelsesbestemmelserne skal tage hensyn til:

a) Den eller de til kunden eller den potentielle kunde tilbudte eller leverede tjenesteydelsers art, idet der tages hensyn til transaktionernes type, genstand, omfang og hyppighed

b) arten af de finansielle instrumenter, der tilbydes eller påtænkes

c) om kunden eller de potentielle kunder er detailinvestor(er) eller professionel(le) investor(er)

Artikel 20
Levering af tjenesteydelser via et andet investeringsselskab

Medlemsstaterne tillader, at et investeringsselskab, der gennem et andet investeringsselskab modtager instrukser om at udføre investeringer eller accessoriske tjenesteydelser for en kundes regning, henholder sig til kundeoplysninger fra sidstnævnte selskab. Det investeringsselskab, som formidler instrukserne, forbliver ansvarlig for, at de formidlede oplysninger er komplette og nøjagtige.

Et investeringsselskab, der på denne måde modtager instruks om at udføre tjenesteydelser for en kundes regning, skal også kunne henholde sig til eventuelle anbefalinger vedrørende tjenesteydelsen eller transaktionen, som kunden måtte have modtaget fra et andet investeringsselskab. Det investeringsselskab, som formidler instrukserne, forbliver ansvarlig for, at de givne anbefalinger eller råd er relevante for kunden.

Et investeringsselskab, som modtager kun-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ders instrukser eller ordrer gennem et andet investeringsselskab, forbliver ansvarlig for, at tjenesteydelsen eller transaktionen på grundlag af sådanne eventuelle oplysninger eller anbefalinger gennemføres efter de relevante bestemmelser i dette afsnit.

Artikel 21
Pligt til at udføre ordrer på de for kunden gunstigste betingelser

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber, når de udfører ordrer, træffer alle rimelige forholdsregler for at opnå det bedst mulige resultat for deres kunder, idet de tager hensyn til pris, omkostninger, hurtighed, gennemførelses- og afregningssandsynlighed, omfang, art og andre eventuelle overvejelser med relevans for udførelsen af ordren. Investeringsselskabet er dog, når der foreligger en specifik instruks fra kunden, altid forpligtet til at udføre ordren efter den specifikke instruks.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber etablerer og anvender effektive ordninger til overholdelse af stk. 1. Navnlig stiller medlemsstaterne krav om, at investeringsselskaber opstiller og anvender en ordreudførelsespolitik, der sætter dem i stand til at opnå det bedst mulige resultat for deres kunders ordrer, jf. stk. 1.

3. Ordreudførelsespolitikken skal, for hver enkelt instrumentkategori, omfatte oplysninger om de forskellige handelssystemer, hvorigennem investeringsselskabet udfører kundeordrer, og de faktorer, der påvirker valget af handelssystem. Den skal mindst omfatte de systemer, der sætter investeringsselskabet i stand til til stadighed at opnå de bedste resultater ved udførelsen af kundeordrer.

Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber giver deres kunder fyldestgørende oplysninger om deres ordreudførelsespolitik. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber indhenter deres kunders forudgående samtykke til ordreudførelsespolitikken.

Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber, hvis ordreudførelsespolitik gør det muligt at udføre kundens ordrer uden om et reguleret marked eller en MHF, navnlig skal give deres kunder eller potentielle kunder oplysning om denne mulighed. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber indhenter deres kunders forudgående udtrykkelige samtykke, inden de begynder at udføre kundernes ordrer uden om et reguleret marked eller en MHF. Investeringsselskabet kan indhente dette samtykke enten i form af en generel aftale eller for den enkelte transaktion.

4. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber kontrollerer, om deres ordreudførelsesordninger og udførelsespolitik fungerer efter hensigten, således at eventuelle mangler kan findes og i givet fald afhjælpes. De skal navnlig regelmæssigt vurdere, om de handelssystemer, der er en del af deres ordreudførelsespolitik, giver det bedst mulige resultat for kunden, eller om deres ordreudførelsesordninger bør ændres. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaberne giver deres kunder meddelelse om enhver væsentlig ændring af ordreudførelsesordninger eller ordreudførelsespolitik.

5. Medlemsstaterne skal også stille krav om, at investeringsselskaber på deres kunders anmodning skal kunne påvise over for disse, at de har ekspederet deres ordrer i overensstemmelse med selskabets ordreudførelsespolitik.

6. For at sikre den for investorerne nødvendige beskyttelse, redelige og velfungerende markeder samt ensartet anvendelse af stk. 1, 3 og 4 vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 64, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser vedrørende:

a) kriterierne for fastlæggelse af den relative betydning af de forskellige faktorer, der i medfør af stk. 1 kan tages i betragtning ved bestemmelse af, hvad der er det bedst mulige resultat, idet der tages hensyn til ordrens størrelse, og om kunden er en detail- eller professionel investor

b) faktorer, som et investeringsselskab kan tage i betragtning, når det reviderer sine ordreudførelsesordninger, og de omstændigheder, under hvilke ændringer af sådanne ordninger kan være påkrævet. Navnlig fak-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

torer til bestemmelse af, hvilke handelssystemer der sætter investeringsselskaber i stand til til stadighed at opnå det bedst mulige resultat ved udførelse af kundeordrer

c) art og omfang af de oplysninger, som kunder i medfør af stk. 3 skal have om selskabets ordreudførelsespolitik.

Artikel 22
Regler for behandling af kundeordrer

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber, der har tilladelse til at udføre ordrer for kunders regning, anvender procedurer og ordninger, som sikrer en øjeblikkelig, redelig og hurtig udførelse af kundeordrer set i forhold til andre kundeordrer eller investeringsselskabets handelsinteresser.

Disse procedurer eller ordninger skal gøre det muligt at udføre ellers sammenlignelige kundeordrer afhængig af, hvornår de er modtaget hos investeringsselskabet.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber, medmindre kunden udtrykkeligt bestemmer andet, i tilfælde af limiterede kundeordrer vedrørende aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked, som under gældende markedsvilkår ikke kan udføres øjeblikkelig, skal tage skridt til at fremme den hurtigst mulige gennemførelse af ordren ved straks at offentliggøre den limiterede kundeordre på en måde, der gør oplysningen let tilgængelig for andre markedsdeltagere. Medlemsstaterne kan beslutte, at investeringsselskaberne overholder denne forpligtelse når de formidler den limiterede kundeordre til et reguleret marked og/eller en MHF. Medlemsstaterne fastsætter, at de kompetente myndigheder kan undtage fra forpligtelsen til at offentliggøre en limiteret ordre, som er meget stor i forhold til den normale markedsstørrelse, jf. artikel 44, stk. 2.

3. For at sikre, at foranstaltninger til beskyttelse af investorer og til sikring af, at markederne fungerer redeligt og ordnet, tager hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder, og for at sikre ensartet anvendelse af stk. 1 og 2 vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 64, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser, som fastlægger:

a) betingelserne for og arten af de procedurer og ordninger, der fører til en øjeblikkelig, redelig og hurtig udførelse af kundeordrer, og de situationer eller handelstyper, hvor investeringsselskaber med rimelighed kan fravige reglen om øjeblikkelig udførelse for dermed at opnå gunstigere vilkår for kunderne

b) de forskellige metoder til vurdering af, om et investeringsselskab kan anses at have opfyldt sin forpligtelse til at videregive oplysninger til markedet om limiterede kundeordrer, der ikke skal udføres øjeblikkeligt.

Artikel 23
Investeringsselskabers forpligtelser, når de udpeger tilknyttede agenter

1. Medlemsstaterne kan beslutte at tillade, at et investeringsselskab udpeger tilknyttede agenter til at fremme salget af investeringsselskabets tjenesteydelser, hverve kunder eller modtage ordrer fra kunder eller potentielle kunder, formidle disse, placere finansielle instrumenter og rådgive om disse samt om de tjenesteydelser, der tilbydes af det pågældende investeringsselskab.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at et investeringsselskab, hvis det beslutter at udpege en tilknyttet agent, skal bevare det fulde og ubetingede ansvar for alle handlinger eller undladelser fra den tilknyttede agents side, når denne handler for selskabets regning. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskabet sørger for, at en tilknyttet agent oplyser alle kunder eller potentielle kunder om, i hvilken egenskab han handler, og hvilket selskab han repræsenterer, når han kontakter disse, eller inden han handler med dem.

Medlemsstaterne kan i overensstemmelse med artikel 13, stk. 6, 7, og 8, tillade, at tilknyttede agenter, som er registreret på deres område, forvalter kunders penge og/eller finansielle instrumenter på vegne af og under fuldt ansvar af det investeringsselskab, som de handler for på deres område eller, i tilfælde af grænseoverskridende virk-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

somhed, i en medlemsstat, som tillader, at en tilknyttet agent forvalter kunders penge.

Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber fører tilsyn med deres tilknyttede agenters virksomhed for at sikre, at de fortsat overholder bestemmelserne i dette direktiv, når de handler gennem tilknyttede agenter.

3. Medlemsstater, der beslutter at give investeringsselskaber tilladelse til at udpege tilknyttede agenter, opretter et offentligt register. Tilknyttede agenter optages i det offentlige register i den medlemsstat, hvor de er etableret.

Når den medlemsstat, hvor den tilknyttede agent er etableret, i henhold til stk. 1 har besluttet ikke at tillade, at de investeringsselskaber, der har fået meddelt tilladelse af deres kompetente myndigheder, udpeger tilknyttede agenter, optages disse tilknyttede agenter i registret hos den kompetente myndighed i hjemlandet for det investeringsselskab, på hvis vegne de handler.

Medlemsstaten sikrer, at tilknyttede agenter kun optages i det offentlige register, hvis det er godtgjort, at de har et tilstrækkeligt godt omdømme og er i besiddelse af den nødvendige almene, forretningsmæssige og faglige viden til præcist at kunne give kunden eller den potentielle kunde alle relevante oplysninger om den tilbudte tjenesteydelse.

Medlemsstaterne kan beslutte, at investeringsselskaber kan kontrollere, om de tilknyttede agenter, de har udpeget, har et tilstrækkeligt godt omdømme og er i besiddelse af den nødvendige viden, der nævnes i stk. 3, tredje afsnit.

Registeret skal ajourføres regelmæssigt. Det skal være offentlig tilgængeligt.

4. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber, der udpeger tilknyttede agenter, træffer de nødvendige foranstaltninger til at undgå eventuelle negative virkninger, som de af den tilknyttede agents aktiviteter, der ikke er omfattet af nærværende direktiv, kunne have på vedkommendes aktiviteter for investeringsselskabets regning.

Medlemsstaterne kan tillade kompetente myndigheder at samarbejde med investeringsselskaber og kreditinstitutter, disses sammenslutninger og andre organer om at registrere tilknyttede agenter og føre tilsyn med disses overholdelse af kravene i stk. 3. Tilknyttede agenter kan bl.a. registreres af et investeringsselskab, et kreditinstitut eller disses sammenslutninger og andre organer under den kompetente myndigheds tilsyn.

5. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber kun udpeger tilknyttede agenter, som er optaget i de i stk. 3 omhandlede offentlige registre.

6. Medlemsstaterne kan skærpe kravene i denne artikel eller tilføje andre krav for tilknyttede agenter, som er registreret i deres område.

Artikel 24
Transaktioner med godkendte modparter

1. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber, der har tilladelse til at udføre ordrer for kunders regning og/eller handle for egen regning og/eller modtage og formidle ordrer, kan tilvejebringe eller gennemføre transaktioner med godkendte modparter uden at være forpligtet til at opfylde de forpligtelser efter artikel 19, 21 og 22, stk. 1, i dette direktiv, der gælder for sådanne transaktioner eller for en accessorisk tjenesteydelse, der er direkte knyttet til sådanne transaktioner.

2. Som godkendte modparter i dette direktivs forstand anerkender medlemsstaterne investeringsselskaber, kreditinstitutter, forsikringsselskaber, UCITS og disses administrationsselskaber, pensionskasser og disses administrationsselskaber, andre finansielle enheder, der har fået tilladelse eller er underkastet regulering efter fællesskabslovgivningen eller en medlemsstats nationale lovgivning, virksomheder, der i henhold til artikel 2, stk. 1, litra k) og l), ikke er omfattet af nærværende direktiv, nationale regeringer og disses institutioner inklusive offentlige organer, der beskæftiger sig med offentlig gæld, centralbanker og overnationale organisationer.

Klassificering som godkendt modpart i henhold til det første afsnit anfægter ikke så-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

danne organers ret til at anmode om, generelt eller på ad-hoc-basis, at blive behandlet som kunder, hvis forretninger med investeringsselskabet er omfattet af artikel 19, 21 og 22.

3. Medlemsstaterne kan endvidere anerkende andre selskaber, der opfylder forud fastsatte forholdsmæssige krav, herunder kvantitative tærskler, som godkendte modparter. Ved transaktioner, hvor de potentielle modparter befinder sig i forskellige medlemsstater, skal investeringsselskabet respektere det andet selskabs status som bestemt ved lov eller forskrifter i den medlemsstat, hvor dette andet selskab er etableret.

Medlemsstaterne sikrer, at et investeringsselskab, når det indgår transaktioner i henhold til stk. 1 med sådanne selskaber, indhenter den potentielle modparts udtrykkelige bekræftelse af, at denne indvilliger i at blive behandlet som godkendt modpart. Medlemsstaterne tillader, at investeringsselskaber opnår dette samtykke enten i form af en generel aftale eller for den enkelte transaktion.

4. Medlemsstaterne kan anerkende tredjelandsenheder, som svarer til de i stk. 2 omhandlede kategorier, som godkendte modparter.

Medlemsstaterne kan også anerkende tredjelandsenheder som de i stk. 3 omhandlede som godkendte modparter på samme betingelser og efter samme krav som de i stk. 3 omhandlede.

5. For at sikre ensartet anvendelse af stk. 2, 3 og 4 under hensyn til ændret markedspraksis og for at sikre, at det indre marked fungerer efter hensigten, kan Kommissionen efter proceduren i artikel 64, stk. 2, vedtage gennemførelsesbestemmelser, der fastsætter:

a) procedurer for anmodning om at blive behandlet som kunder i henhold til stk. 2

b) procedurer for indhentning af potentielle modparters udtrykkelige samtykke i henhold til stk. 3

c) de forud fastsatte forholdsmæssige krav inklusive kvantitative tærskler, som gør det muligt at anse et selskab som godkendt modpart i henhold til stk. 3.

Afdeling 3
Markedsgennemsigtighed og -integritet

Artikel 25
Forpligtelse til at opretholde markedets integritet, indberette transaktioner og føre registre

1. Uden at dette berører fordelingen af ansvaret for at håndhæve Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug)(21), skal medlemsstaterne sikre, at der er truffet passende foranstaltninger til, at den kompetente myndighed kan føre tilsyn med investeringsselskabers aktiviteter for at sikre, at disse handler ærligt, redeligt og professionelt på en måde, der fremmer markedets integritet.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber sørger for, at de relevante oplysninger om samtlige transaktioner med finansielle instrumenter, som de har foretaget enten for egen eller for en kundes regning, er tilgængelige for den kompetente myndighed i mindst fem år. Ved transaktioner gennemført for kunders regning skal registrene indeholde alle oplysninger og nærmere enkeltheder om kundens identitet samt de oplysninger, der kræves efter Rådets direktiv 91/308/EØF af 10. juni 1991 om forebyggende foranstaltninger mod anvendelse af det finansielle system til hvidvaskning af penge(22).

3. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber, der foretager transaktioner med finansielle instrumenter, der er optaget til handel på et reguleret marked, giver den kompetente myndighed nærmere oplysninger om disse transaktioner så hurtigt som muligt og senest ved lukketid næste hverdag. Denne forpligtelse gælder, uanset om transaktioner har fundet sted på et reguleret marked eller ej.

De kompetente myndigheder etablerer i overensstemmelse med artikel 58 de nødvendige ordninger til sikring af, at den myndighed, der er kompetent for det mest relevante marked målt i likviditet for så vidt

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

angår disse finansielle instrumenter, også modtager disse oplysninger.

4. Rapporterne skal navnlig indeholde detaljerede oplysninger om de købte/solgte instrumenters navn og antal, transaktionernes størrelse, datoer og tidspunkter for udførelsen af køb og salg, priser og oplysninger om, hvordan de pågældende investeringsselskaber kan identificeres.

5. Medlemsstaterne foreskriver, at rapporterne indgives til den kompetente myndighed enten af investeringsselskabet selv, en tredjemand, der handler på dets vegne, eller af et match- eller rapporteringssystem, der er godkendt af den kompetente myndighed eller af det regulerede marked eller den MHF, gennem hvis systemer transaktionen er gennemført. Hvis transaktioner indberettes direkte til den kompetente myndighed af et reguleret marked, en MHF eller et match- eller rapporteringssystem, der er godkendt af den kompetente myndighed, kan der ses bort fra investeringsselskabets forpligtelse i henhold til stk. 3.

6. Når de i denne artikel omhandlede rapporter i overensstemmelse med artikel 32, stk. 7, sendes til den kompetente myndighed i værtslandet, skal denne myndighed videresende disse oplysninger til de kompetente myndigheder i investeringsselskabets hjemland, medmindre de beslutter, at de ikke ønsker at modtage disse oplysninger.

7. For at sikre, at foranstaltninger til beskyttelse af markedets integritet ændres under hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder, og at stk. 1-5 anvendes ensartet, kan Kommissionen efter proceduren i artikel 64, stk. 2, vedtage gennemførelsesbestemmelser, som foreskriver metoder og systemer til rapportering af finansielle transaktioner, rapporternes form og indhold samt kriterier til bestemmelse af et relevant marked, jf. stk. 3.

Artikel 26
Tilsyn med overholdelse af reglerne for MHF og andre lovmæssige forpligtelser

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber og markedsoperatører, der driver en MHF, etablerer og opretholder for MHF'en relevante og effektive ordninger og procedurer til regelmæssig kontrol af, om dennes brugere overholder dens regler. Investeringsselskaber og markedsoperatører, der driver en MHF skal registrere de transaktioner, der foretages af deres brugere under anvendelse af deres systemer for at kunne påvise brud på disse regler, ureglementerede handelsvilkår eller adfærd, der kan indebære markedsmisbrug.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber og markedsoperatører, der driver en MHF, til den kompetente myndighed indberetter væsentlige brud på dens regler, ureglementerede markedsvilkår eller adfærd, som kunne indebære markedsmisbrug. Medlemsstaterne stiller tillige krav om, at investeringsselskaber og markedsoperatører, der driver en MHF straks meddeler den myndighed, der er kompetent for efterforskning og retsforfølgelse af markedsmisbrug, de relevante oplysninger og på enhver måde bistår den kompetente myndighed med efterforskning og retsforfølgelse af markedsmisbrug, der er opstået i eller via dets systemer.

Artikel 27
Investeringsselskabers forpligtelse til at offentliggøre bindende prisstillelser

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at selskaber, der systematisk internaliserer i aktier, offentliggør bindende prisstillelser på aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked, og som de systematisk internaliserer, og for hvilke der findes et likvidt marked. For aktier, som der ikke findes et likvidt marked for, skal selskaber, der systematisk internaliserer, meddele prisstillelserne til deres kunder efter anmodning..

Denne artikels bestemmelser gælder for selskaber, der systematisk internaliserer, når de handler for størrelser op til normal markedsstørrelse. Selskaber, der systematisk internaliserer, og som kun handler for størrelser over normal markedsstørrelse, er ikke omfattet af denne artikel.

Selskaber, der systematisk internaliserer, kan bestemme inden for hvilken eller hvilke størrelser, de vil stille priser. For hver akties

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

vedkommende skal hver prisstillelse omfatte en bindende købs- og/eller salgspris eller -priser for en eller flere størrelser op til normal markedsstørrelse for den aktieklasse, som aktien hører til. Prisen eller priserne skal også afspejle de gældende markedsvilkår for den pågældende aktie.

Aktierne opdeles i klasser på grundlag af den aritmetriske gennemsnitsværdi af de udførte ordrer på markedet vedrørende den pågældende aktie. Den normale markedsstørrelse for hver enkelt aktieklasse skal være repræsentativ for den aritmetiske gennemsnitsværdi af de udførte ordrer på markedet vedrørende aktierne i hver enkelt aktieklasse.

Markedet for hver enkelt aktie udgøres af alle ordrer udført i Den Europæiske Union vedrørende denne aktie, bortset fra ordrer, der er store i forhold til den normale markedsstørrelse for denne aktie.

2. Den myndighed, der er kompetent for det mest relevante marked målt i likviditet, som defineret i artikel 25, fastlægger hvor hver aktie mindst en gang om året på grundlag af den aritmetriske gennemsnitsværdi af de udførte ordrer på markedet vedrørende den pågældende aktie, til hvilken aktieklasse den hører. Denne oplysning offentliggøres til alle markedsdeltagere.

3. Selskaber, der systematisk internaliserer, offentliggør deres prisstillelser regelmæssigt og løbende gennem hele den normale åbningstid. De har ret til at opdatere deres prisstillelser på et hvilket som helst tidspunkt. De kan også tilbagetrække dem under usædvanlige markedsforhold.

Prisstillelser offentliggøres på en måde, der er let tilgængelig for andre markedsdeltagere på rimelige kommercielle vilkår.

Selskaber, der systematisk internaliserer, udfører under overholdelse af artikel 21 de ordrer, de får fra deres detailkunder vedrørende de aktier, som de systematisk internaliserer, til de priser, der er stillet på det tidspunkt, ordren modtages.

Selskaber, der systematisk internaliserer, udfører de ordrer, de får fra deres professionelle kunder vedrørende de aktier, de systematisk internaliserer, til de priser, der er stillet på det tidspunkt, ordren modtages. Dog kan de udføre sådanne ordrer til bedre priser i berettigede tilfælde, forudsat at disse priser falder inden for et offentliggjort interval, som ligger tæt på markedsvilkårene, og forudsat at ordrerne er af et omfang, der er større end omfanget af de ordrer, en detailkunde almindeligvis afgiver.

Selskaber, der systematisk internaliserer, kan derudover udføre de ordrer, de får fra deres professionelle kunder, til priser, der er forskellige fra de stillede priser, uden at betingelserne i foregående afsnit er opfyldt, for så vidt angår transaktioner, hvor udførelse i flere værdipapirer er en del af én transaktion, eller for så vidt angår ordrer, der afhænger af andre vilkår end den gældende markedspris.

Hvis et selskab, der systematisk internaliserer, og som kun stiller én pris, eller hvis højeste pris er mindre end normal markedsstørrelse, modtager en ordre fra en kunde, der er større end selskabets prisstillelse, men mindre end den normale markedsstørrelse, kan selskabet beslutte at udføre den del af ordren, der går ud over, hvad selskabets prisstillelse dækker, forudsat at den udføres til den fastsatte pris, medmindre andet er tilladt ifølge de to forudgående afsnit. Hvis det selskab, der systematisk internaliserer, stiller priser i flere størrelser og modtager en ordre af et omfang, der ligger mellem disse prisstillelser, som det vælger at udføre, skal selskabet udføre ordren til en af de stillede priser i overensstemmelse med artikel 22, medmindre andet er tilladt ifølge de to forudgående afsnit.

4. De kompetente myndigheder kontrollerer,

a) at investeringsselskaberne regelmæssigt ajourfører de i henhold til stk. 1 offentliggjorte købs- og/eller salgskurser og anvender priser, som afspejler de gældende markedsvilkår,

b) at investeringsselskaberne overholder de i stk. 3, fjerde afsnit fastsatte regler for prisforbedringer.

5. Selskaber, der systematisk internaliserer, skal have ret til, på grundlag af deres forretningspolitik og på en objektiv, ikke-dis-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

kriminerende måde, at beslutte, hvilke investorer de giver adgang til deres prisstillelser. Med henblik herpå skal de have klare normer for styring af adgangen til deres prisstillelser. Selskaber, der systematisk internaliserer, kan på grundlag af kommercielle overvejelser som f.eks. investors kreditværdighed, modpartsrisiko samt endelig afregning af transaktionen nægte at etablere en forretningsforbindelse med investorer eller afbryde en sådan.

6. Med henblik på at begrænse risikoen for at blive udsat for gentagne transaktioner fra samme kunde skal selskaber, der systematisk internaliserer, have ret til på en ikke-diskriminerende måde at begrænse antallet af transaktioner fra samme kunde, som de påtager sig på de offentliggjorte betingelser. De skal også have ret til på en ikke-diskriminerende måde og i overensstemmelse med artikel 22 at begrænse det samlede antal transaktioner fra forskellige kunder på samme tid, forudsat dette kun er tilladt, når antallet og/eller omfanget af ordrer, kunderne ønsker udført, væsentligt overstiger det normale.

7. For at sikre ensartet anvendelse af stk. 1-6 på en måde, der understøtter en effektiv værdiansættelse af aktier og maksimerer investeringsselskabers mulighed for at opnå det for deres kunder bedste resultat, vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 64, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser, der angiver:

a) kriterierne for anvendelse af stk. 1 og 2

b) kriterierne for fastsættelse af, hvornår en prisstillelse er offentliggjort regelmæssigt og løbende og er let tilgængelig, samt for de måder, hvorpå investeringsselskaber kan opfylde deres forpligtelse til at offentliggøre deres prisstillelser, hvilket bl.a. kan være følgende:

i) gennem de faciliteter, der findes på et reguleret marked, der har optaget det pågældende instrument til handel

ii) gennem tredjemand

iii) gennem egne arrangementer.

c) de generelle kriterier for fastsættelse af de transaktioner, hvor udførelsen i flere værdipapirer er en del af én transaktion, eller de ordrer, der afhænger af andet end den herskende markedspris

d) de generelle kriterier for fastsættelse af, hvad der kan anses for at være usædvanlige markedsforhold, der berettiger til tilbagetrækning af prisstillelser, samt betingelserne for opdatering af prisstillelser

e) kriterierne for fastsættelse af, hvad der forstås ved størrelsen af de ordrer, en detailkunde almindeligvis afgiver.

f) kriterierne for fastsættelse af, hvad der betragtes som afvigende væsentligt fra det normale, jf. stk. 6

g) kriterierne for fastsættelse af, hvornår priser falder inden for et offentliggjort interval, som ligger tæt på markedsvilkårene.

Artikel 28
Investeringsselskabers videregivelse af oplysninger efter handelen

1. Medlemsstaterne stiller mindst krav om, at investeringsselskaber, som enten for egen eller for kunders regning gennemfører transaktioner med aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked, uden om et reguleret marked eller en MHF, offentliggør transaktionernes størrelse og priser, samt tidspunktet for transaktionernes indgåelse. Disse oplysninger offentliggøres så tæt på realtid som muligt, på rimelige kommercielle vilkår og på en måde, som er let tilgængelig for andre markedsdeltagere.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at de oplysninger, der offentliggøres i henhold til stk. 1, og fristerne for oplysningernes offentliggørelse opfylder de krav, der er fastsat i medfør af artikel 45. Hvis de i henhold til artikel 45 vedtagne foranstaltninger giver mulighed for at udsætte rapportering af visse kategorier af aktiehandler, finder den mulighed tilsvarende anvendelse på sådanne handler, når de gennemføres uden om regulerede markeder og MHF'er.

3. For at sikre gennemsigtige og velfungerende markeder samt ensartet anvendelse af stk. 1 vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 64, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser, som

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

a) nærmere angiver de måder, hvorpå investeringsselskaber kan opfylde deres forpligtelser i henhold til stk. 1, herunder:

i) gennem de faciliteter, der findes på alle regulerede markeder, der har optaget det pågældende instrument til handel, eller gennem faciliteterne i en MHF, hvor den pågældende aktie er optaget til handel

ii) gennem tredjemand

iii) gennem egne arrangementer.

b) præciserer anvendelsen af den i stk. 1 fastsatte forpligtelse på transaktioner, hvori aktier anvendes til sikkerhedsstillelse, långivning eller andre formål, hvor aktieoverdragelsen sker som følge af andre forhold end aktiens øjeblikkelige markedsværdi.

Artikel 29
Gennemsigtighedskrav til MHF'er før handel

1. Medlemsstaterne stiller mindst krav om, at investeringsselskaber og markedsoperatører, der driver en MHF, offentliggør de aktuelle købs- og salgskurser og markedsdybden ved disse kurser, hvilket bekendtgøres gennem selskabernes systemer til handel med aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked. Medlemsstaterne foreskriver, at disse oplysninger på rimelige kommercielle vilkår løbende skal være offentlig tilgængelige i facilitetens almindelige åbningstid.

2. Medlemsstaterne foreskriver, at de kompetente myndigheder skal kunne undtage fra forpligtelsen for investeringsselskaber eller markedsoperatører, der driver en MHF, til at offentliggøre de i stk. 1 omhandlede oplysninger på baggrund af markedsmodel eller ordretype og -størrelse i de tilfælde, der fastsættes i overensstemmelse med stk. 3. De kompetente myndigheder skal navnlig kunne se bort fra forpligtelsen, når der er tale om transaktioner, der er store i forhold til den normale markedsstørrelse for den pågældende aktie eller aktietype.

3. For at sikre den ensartede anvendelse af stk. 1 og 2 vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 64, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser om:

a) hvilke købs-, salgs- eller prisstillelser fra prisstillere, der skal offentliggøres sammen med oplysning om markedsdybden ved disse priser

b) omfang eller art af de ordrer, for hvilke der i henhold til stk. 2 kan ses bort fra kravet om offentliggørelse af oplysninger før handelen

c) den markedsmodel, for hvilken der i henhold til stk. 2 kan ses bort fra kravet om offentliggørelse af oplysninger før handelen, og navnlig anvendeligheden af kravet vedrørende handelsmetoder, der anvendes af en MHF, som gennemfører transaktioner efter deres regler under henvisning til kurser, der er fastsat uden om MHF'ens systemer eller ved periodiske auktioner.

Indholdet af disse gennemførelsesbestemmelser skal svare til de i artikel 44 fastsatte gennemførelsesbestemmelser for regulerede markeder, medmindre MHF'ens særlige karakter kan berettige andet.

Artikel 30
Gennemsigtighedskrav til MHF'er efter handelen

1. Medlemsstaterne stiller mindst krav om, at investeringsselskaber og markedsoperatører, der driver en MHF, offentliggør kurser, omfang og tidspunkt for transaktioner gennemført i facilitetens systemer med aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked. Medlemsstaterne stiller krav om, at de nærmere detaljer om alle sådanne transaktioner offentliggøres på rimelige kommercielle vilkår og så tæt på realtid som muligt. Dette krav finder ikke anvendelse på de nærmere detaljer om handler, der er gennemført i en MHF, og som offentliggøres i et reguleret markeds systemer.

2. Medlemsstaterne foreskriver, at den kompetente myndighed kan tillade de investeringsselskaber eller markedsoperatører, der driver en MHF, at indføre bestemmelser om udsættelse af offentliggørelsen af de nærmere oplysninger om transaktioner på baggrund af transaktionernes omfang eller art. De kompetente myndigheder kan navnlig give tilladelse til udsættelse af offentliggørelsen, når der er tale om transaktioner, der

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

er store i forhold til den normale markedsstørrelse for den pågældende aktie eller klasse af aktier. Medlemsstaterne stiller krav om, at de regulerede markeder skal indhente den kompetente myndigheds forhåndsgodkendelse af de foreslåede bestemmelser om udsættelse af offentliggørelsen af handler og stiller krav om, at markedsdeltagere og investorer klart oplyses om disse bestemmelser.

3. For at sikre at de finansielle markeder fungerer effektivt og ordnet, og at stk. 1 og 2 anvendes ensartet, vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 64, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser vedrørende:

a) rækkevidden og indholdet af de oplysninger, der skal offentliggøres

b) betingelserne for, at et investeringsselskab eller en markedsoperatør, der driver en MHF, kan indføre bestemmelser om udsættelse af offentliggørelsen af transaktioner, og de kriterier, som finder anvendelse, når der på baggrund af transaktionsstørrelse eller aktietype træffes afgørelse om, for hvilke transaktioner det er tilladt at udsætte offentliggørelsen.

Indholdet af disse gennemførelsesbestemmelser skal svare til de i artikel 45 fastsatte gennemførelsesbestemmelser for regulerede markeder, medmindre MHF'ens særlige karakter berettiger andet.

KAPITEL III
INVESTERINGSSELSKABERS RETTIGHEDER

Artikel 31
Fri udveksling af tjenesteydelser og -aktiviteter

1. Medlemsstaterne sikrer, at ethvert investeringsselskab og kreditinstitut, der i henhold til henholdsvis dette direktiv og direktiv 2000/12/EF er meddelt tilladelse af en anden medlemsstats kompetente myndigheder og er underlagt disse myndigheders tilsyn, frit kan udføre investeringsservice og/eller -aktiviteter samt accessoriske tjenesteydelser på deres område, under forudsætning af at sådan service og sådanne aktiviteter er omfattet af tilladelsen. Accessoriske tjenesteydelser kan kun ydes sammen med investeringsservice og/eller -aktiviteter.

Medlemsstaterne må ikke stille yderligere krav til et sådant investeringsselskab eller kreditinstitut på de områder, der er omfattet af dette direktiv.

2. Ethvert investeringsselskab, der for første gang ønsker at yde tjenesteydelser eller aktiviteter på en anden medlemsstats område eller ønsker at ændre de udbudte tjenesteydelsers eller aktiviteters indhold, meddeler hjemlandets kompetente myndigheder:

a) i hvilken medlemsstat selskabet har til hensigt at drive virksomhed

b) en driftsplan, hvori det navnlig angives, hvilken investeringsservice og/eller -aktiviteter samt hvilke accessoriske tjenesteydelser det har til hensigt at udføre, og om selskabet har til hensigt at anvende tilknyttede agenter i de medlemsstater, hvor det påtænker at udbyde service.

Såfremt investeringsselskabet har til hensigt at anvende tilknyttede agenter, meddeler den kompetente myndighed i investeringsselskabets hjemland på anmodning af den kompetente myndighed i værtslandet og inden for en rimelig frist identiteten af de tilknyttede agenter, som investeringsselskabet har til hensigt at anvende i den medlemsstat. Værtslandet kan offentliggøre sådanne oplysninger.

3. Hjemlandets kompetente myndighed fremsender senest én måned efter modtagelsen af oplysningerne disse til den kompetente myndighed i værtslandet, der er udpeget som kontaktpunkt i overensstemmelse med artikel 56, stk. 1. Investeringsselskabet kan herefter påbegynde at udbyde den pågældende investeringsservice i værtslandet.

4. Hvis der sker ændringer i de oplysninger, der er afgivet i henhold til stk. 2, underretter investeringsselskabet mindst en måned, inden de foretages, skriftligt den kompetente myndighed i hjemlandet herom. Den kompetente myndighed i hjemlandet underretter den kompetente myndighed i værtslandet om sådanne ændringer.

5. Medlemsstaterne tillader uden yderligere lovgivningsmæssige eller administrative be-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

tingelser investeringsselskaber og markedsoperatører, der driver MHF'er fra andre medlemsstater, at etablere de ordninger på deres område, der er nødvendige for at gøre det lettere for fjernbrugere eller -deltagere, der er etableret dér, at få adgang til samt anvende deres systemer.

6. Det investeringsselskab eller den markedsoperatør, som driver en MHF, meddeler hjemlandets kompetente myndighed, hvilken medlemsstat det/den har til hensigt at stille sådanne ordninger til rådighed i. Den kompetente myndighed i MHF'ens hjemland meddeler inden en måned disse oplysninger til den medlemsstat, som MHF'en har til hensigt at stille sådanne ordninger til rådighed i.

Den kompetente myndighed i MHF'ens hjemland meddeler efter anmodning fra den kompetente myndighed i MHF'ens værtsland inden for en rimelig frist de i denne medlemsstat etablerede MHF-medlemmers eller -deltageres identitet.

Artikel 32
Oprettelse af en filial

1. Medlemsstaterne sikrer, at der gennem oprettelse af en filial kan drives investeringsservice og/eller -aktiviteter samt udbydes accessoriske tjenesteydelser på deres område i henhold til dette direktiv og direktiv 2000/12/EF under forudsætning af, at disse tjenesteydelser og aktiviteter er omfattet af den tilladelse, hjemlandet har meddelt investeringsselskabet eller kreditinstituttet. Accessoriske tjenesteydelser kan kun ydes sammen med investeringsservice og/eller -aktivitet.

Medlemsstaterne må ikke pålægge en filials organisation og drift yderligere krav ud over dem, der er tilladt efter stk. 7, for så vidt angår spørgsmål, der er omfattet af dette direktiv.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at alle investeringsselskaber, der ønsker at oprette en filial på en anden medlemsstats område, først giver hjemlandets kompetente myndighed meddelelse herom samt afgiver følgende oplysninger til dette:

a) i hvilke medlemsstater selskabet har til hensigt at etablere en filial

b) en driftsplan, hvori det bl.a. angives, hvilken investeringsservice og/eller -aktiviteter samt hvilke accessoriske tjenesteydelser der skal tilbydes, filialens organisatoriske struktur, og om filialen har til hensigt at anvende tilknyttede agenter

c) en adresse i værtslandet, hvorfra dokumentet kan rekvireres

d) navnene på filialens ledelse.

Såfremt et investeringsselskab anvender en tilknyttet agent, som er etableret i en medlemsstat uden for selskabets hjemland, sidestilles denne tilknyttede agent med filialen og er omfattet af dette direktivs bestemmelser vedrørende filialer.

3. Medmindre den kompetente myndighed i hjemlandet har grund til at betvivle, at det pågældende investeringsselskabs administrative strukturer og finansielle situation er sunde under hensyn til den påtænkte etablering, videresender den kompetente myndighed alle oplysningerne senest tre måneder efter modtagelsen heraf til den kompetente myndighed i værtslandet, der er udpeget som kontaktpunkt i overensstemmelse med artikel 56, stk. 1, og underretter det berørte investeringsselskab herom.

4. Ud over de i stk. 2 omhandlede oplysninger sender den kompetente myndighed i hjemlandet oplysninger om den godkendte garantiordning, som investeringsselskabet deltager i i henhold til direktiv 97/9/EF, til den kompetente myndighed i værtslandet. I tilfælde af ændringer i oplysningerne underretter den kompetente myndighed i hjemlandet den kompetente myndighed i værtslandet herom.

5. Nægter den kompetente myndighed i hjemlandet at videresende oplysningerne til den kompetente myndighed i værtslandet, skal den begrunde dette afslag over for det berørte investeringsselskab senest tre måneder efter modtagelsen af samtlige oplysninger.

6. Så snart meddelelsen fra den kompetente myndighed i værtslandet foreligger, eller hvis denne myndighed senest to måneder fra

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

datoen for meddelelsen fra den kompetente myndighed i hjemlandet ikke har givet nogen meddelelse, kan filialen oprettes og påbegynde sin virksomhed.

7. Den kompetente myndighed i den medlemsstat, hvor filialen er beliggende, påtager sig ansvaret for at sikre, at de tjenesteydelser, som filialen præsterer inden for dens område, opfylder de forpligtelser, der er fastsat i artikel 19, 21, 22, 25, 27 og 28 og i foranstaltninger vedtaget i medfør heraf.

Den kompetente myndighed i den medlemsstat, hvor filialen er beliggende, har ret til at gennemgå de ordninger, filialen har etableret og til at kræve de ændringer, der er strengt nødvendige for at gøre det muligt for den kompetente myndighed at håndhæve de nævnte forpligtelser i henhold til artikel 19, 21, 22, 25, 27 og 28 samt foranstaltninger vedtaget i medfør heraf for så vidt angår de tjenesteydelser og/eller de aktiviteter, som denne filial udfører på sit område.

8. Hver medlemsstat foreskriver, at når et investeringsselskab, der har fået tilladelse i en anden medlemsstat, har oprettet en filial på dens område, kan den kompetente myndighed i investeringsselskabets hjemland under udøvelsen af sit hverv og efter at have underrettet den kompetente myndighed i værtslandet herom udføre inspektion på stedet hos den pågældende filial.

9. I tilfælde af ændring af de forhold, der er givet meddelelse om efter stk. 2, underretter investeringsselskabet skriftligt den kompetente myndighed i hjemlandet herom mindst en måned, før den foretages. Den kompetente myndighed i hjemlandet underretter den kompetente myndighed i værtslandet om denne ændring.

Artikel 33
Adgang til regulerede markeder

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber fra andre medlemsstater, der har fået tilladelse til at udføre kundeordrer eller handle for egen regning, kan blive medlemmer af eller få adgang til regulerede markeder på deres område på en af følgende måder:

a) direkte ved at oprette en filial i værtslandet

b) ved at blive fjernmedlemmer af eller få fjernadgang til det regulerede marked uden at skulle være etableret i hjemlandet for det regulerede marked, såfremt fysisk tilstedeværelse ifølge det pågældende markeds handelsprocedurer og -systemer ikke er nødvendig for at kunne gennemføre transaktioner på markedet.

2. Medlemsstaterne pålægger ikke investeringsselskaber, der udøver den rettighed, der tillægges dem ved stk. 1, yderligere lovgivningsmæssige eller administrative krav på de af dette direktiv omfattede områder.

Artikel 34
Adgang til centrale modparts-, clearing- og afviklingsfaciliteter samt ret til at vælge afviklingssystem

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at investeringsselskaber fra andre medlemsstater har ret til at få adgang til centrale modparts-, clearing- og afviklingssystemer på deres område med henblik på at gøre eller sørge for at gøre transaktioner med finansielle instrumenter endelige.

Medlemsstaterne stiller krav om, at adgangen for disse investeringsselskaber samt for investeringsselskaber og markedsoperatører, der driver en MHF, til sådanne faciliteter er underlagt de samme ikke-diskriminerende, gennemsigtige og objektive forretningsmæssige kriterier som dem, der gælder for lokale deltagere. Medlemsstaterne må ikke begrænse anvendelsen af disse faciliteter til kun at omfatte clearing og afvikling af transaktioner med finansielle instrumenter, der gennemføres på et reguleret marked eller en MHF på deres område.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at regulerede markeder på deres område giver alle medlemmer og deltagere ret til at vælge afviklingssystem for transaktioner med finansielle instrumenter på det regulerede marked, idet det dog forudsættes,

a) at der består de nødvendige forbindelser og ordninger mellem det valgte afviklingssystem og ethvert andet system eller enhver anden facilitet til at sikre en effektiv og øko-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

nomisk afvikling af den pågældende transaktion, og

b) at den kompetente myndighed, der er ansvarlig for tilsynet med det regulerede marked, er enig i, at de tekniske betingelser for afvikling af transaktioner på det regulerede marked gennem et andet afviklingssystem end det, der er valgt af det regulerede marked, er egnede til at sikre de finansielle markeders gnidningsløse og ordnede funktion.

Denne vurdering fra den kompetente myndigheds side af det regulerede marked foregriber ikke de nationale centralbankers kompetence som overvågere af afviklingssystemer eller af andre myndigheder, der fører tilsyn med sådanne systemer. Den kompetente myndighed tager hensyn til den overvågning/det tilsyn, som disse institutioner allerede udfører, således at unødig overlapning af kontrollen undgås.

3. Investeringsselskabers rettigheder i henhold til stk. 1 og 2 berører ikke den ret, operatører af centrale modparts-, clearing- eller værdipapirafviklingssystemer har til af berettigede forretningsmæssige årsager at nægte at stille de ønskede ydelser til rådighed.

Artikel 35
Bestemmelser om centrale modparts-, clearing- og afviklingsordninger for MHF'er

1. Medlemsstaterne forhindrer ikke investeringsselskaber og markedsoperatører, som driver en MHF, i at indgå hensigtsmæssige aftaler med en central modpart eller et clearinginstitut og et afviklingssystem i en anden medlemsstat med henblik på clearing og/eller afvikling af nogle eller samtlige handler, som er afsluttet af markedsdeltagere efter deres markeders systemer.

2. Den kompetente myndighed for investeringsselskaber og markedsoperatører, som driver en MHF, må ikke modsætte sig anvendelse af en central modpart, clearinginstitutter og/eller afviklingssystemer i en anden medlemsstat, medmindre det kan godtgøres, at dette er nødvendigt for at sikre, at MHF'en fungerer efter hensigten, og under hensyntagen til de i artikel 34, stk. 2, fastsatte krav til afviklingssystemer.

Den kompetente myndighed tager hensyn til den overvågning/det tilsyn af clearing- og afviklingssystemer, som allerede udføres af de nationale centralbanker som led i deres overvågning af clearing- og afviklingssystemer eller af andre myndigheder, der har kompetence til at føre tilsyn med sådanne systemer, således at unødig overlapning af kontrollen undgås.

AFSNIT III
REGULEREDE MARKEDER

Artikel 36
Tilladelse og lovvalg

1. Medlemsstaterne meddeler alene de systemer på deres område, som opfylder bestemmelserne i dette afsnit, tilladelse til at udøve virksomhed som et reguleret marked.

Den kompetente myndighed meddeler alene en sådan tilladelse, såfremt myndigheden er overbevist om, at både markedsoperatøren og det regulerede markeds systemer mindst opfylder kravene i dette afsnit.

Såfremt der er tale om et reguleret marked, som er en juridisk person, og som forvaltes eller drives af en anden markedsoperatør end selve det regulerede marked, fastsætter medlemsstaterne, hvordan de forskellige forpligtelser, som markedsoperatøren pålægges i henhold til dette direktiv, fordeles mellem det regulerede marked og markedsoperatøren.

Operatøren af det regulerede marked skal fremlægge alle de oplysninger - herunder en driftsplan, hvori bl.a. angives arten af de forretninger, der påtænkes udført, samt den organisatoriske struktur - som den kompetente myndighed har brug for til at sikre sig, at det regulerede marked, når den første tilladelse gives, har truffet alle nødvendige forholdsregler for at opfylde sine forpligtelser i henhold til dette afsnit.

2. Medlemsstaterne kræver, at operatøren af det regulerede marked udfører de opgaver, der er forbundet med dets organisering og drift, under den kompetente myndigheds tilsyn og ansvar. Medlemsstaterne sikrer, at

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

de kompetente myndigheder løbende kontrollerer regulerede markeders overholdelse af bestemmelserne i dette afsnit. De sikrer også, at de kompetente myndigheder fører tilsyn med, at de regulerede markeder til enhver tid opfylder de krav, der stilles for at opnå den i dette afsnit omhandlede første tilladelse.

3. Medlemsstaterne sikrer, at markedsoperatøren har ansvaret for at sikre, at det regulerede marked, som markedsoperatøren forvalter, opfylder alle krav i dette afsnit.

Medlemsstaterne sikrer også, at markedsoperatøren har beføjelse til at udøve de rettigheder, der gælder for det regulerede marked, som han forvalter i medfør af dette direktivs bestemmelser.

4. Uden at foregribe eventuelle relevante bestemmelser i direktiv 2003/6/EF om markedsmisbrug er handler, som udføres inden for rammerne af det regulerede markeds systemer, underlagt de offentligretlige regler i det regulerede markeds hjemland.

5. Den kompetente myndighed kan trække et reguleret markeds tilladelse tilbage, hvis det regulerede marked

a) ikke gør brug af tilladelsen inden for en frist på 12 måneder, eller det udtrykkeligt giver afkald herpå eller ikke har virket i en periode på over seks måneder, medmindre der i den pågældende medlemsstat findes bestemmelser om, at tilladelse bortfalder i sådanne tilfælde

b) har opnået tilladelsen ved brug af urigtige erklæringer eller på anden uretmæssig vis

c) ikke længere opfylder de betingelser, hvorpå tilladelsen blev meddelt

d) har gjort sig skyldigt i alvorlig og systematisk overtrædelse af de bestemmelser, der vedtages i medfør af dette direktiv

e) er omfattet af andre forhold, som i henhold til national lovgivning medfører, at tilladelsen inddrages.

Artikel 37
Krav til forvaltning af det regulerede marked

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at de personer, der rent faktisk leder det regulerede markeds forretninger og transaktioner, har et tilstrækkeligt godt omdømme og tilstrækkelige erfaringer til at sikre en sund og forsigtig forvaltning og drift af det regulerede marked. Medlemsstaterne stiller også krav om, at operatøren af det regulerede marked underretter den kompetente myndighed om, hvilke personer der faktisk leder det regulerede markeds forretninger og transaktioner, og om enhver ændring i denne personkreds.

Den kompetente myndighed nægter at godkende foreslåede ændringer, såfremt der er objektive og påviselige grunde til at formode, at disse ændringer vil udgøre en væsentlig trussel for den sunde og forsigtige forvaltning og drift af det regulerede marked.

2. I forbindelse med meddelelse af tilladelse til et reguleret marked sikrer medlemsstaterne, at den eller de personer, der faktisk leder et allerede godkendt reguleret markeds forretninger og transaktioner i overensstemmelser med bestemmelserne i dette direktiv, anses for at opfylde kravene i stk. 1.

Artikel 38
Krav til personer, der udøver betydelig indflydelse på forvaltningen af det regulerede marked

1. Medlemsstaterne kræver, at personer, der er i en position, hvor de direkte eller indirekte kan udøve betydelig indflydelse på forvaltningen af det regulerede marked, er hæderlige og egnede.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at operatøren af det regulerede marked

a) giver den kompetente myndighed og offentligheden oplysninger om det regulerede markeds og/eller markedsoperatørens ejerskab og især om, hvem der eventuelt er i en position, hvor de kan udøve betydelig indflydelse på ledelsen af det regulerede marked, og størrelsen af deres interesser

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

b) underretter den kompetente myndighed og offentligheden om eventuelle ejerskift, hvorved identiteten af de personer, der faktisk udøver betydelig indflydelse på driften af det regulerede marked, ændres.

3. Den kompetente myndighed nægter at godkende foreslåede ændringer af det regulerede markeds og/eller markedsoperatørens kontrollerende interesser, hvis der er objektive og påviselige grunde til at formode, at disse ændringer ville true den sunde og forsigtige forvaltning af det regulerede marked.

Artikel 39
Organisatoriske krav

Medlemsstaterne kræver, at det regulerede marked

a) har indført ordninger med henblik på klart at kunne påvise og håndtere de potentielle ugunstige følger for det regulerede markeds eller dets deltageres funktion af eventuelle interessekonflikter mellem på den ene side det regulerede marked, dets ejere eller dets operatør, og på den anden side det regulerede markeds sunde funktion, især når sådanne interessekonflikter kan være til skade for udøvelsen af eventuelle hverv, som den kompetente myndighed måtte have henlagt til det regulerede marked

b) er tilstrækkeligt rustet til at styre de risici, markedet udsættes for, anvender fyldestgørende ordninger og systemer med henblik på at påvise alle væsentlige risici for markedets drift og har indført effektive foranstaltninger til at mindske disse risici

c) har indført ordninger med henblik på sund forvaltning af den tekniske funktion af systemet, bl.a. ved at etablere effektive nødsystemer for at kunne håndtere risikoen for systemfejl

d) har indført gennemsigtige og faste regler og procedurer, der sikrer redelig og korrekt handel, og opstiller objektive kriterier for effektiv udførelse af ordrer.

e) har iværksat effektive ordninger, der kan lette en effektiv og rettidig gennemførelse af de transaktioner, der foretages i henhold til markedets systemer.

f) på tidspunktet for meddelelsen af tilladelsen og til enhver tid derefter råder over tilstrækkelige finansielle ressourcer til at lette markedets velordnede funktion under hensyntagen til arten og omfanget af de transaktioner, der gennemføres på markedet, og til arten og omfanget af de risici, markedet er udsat for.

Artikel 40
Finansielle instrumenters optagelse til handel

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at de regulerede markeder har klare og gennemsigtige regler for finansielle instrumenters optagelse til handel.

Reglerne skal sikre, at eventuelle finansielle instrumenter, der optages til handel på et reguleret marked, kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måde, og at de, når der er tale om værdipapirer, er frit omsættelige.

2. Er der tale om derivater, skal reglerne særlig sikre, at derivatkontrakten udformes på en måde, der sikrer såvel en korrekt prisdannelse som effektive afviklingsbetingelser.

3. Ud over de i stk. 1 og 2 fastsatte forpligtelser stiller medlemsstaterne krav om, at det regulerede marked indfører og opretholder effektive ordninger med henblik på at kontrollere, at udstedere af værdipapirer, som har adgang til at handle på det regulerede marked, opfylder deres fællesskabsretlige forpligtelser til indledningsvis, løbende eller på ad hoc-basis at videregive oplysninger.

Medlemsstaterne sikrer, at det regulerede marked indfører ordninger, som gør det lettere for dets medlemmer og deltagere at få adgang til oplysninger, der er blevet offentliggjort i henhold til fællesskabsretten.

4. Medlemsstaterne sikrer, at de regulerede markeder har indført de nødvendige ordninger for regelmæssigt at kontrollere, at de finansielle instrumenter, der er optaget til handel, opfylder optagelseskravene.

5. Et værdipapir, der er optaget til handel på et reguleret marked, kan efterfølgende optages til handel på andre regulerede markeder, selv uden udstederens samtykke, og under overholdelse af de relevante bestemmel-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ser i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel og om ændring af direktiv 2001/34/EF(23). Det regulerede marked skal oplyse udstederen om, at udstederens værdipapirer handles på det pågældende regulerede marked. Udstederen er ikke forpligtet til direkte at give et reguleret marked, der har optaget hans værdipapirer til handel uden hans samtykke, de i stk. 3 omhandlede oplysninger.

6. For at sikre den ensartede anvendelse af stk. 1-5 vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 64, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser, som

a) angiver de kendetegn ved forskellige værdipapirtyper, som skal indgå i det regulerede markeds vurdering af, om et finansielt instrument er udstedt på en måde, der opfylder betingelserne i stk. 1, andet afsnit, for optagelse til handel på de forskellige markedssegmenter, som det regulerede marked driver

b) tydeliggør de ordninger, det regulerede marked skal anvende for at kunne anses for at have opfyldt sin forpligtelse til at kontrollere, om udstederen af et værdipapir opfylder sine fællesskabsretlige forpligtelser til indledningsvis, løbende eller på ad hoc-basis at videregive oplysninger.

c) tydeliggør de ordninger, det regulerede marked skal indføre efter stk. 3 med henblik på at gøre det lettere for dets medlemmer og deltagere at få adgang til oplysninger, der er blevet offentliggjort i henhold til bestemmelserne i fællesskabsretten.

Artikel 41
Suspension af handelen - fjernelse af instrumenter fra handelen

1. Uden at dette berører den kompetente myndigheds ret til i henhold til artikel 50 stk. 2, litra j) og k), at kræve suspension af handelen med et instrument eller fjernelse af dette instrument fra handelen, kan operatøren af det regulerede marked gøre dette i forbindelse med instrumenter, der ikke længere opfylder det regulerede markeds regler, medmindre der er sandsynlighed for, at et sådant skridt vil vise sig at være til betydelig skade for investorinteresser eller markedets ordentlige funktion.

Uden at foregribe det regulerede markeds operatørers mulighed for at underrette operatører af andre regulerede markeder direkte, stiller medlemsstaterne krav om, at en operatør af et reguleret marked, som suspenderer handelen med et finansielt instrument eller fjerner det fra handelen, offentliggør denne beslutning og meddeler den kompetente myndighed de relevante oplysninger. Den kompetente myndighed underretter de kompetente myndigheder i de andre medlemsstater.

2. En kompetent myndighed, der kræver suspension af handelen med et finansielt instrument eller fjernelse af dette fra handelen på et eller flere regulerede markeder, skal straks offentliggøre sin beslutning og underrette de kompetente myndigheder i de andre medlemsstater. Disse medlemsstater stiller krav om suspension af handelen med det pågældende finansielle instrument eller fjernelse af dette fra handelen på de regulerede markeder og MHF'er, der opererer under deres myndighed, medmindre det forhold, at et sådant skridt vil kunne være til betydelig skade for investorinteresser eller markedets ordnede funktion, taler imod.

Artikel 42
Adgang til det regulerede marked

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at det regulerede marked fastsætter og opretholder gennemsigtige og ikke-diskriminerende regler baseret på objektive kriterier om adgang til eller medlemskab af det regulerede marked.

2. Reglerne skal nærmere angive eventuelle forpligtelser for medlemmerne eller deltagerne, der måtte opstå som følge af:

a) etableringen og driften af det regulerede marked

b) reglerne for transaktioner på markedet

c) faglige standarder, der pålægges ansatte i investeringsselskaber eller kreditinstitutter, der opererer på markedet

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

d) de betingelser, der er fastsat for andre medlemmer eller deltagere end investeringsselskaber og kreditinstitutter, i henhold til stk. 3

e) reglerne og procedurerne for clearing og afvikling af transaktioner gennemført på det regulerede marked.

3. Adgang til regulerede marker som medlemmer eller deltagere gives til investeringsselskaber, kreditinstitutter godkendt efter direktiv 2000/12/EF, samt andre personer, som

a) er egnede og hæderlige

b) har tilstrækkelig handelsevne og kompetence

c) i fornødent omfang har passende administrative procedurer

d) har tilstrækkelige ressourcer til at påtage sig deres rolle under hensyntagen til de forskellige finansielle foranstaltninger, som det regulerede marked kan have truffet med henblik på at sikre passende afvikling af transaktioner

4. Medlemsstaterne sikrer, at medlemmer og deltagere, for så vidt angår transaktioner på et reguleret marked, ikke er forpligtet til at anvende de i dette direktivs artikel 19, 21 og 22 omhandlede forpligtelser over for hinanden. Et reguleret markeds medlemmer eller deltagere skal imidlertid overholde de i artikel 19, 21 og 22 omhandlede forpligtelser over for deres kunder, når de på disses vegne udfører disses ordrer på et reguleret marked.

5. Medlemsstaterne sikrer, at reglerne for adgang til eller medlemskab af det regulerede marked giver investeringsselskaber og kreditinstitutter mulighed for direkte deltagelse eller fjerndeltagelse.

6. Uden at stille yderligere retlige eller forskriftsmæssige krav giver medlemsstaterne regulerede markeder fra andre medlemsstater mulighed for at indføre passende ordninger på deres område, der kan lette de på deres område etablerede fjernmedlemmers eller -deltageres adgang til og mulighed for at handle på dette marked.

Det regulerede marked meddeler hjemlandets kompetente myndighed, hvilken medlemsstat det har til hensigt at stille sådanne ordninger til rådighed i. Hjemlandets kompetente myndighed meddeler inden en måned disse oplysninger til den medlemsstat, som det regulerede marked har til hensigt at stille sådanne ordninger til rådighed i.

Den kompetente myndighed i det regulerede markeds hjemland meddeler efter anmodning fra værtslandets kompetente myndighed inden for en rimelig tid identiteten på de i denne medlemsstat etablerede medlemmer af eller deltagere i det regulerede marked.

7. Medlemsstaterne stiller krav om, at operatøren af det regulerede marked regelmæssigt videregiver en liste over det regulerede markeds medlemmer og deltagere til den kompetente myndighed.

Artikel 43
Overvågning af overholdelsen af reglerne for de regulerede markeder og andre lovmæssige forpligtelser

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at de regulerede markeder indfører og opretholder effektive ordninger og procedurer med henblik på regelmæssig overvågning af, at markedernes medlemmer eller deltagere overholder det regulerede markeds regler. De regulerede markeder skal registrere de transaktioner, der foretages af deres medlemmer eller deltagere under anvendelse af deres systemer for at kunne påvise brud på disse regler, ureglementerede handelsvilkår eller adfærd, der kan indebære markedsmisbrug.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at operatører af de regulerede markeder indberetter væsentlige brud på deres regler, ureglementerede markedsvilkår eller adfærd, som kunne indebære markedsmisbrug, til det regulerede markeds kompetente myndighed. Medlemsstaterne stiller tillige krav om, at operatøren af det regulerede marked straks meddeler den myndighed, der er kompetent for efterforskning og retsforfølgelse af markedsmisbrug, de relevante oplysninger og på enhver måde bistår den kompetente myndighed med efterforskning og retsforfølgelse

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

af markedsmisbrug, der er begået i eller via det regulerede markeds systemer.

Artikel 44
Gennemsigtighedskrav til regulerede markeder før handelen

1. Medlemsstaterne stiller mindst krav om, at de regulerede markeder offentliggør de aktuelle købs- og salgskurser samt markedsdybden ved disse priser, som annonceres gennem deres systemer for aktier, der er optaget til handel. Medlemsstaterne kræver, at disse oplysninger løbende skal være tilgængelige for offentligheden på rimelige forretningsmæssige vilkår inden for almindelig åbningstid.

Regulerede markeder kan på rimelige forretningsmæssige vilkår og på et ikke-diskriminerende grundlag give adgang til de ordninger, de anvender til at offentliggøre de i første afsnit af stk. 1 omhandlede oplysninger til investeringsselskaber, der er forpligtet til at offentliggøre deres priser på aktier efter bestemmelserne i artikel 27.

2. Medlemsstaterne foreskriver, at de kompetente myndigheder på baggrund af markedsmodel eller ordretype og -størrelse i de tilfælde, der fastsættes i overensstemmelse med stk. 3, skal kunne undtage de regulerede markeder fra forpligtelsen til at offentliggøre de i stk. 1 omhandlede oplysninger. De kompetente myndigheder skal navnlig kunne undtage fra forpligtelsen, når der er tale om transaktioner, der er store i forhold til den normale markedsstørrelse for den pågældende aktie eller aktietype.

3. For at sikre den ensartede anvendelse af stk. 1 og 2 vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 64, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser om:

a) hvilke købs-, salgs- eller prisstillelser fra prisstillere, der skal offentliggøres sammen med oplysning om markedsdybden ved disse priser

b) størrelsen eller arten af de ordrer, for hvilke der i henhold til stk. 2 kan ses bort fra kravet om offentliggørelse af oplysninger før handelen

c) den markedsmodel, for hvilken der i henhold til stk. 2 kan ses bort fra kravet om offentliggørelse af oplysninger før handelen, og navnlig anvendeligheden af kravet vedrørende handelsmetoder, der anvendes af regulerede markeder, som gennemfører transaktioner efter deres regler under henvisning til kurser, der er fastsat uden om det regulerede marked eller ved periodiske auktioner.

Artikel 45
Gennemsigtighedskrav til regulerede markeder efter handelen

1. Medlemsstaterne stiller mindst krav om, at regulerede markeder offentliggør priser, mængde og tidspunkt for transaktioner gennemført med aktier, som de har optaget til handel. Medlemsstaterne kræver, at de nærmere oplysninger om alle sådanne transaktioner offentliggøres på rimelige forretningsmæssige vilkår og så tæt på realtid som muligt.

Regulerede markeder kan på rimelige forretningsmæssige vilkår og på et ikke-diskriminerende grundlag give adgang til de systemer, de anvender til at offentliggøre de i første afsnit af stk. 1 omhandlede oplysninger til investeringsselskaber, der er forpligtet til at offentliggøre de nærmere oplysninger om deres aktietransaktioner i henhold til artikel 28.

2. Medlemsstaterne foreskriver, at den kompetente myndighed kan tillade de regulerede markeder at indføre bestemmelser om udsættelse af offentliggørelsen af de nærmere oplysninger om transaktioner på baggrund af transaktionernes omfang eller art. De kompetente myndigheder kan navnlig give tilladelse til udsættelse af offentliggørelsen, når der er tale om transaktioner, der er store i forhold til den normale markedsstørrelse for den pågældende aktie eller klasse af aktier. Medlemsstaterne stiller krav om, at de regulerede markeder skal indhente den kompetente myndigheds forhåndsgodkendelse af de foreslåede bestemmelser om udsættelse af offentliggørelsen af handler og stiller krav om, at markedsdeltagere og investorer klart oplyses om disse bestemmelser.

3. For at sikre de finansielle markeders ef-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

fektive og ordnede funktion og den ensartede anvendelse af stk. 1 og 2 vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 64, stk. 2, gennemførelsesbestemmelser vedrørende:

a) rækkevidden og indholdet af de oplysninger, der skal offentliggøres

b) betingelserne for, at et reguleret marked kan indføre bestemmelser om udsættelse af offentliggørelsen af handler, og de kriterier, som finder anvendelse, når der på baggrund af transaktionsstørrelse eller aktietype træffes afgørelse om, for hvilke transaktioner det er tilladt at udsætte offentliggørelsen.

Artikel 46
Bestemmelser om centrale modparts-, clearing- og afviklingsordninger

1. Medlemsstaterne forhindrer ikke de regulerede markeder i at indgå passende aftaler med en central modpart eller et centralt clearinginstitut og et afviklingssystem i en anden medlemsstat med henblik på clearing og/eller afvikling af nogle eller samtlige handler, som er afsluttet af markedsdeltagere efter de regulerede markeders systemer.

2. Den kompetente myndighed for et reguleret marked må ikke modsætte sig anvendelse af en central modpart, clearinginstitutter og/eller afviklingssystemer i en anden medlemsstat, medmindre det kan godtgøres, at dette er nødvendigt for at sikre, at det regulerede marked fungerer efter hensigten, og under hensyntagen til de i artikel 34, stk. 2, fastsatte krav til afviklingssystemer.

Den kompetente myndighed tager hensyn til den overvågning/det tilsyn af clearing- og afviklingssystemer, som allerede udføres af de nationale centralbanker som led i deres overvågning af clearing- og afviklingssystemer eller af andre myndigheder, der har kompetence til at føre tilsyn med sådanne systemer, således at unødig overlapning af kontrollen undgås.

Artikel 47
Liste over regulerede markeder

Hver medlemsstat opstiller en liste over de regulerede markeder, som den er hjemland for, og meddeler de øvrige medlemsstater og Kommissionen denne liste. Der skal på samme måde gives underretning om enhver ændring i denne liste. Kommissionen offentliggør en liste over alle regulerede markeder i Den Europæiske Unions Tidende og ajourfører listen mindst en gang om året. Kommissionen offentliggør og ajourfører også listen på sin hjemmeside, hver gang medlemsstaterne meddeler ændringer i deres lister.

AFSNIT IV
KOMPETENTE MYNDIGHEDER

KAPITEL I
UDPEGELSE, BEFØJELSER OG PROCEDURER FOR BILÆGGELSE AF TVISTER

Artikel 48
Udpegning af kompetente myndigheder

1. Hver medlemsstat udpeger den kompetente myndighed, som skal varetage hver af de opgaver, der er fastlagt i de forskellige bestemmelser i dette direktiv. Medlemsstaterne underretter Kommissionen og de kompetente myndigheder i de andre medlemsstater om, hvilken kompetent myndighed der er ansvarlig for håndhævelsen af hver enkelt opgave med angivelse af eventuel opgavefordeling.

2. De i stk. 1 omhandlede kompetente myndigheder skal være offentlige myndigheder, hvilket dog ikke udelukker muligheden for at uddelegere hvervet til andre organer, hvis denne mulighed udtrykkeligt er fastsat i artikel 5, stk. 5, 16, stk. 3, 17, stk. 2 og 23, stk. 4.

Enhver uddelegering af hverv til andre foretagender end de myndigheder, der er omhandlet i stk. 1 må hverken indebære udøvelse af offentlig myndighed eller udøvelse af skønsbeføjelser. Før uddelegeringen stiller medlemsstaterne krav om, at de kompetente myndigheder træffer alle rimelige forholdsregler til at sikre, at det foretagende, til hvilket hvervet skal henlægges, har kapacitet og ressourcer til at udøve alle hverv effektivt, og at uddelegeringen kun finder sted, hvis der er fastsat en klart defineret og

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

dokumenteret ramme for udøvelsen af eventuelle uddelegerede hverv, hvori det anføres, hvilke hverv der skal udføres, og på hvilke betingelser, det skal ske. Disse betingelser skal omfatte en bestemmelse, der forpligter det pågældende foretagende til at handle på en sådan måde og organisere sig således, at interessekonflikter undgås og således, at oplysninger, der modtages i forbindelse med udøvelsen af de uddelegerede hverv ikke udnyttes uretmæssigt eller anvendes til at hindre konkurrence. Under alle omstændigheder ligger det endelige ansvar for at overvåge, at dette direktiv og dets gennemførelsesbestemmelser overholdes, hos den kompetente myndighed eller de myndigheder, der er udpeget i henhold til stk. 1.

Medlemsstaterne underretter Kommissionen og de kompetente myndigheder i de andre medlemsstater om eventuelle aftaler, der indgås med hensyn til uddelegering af hverv, herunder hvilke nøjagtige betingelser der gælder for en sådan uddelegering.

3. Kommissionen offentliggør mindst en gang om året en liste i Den Europæiske Unions Tidende over kompetente myndigheder omhandlet i stk. 1 og stk. 2 og ajourfører løbende listen på sin hjemmeside.

Artikel 49
Samarbejde mellem myndigheder i samme medlemsstat

Hvis en medlemsstat udpeger mere end én kompetent myndighed til at håndhæve en bestemmelse i dette direktiv, skal deres respektive roller klart afgrænses, ligesom de skal arbejde tæt sammen.

Hver medlemsstat stiller krav om, at et sådant samarbejde også finder sted mellem de kompetente myndigheder i henhold til dette direktiv og de kompetente myndigheder i den pågældende medlemsstat, der fører tilsyn med kreditinstitutter, pensionskasser, UCITS, institutter for kollektiv investering i værdipapirer og andre finansielle enheder, forsikrings- og genforsikringsformidlere og med forsikringsselskaber.

Medlemsstaterne stiller krav om, at de kompetente myndigheder udveksler alle oplysninger, der er afgørende eller relevante for udøvelsen af deres funktioner og opgaver.

Artikel 50
Beføjelser, der skal tillægges kompetente myndigheder

1. De kompetente myndigheder tillægges alle de tilsyns- og undersøgelsesbeføjelser, der er nødvendige for, at de kan udøve deres funktioner. De udøver disse beføjelser inden for de grænser, der er fastsat i de nationale retlige rammer:

a) direkte, eller

b) i samarbejde med andre myndigheder, eller

c) under myndighedernes ansvar ved uddelegering til foretagender, som har fået tildelt opgaver i efter bestemmelserne i artikel 48, stk. 2, eller

d) ved begæring til de kompetente retlige myndigheder.

2. De i stk. 1 omhandlede beføjelser udøves i henhold til national ret og omfatter mindst retten til

a) at få adgang til ethvert dokument i enhver form og at modtage en kopi deraf

b) at indhente oplysninger fra enhver person og om nødvendigt indkalde og afhøre en person for at skaffe sig oplysninger

c) at gennemføre kontrolundersøgelser på stedet

d) at kræve foreliggende oplysninger om telefonsamtaler og foreliggende datatrafik

e) at kræve, at en praksis, der er i strid med de bestemmelser, der vedtages i forbindelse med gennemførelsen af dette direktiv, bringes til ophør

f) at kræve indefrysning og/eller beslaglæggelse af aktiver

g) at kræve nedlagt midlertidigt forbud mod erhvervsvirksomhed.

h) at kræve, at godkendte investeringsselskabers og regulerede markeders revisorer fremlægger oplysninger

i) at fastsætte enhver type foranstaltning,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

der kan sikre, at investeringsselskaber og regulerede markeder fortsat opfylder lovbestemte krav

j) at kræve suspension af handelen med et finansielt instrument

k) at kræve fjernelse af et finansielt instrument fra handelen, enten på et reguleret marked eller over andre handelssystemer

l) henvise sager til strafferetlig forfølgelse

m) at lade en revisor eller anden sagkyndig foretage kontrol eller undersøgelser.

Artikel 51
Administrative sanktioner

1. Uden at dette berører reglerne for inddragelse af tilladelse eller medlemsstaternes ret til at iværksætte strafferetlige sanktioner, sikrer medlemsstaterne i henhold til national lovgivning, at der kan træffes fyldestgørende administrative foranstaltninger over for de ansvarlige personer, eller at de kan pålægges administrative sanktioner, såfremt de bestemmelser, der vedtages i forbindelse med gennemførelsen af dette direktiv, ikke overholdes. Medlemsstaterne sikrer, at disse foranstaltninger er effektive, står i rimeligt forhold til overtrædelsen og har afskrækkende virkning.

2. Medlemsstaterne fastlægger de sanktioner, der skal iværksættes i tilfælde af manglende samarbejde ved en undersøgelse i henhold til artikel 50.

3. Medlemsstaterne fastsætter, at den kompetente myndighed kan meddele offentligheden, hvilke foranstaltninger eller sanktioner der vil blive pålagt for overtrædelse af bestemmelser vedtaget i forbindelse med gennemførelsen af dette direktiv, medmindre det er til alvorlig fare for finansmarkederne eller vil forvolde de involverede parter uforholdsmæssig stor skade.

Artikel 52
Klageret

1. Medlemsstaterne sikrer, at enhver afgørelse, der træffes i henhold til love eller administrative bestemmelser, der er vedtaget i overensstemmelse med dette direktiv, er begrundet og kan prøves ved domstolene. Retten til at indbringe en afgørelse for domstolene gælder også, hvis der ikke er truffet en afgørelse senest seks måneder efter indgivelsen af en ansøgning om tilladelse, der indeholder alle de i henhold til gældende bestemmelser krævede oplysninger.

2. Medlemsstaterne foreskriver, at et eller flere af nedennævnte organer, som fastsat i national lovgivning, i forbrugernes interesse og i overensstemmelse med national lovgivning kan indbringe en sag for domstolene eller de kompetente administrative organer for at sikre, at de nationale gennemførelsesbestemmelser til dette direktiv finder anvendelse:

a) offentlige organer og disses repræsentanter

b) forbrugerorganisationer, der har en berettiget interesse i at beskytte forbrugerne

c) faglige organisationer, der har en berettiget interesse i at indbringe en sag for at beskytte deres medlemmer.

Artikel 53
Udenretslig ordning for investorklager

1. Medlemsstaterne tilskynder til indførelse af effektive procedurer for klager og bilæggelse af tvister med henblik på udenretslig afgørelse af forbrugertvister om investeringsservice og accessoriske tjenesteydelser, der er leveret af investeringsselskaber, og kan med henblik herpå eventuelt gøre brug af eksisterende organer.

2. Medlemsstaterne sikrer, at disse organer ikke ved lov eller forskrifter forhindres i at samarbejde effektivt om løsningen af grænseoverskridende tvister.

Artikel 54
Tavshedspligt

1. Medlemsstaterne sikrer, at de kompetente myndigheder, alle, der arbejder eller har arbejdet for de kompetente myndigheder, og organer, til hvilke der er uddelegeret hverv i henhold til artikel 48, stk. 2, såvel som revisorer og eksperter, der har handlet på de kompetente myndigheders vegne, undergives tavshedspligt. Ingen af de fortrolige oplysninger, de modtager i forbindelse med de-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

res hverv, må videregives til andre personer eller myndigheder, undtagen i summarisk eller sammenfattet form, således at enkelte investeringsselskaber, markedsoperatører, regulerede markeder eller enhver anden person ikke kan identificeres, medmindre der er tale om tilfælde, der er omfattet af straffelovgivningen eller de øvrige bestemmelser i dette direktiv.

2. Hvis et investeringsselskab, en markedsoperatør eller et reguleret marked er erklæret konkurs eller trådt i likvidation som følge af en domstolsafgørelse, kan fortrolige oplysninger, der ikke vedrører tredjemand, videregives under en civil retssag, hvis det er nødvendigt for at gennemføre sagen.

3. De kompetente myndigheder, organer samt fysiske og juridiske personer bortset fra kompetente myndigheder, der modtager fortrolige oplysninger i henhold til dette direktiv, kan, medmindre der er tale om tilfælde, der er omfattet af straffelovgivningen, kun anvende oplysningerne i forbindelse med udførelsen af deres opgaver og udøvelsen af deres funktioner for de kompetente myndigheders vedkommende inden for dette direktivs anvendelsesområde eller for andre myndigheders, organers eller fysiske eller juridiske personers vedkommende til det formål, hvortil disse oplysninger blev givet til dem, og/eller i forbindelse med administrative eller retlige procedurer, der specielt er knyttet til udøvelsen af disse funktioner. Den myndighed, der modtager oplysningerne, kan dog anvende dem til andre formål, hvis den kompetente myndighed eller anden myndighed, organ eller person, der har meddelt oplysningerne, giver sit samtykke hertil.

4. Enhver fortrolig oplysning, der modtages, udveksles eller fremsendes i overensstemmelse med dette direktiv, er underlagt den i denne artikel omhandlede tavshedspligt. Denne artikel er dog ikke til hinder for, at de kompetente myndigheder udveksler eller fremsender fortrolige oplysninger i overensstemmelse med dette direktiv og andre direktiver, der finder anvendelse på investeringsselskaber, kreditinstitutter, pensionskasser, UCITS, forsikrings- og genforsikringsformidlere, forsikringsselskaber, regulerede markeder eller markedsoperatører eller på anden måde med samtykke fra den kompetente myndighed eller andre myndigheder eller organer eller fysiske eller juridiske personer, som har meddelt oplysningen.

5. Denne artikel er ikke til hinder for, at de kompetente myndigheder i overensstemmelse med national lovgivning udveksler eller videregiver fortrolige oplysninger, som ikke er modtaget fra en kompetent myndighed i en anden medlemsstat.

Artikel 55
Forbindelser med revisorer

1. Medlemsstaterne foreskriver som et minimum, at enhver, der har fået tilladelse i henhold til Rådets ottende direktiv 84/253/EØF af 10. april 1984 om autorisation af personer, der skal foretage lovpligtig revision af regnskaber(24), og som i et investeringsselskab udøver de i artikel 51 i Rådets fjerde direktiv 78/660/EØF af 25. juli 1978 om årsregnskaberne for visse selskabsformer(25), artikel 37 i direktiv 83/349/EØF eller artikel 31 i direktiv 85/611/EØF omhandlede hverv eller andet lovpligtigt hverv, har pligt til straks at indberette til de kompetente myndigheder ethvert forhold eller enhver afgørelse vedrørende selskabet, som han bliver vidende om under udøvelsen af dette hverv, og som kan

a) udgøre et væsentligt brud på lovbestemmelser eller forskrifter, som fastsætter betingelserne for meddelelse af tilladelse, eller som særlig vedrører investeringsselskabers virksomhed

b) påvirke investeringsselskabets kontinuerlige funktion

c) føre til nægtelse af at påtegne regnskaberne eller til, at der tages forbehold.

Den pågældende person er ligeledes forpligtet til at indberette ethvert forhold og enhver afgørelse, som han bliver vidende om under udøvelsen af et af de i første afsnit omhandlede hverv i en virksomhed, der har snævre forbindelser med det investeringsselskab, hvori han udøver dette hverv.

2. Hvis personer, der har fået tilladelse i henhold til direktiv 84/253/EØF, i god tro med-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

deler eventuelle forhold eller afgørelser som omhandlet i stk. 1 til de kompetente myndigheder, udgør dette ikke en tilsidesættelse af nogen kontraktlig eller lovmæssig begrænsning af retten til at videregive oplysninger, ligesom videregivelsen ikke på nogen måde vil være ansvarspådragende for de pågældende personer.

KAPITEL II
SAMARBEJDE MELLEM KOMPETENTE MYNDIGHEDER I FORSKELLIGE MEDLEMSSTATER

Artikel 56
Pligt til at samarbejde

1. De kompetente myndigheder i de forskellige medlemsstater samarbejder med hinanden på grundlag af deres beføjelser, enten i henhold til dette direktiv eller til national lovgivning, når det er nødvendigt for, at de kan udøve deres funktioner.

De kompetente myndigheder bistår de øvrige medlemsstaters kompetente myndigheder. De skal især udveksle oplysninger og samarbejde om undersøgelser eller tilsyn.

Med henblik på at lette og fremskynde samarbejdet, herunder navnlig udveksling af oplysninger, udpeger hver medlemsstat én kompetent myndighed som kontaktpunkt i dette direktivs forstand. Medlemsstaterne meddeler Kommissionen og de øvrige medlemsstater navnene på de myndigheder, der er udpeget til at kunne modtage anmodninger om udveksling af oplysninger eller samarbejde i henhold til dette stykke.

2. Når et reguleret markeds funktioner i et værtsland, under hensyntagen til situationen på værdipapirmarkederne i værtslandet, hvori det regulerede marked har etableret ordninger, er blevet af væsentlig betydning for værdipapirmarkedernes funktion og for beskyttelsen af investorerne i det pågældende værtsland, etablerer det regulerede markeds kompetente myndigheder i hjem- og værtslandet passende samarbejdsordninger.

3. Medlemsstaterne træffer de nødvendige administrative og organisatoriske foranstaltninger til at lette ydelsen af bistand som omhandlet i stk. 1.

De kompetente myndigheder kan udøve deres beføjelser til at fremme samarbejde, selv i tilfælde, hvor den adfærd, der undersøges, ikke udgør en overtrædelse af nogen gældende lovgivning i den pågældende medlemsstat.

4. Når en kompetent myndighed har god grund til at formode, at foretagender, der ikke er underlagt dens tilsyn, på en anden medlemsstats område udfører eller har udført handlinger, der er i strid med dette direktiv, skal denne kompetente myndighed give den kompetente myndighed i den anden medlemsstat en så nøjagtig meddelelse herom som muligt. Sidstnævnte myndighed træffer de nødvendige foranstaltninger. Den underretter den myndighed, der har givet meddelelsen, om resultatet og så vidt muligt om vigtige forhold i sagens videre forløb. Dette stykke berører ikke beføjelserne for den kompetente myndighed, som har fremsendt oplysningerne.

5. For at sikre den ensartede anvendelse af stk. 2 kan Kommissionen efter proceduren i artikel 64, stk. 2, vedtage gennemførelsesbestemmelser til fastlæggelse af de kriterier, hvorefter et reguleret markeds funktion i et værtsland kan anses for at være af væsentlig betydning for værdipapirmarkedets funktion og for beskyttelsen af investorer i det pågældende værtsland.

Artikel 57
Samarbejde om tilsyn, kontrol på stedet eller undersøgelser

En kompetent myndighed i en medlemsstat kan anmode den kompetente myndighed i en anden medlemsstat om at samarbejde om tilsyn eller en kontrol på stedet eller en undersøgelse. Såfremt der er tale om investeringsselskaber, der er fjernmedlemmer af et reguleret marked, kan det regulerede markeds kompetente myndighed vælge at henvende sig direkte til dem og skal i så fald underrette den kompetente myndighed i fjernmedlemmets hjemland herom.

Hvis en kompetent myndighed modtager en anmodning, der vedrører en kontrol på ste-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

det, eller en undersøgelse, skal denne inden for rammerne af sine beføjelser

a) selv foretage kontrollen eller undersøgelsen,

b) tillade, at den anmodende myndighed foretager kontrollen eller undersøgelsen, eller

c) lade en revisor eller anden sagkyndig foretage kontrollen eller undersøgelsen.

Artikel 58
Udveksling af oplysninger

1. De kompetente myndigheder i medlemsstaterne, som er blevet udpeget som kontaktpunkter i overensstemmelse med artikel 56, stk. 1, i dette direktiv, giver øjeblikkelig hinanden de oplysninger, som er nødvendige for, at de kan udføre de opgaver, der er tillagt de kompetente myndigheder, der er udpeget i henhold til artikel 48, stk. 1, i overensstemmelse med de bestemmelser, der vedtages i medfør af dette direktiv.

Kompetente myndigheder, der udveksler oplysninger med andre kompetente myndigheder i henhold til dette direktiv, kan på tidspunktet for videregivelsen af oplysningerne angive, at disse ikke må videregives uden deres udtrykkelige tilladelse, og oplysningerne må i så fald kun udveksles til anvendelse til de formål, som disse myndigheder har givet deres samtykke til.

2. Den kompetente myndighed, der er udpeget som kontaktpunkt, kan videregive de oplysninger, den har modtaget i henhold til stk. 1 og artikel 55 og 63, til de myndigheder, der er omhandlet i artikel 49. De må ikke videregive dem til andre organer eller fysiske eller juridiske personer uden udtrykkelig tilladelse fra de kompetente myndigheder, som meddelte oplysningerne, og de må alene anvendes til de formål, som disse myndigheder har givet deres tilladelse til, undtagen i behørigt begrundede tilfælde. I sidstnævnte tilfælde underretter kontaktpunktet straks det kontaktpunkt, som sendte oplysningerne.

3. De i artikel 49 omhandlede myndigheder samt andre organer eller fysiske og juridiske personer, der i henhold til denne artikels stk. 1 eller artikel 55 og 63 modtager fortrolige oplysninger, må kun anvende disse i forbindelse med udøvelsen af deres hverv, herunder navnlig:

a) til at kontrollere, at betingelserne for adgang til at udøve virksomhed som investeringsselskab er opfyldt og til at lette det individuelle eller det konsoliderede tilsyn med investeringsselskabernes virksomhed, særlig med hensyn til kapitalkravene i direktiv 93/6/EØF, administrativ og regnskabsmæssig praksis samt intern kontrol, eller

b) til at overvåge handelssystemers korrekte funktion, eller

c) til at pålægge sanktioner, eller

d) hvis de kompetente myndigheders afgørelser påklages til højere administrativ myndighed, eller

e) hvis de kompetente myndigheders afgørelser indbringes for domstolene efter artikel 52, eller

f) i den i artikel 53 omhandlede udenretslige ordning for investorklager.

4. Kommissionen kan efter proceduren i artikel 64, stk. 2, vedtage gennemførelsesbestemmelser om proceduren for udveksling af oplysninger mellem kompetente myndigheder.

5. Denne artikel og artikel 54 og 63 er ikke til hinder for, at en kompetent myndighed til centralbanker, Det Europæiske Centralbanksystem og Den Europæiske Centralbank i deres egenskab af pengepolitiske myndigheder og eventuelt andre offentlige myndigheder, der fører tilsyn med betalings- og afviklingssystemer, videregiver de fortrolige oplysninger, der er nødvendige for, at de kan udføre deres arbejde; der er heller ikke noget til hinder for, at sådanne myndigheder eller organer til de kompetente myndigheder videregiver oplysninger, som de har brug for til at udføre deres opgaver i henhold til dette direktiv.

Artikel 59
Nægtelse af samarbejde

En kompetent myndighed kan kun i følgende tilfælde nægte at efterkomme en an-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

modning om samarbejde i forbindelse med en undersøgelse, kontrol på stedet eller tilsyn efter bestemmelserne i artikel 57, eller at udveksle oplysninger i henhold til artikel 58:

a) undersøgelsen, kontrollen, tilsynet eller udvekslingen af oplysninger kan bringe den pågældende medlemsstats suverænitet, sikkerhed eller grundlæggende retsprincipper i fare

b) der er allerede indledt retsforfølgning med hensyn til de samme forhold og mod de samme personer ved denne stats myndigheder

c) disse personer har allerede fået endelig dom for de samme forhold af denne stats kompetente myndigheder.

I tilfælde af nægtelse skal den kompetente myndighed give den kompetente myndighed, der fremsætter anmodningen, meddelelse herom og fremlægge så detaljerede oplysninger som muligt.

Artikel 60
Myndighedernes indbyrdes konsultation før meddelelsen af tilladelse

1. Der skal finde forudgående konsultation sted med de kompetente myndigheder i den anden medlemsstat om meddelelse af tilladelse til et investeringsselskab, der

a) er dattervirksomhed af et investeringsselskab eller et kreditinstitut, der er har fået tilladelse i en anden medlemsstat,

b) er dattervirksomhed af en modervirksomhed for et investeringsselskab, eller et kreditinstitut, der har fået tilladelse i en anden medlemsstat, eller

c) kontrolleres af de samme fysiske eller juridiske personer, som kontrollerer et investeringsselskab eller et kreditinstitut, der har fået tilladelse i en anden medlemsstat.

2. Den kompetente myndighed i en berørt medlemsstat, som har ansvar for tilsynet med kreditinstitutter eller forsikringsselskaber, høres forud for meddelelse af tilladelse til et investeringsselskab, der er

a) dattervirksomhed af et kreditinstitut eller forsikringsselskab, der er meddelt tilladelse i Fællesskabet,

b) dattervirksomhed af modervirksomheden for et kreditinstitut eller forsikringsselskab, der er meddelt tilladelse i Fællesskabet, eller

c) kontrolleret af den samme fysiske eller juridiske person, som kontrollerer et kreditinstitut eller forsikringsselskab, der er meddelt tilladelse i Fællesskabet.

3. De i stk. 1 og 2 omhandlede relevante kompetente myndigheder hører navnlig hinanden ved vurdering af aktionærernes og selskabsdeltagernes egnethed samt af omdømme og erfaring hos personer, der faktisk leder forretningerne, og som deltager i ledelsen af en anden enhed i samme koncern. Myndighederne udveksler alle oplysninger om aktionærers og selskabsdeltageres egnethed og hæderlighed samt om omdømme og erfaringer hos de personer, der faktisk leder forretningerne, i det omfang deres omdømme og erfaringer har betydning for de øvrige involverede kompetente myndigheder, for meddelelsen af tilladelse og for den løbende vurdering af, om betingelserne for fortsat drift er opfyldt.

Artikel 61
Beføjelser til værtslande

1. Værtslandene kan - til statistisk brug - kræve, at alle investeringsselskaber, der har filialer på deres område, regelmæssigt foretager indberetning om disse filialers virksomhed.

2. Værtslandet kan med henblik på varetagelse af de opgaver, der påhviler det efter dette direktiv, kræve, at filialer af investeringsselskaber giver de nødvendige oplysninger til kontrol af, at de overholder de af værtslandets normer, der gælder for dem, i de i artikel 32, stk. 7, omhandlede tilfælde. Sådanne krav må ikke være mere vidtgående end dem, de pågældende medlemsstater stiller til etablerede selskaber for at kunne kontrollere, at disse overholder de samme normer.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Artikel 62
Værtslandes beskyttelsesforanstaltninger

1. Hvis den kompetente myndighed i værtslandet har klare og påviselige grunde til at tro, at et investeringsselskab, der virker på dets område i henhold til reglerne om fri udveksling af tjenesteydelser, eller at et investeringsselskab, der har en filial på dets område, har tilsidesat forpligtelserne i de bestemmelser, der vedtages i medfør af dette direktiv, og hvis bestemmelserne ikke giver nogen beføjelser til den kompetente myndighed i værtslandet, forelægger den disse grunde for den kompetente myndighed i hjemlandet.

Hvis investeringsselskabet trods de foranstaltninger, der træffes af den kompetente myndighed i hjemlandet, eller fordi disse foranstaltninger viser sig utilstrækkelige, fortsætter med at optræde på en måde, der klart skader værtslandets investorers interesser eller markedernes ordnede funktion, træffer den kompetente myndighed i værtslandet efter at have underrettet den kompetente myndighed i hjemlandet herom alle nødvendige foranstaltninger for at beskytte investorerne og markedernes korrekte funktion. Dette indebærer, at investeringsselskaber, der overtræder bestemmelserne, kan forhindres i at udføre yderligere forretninger på deres områder. Kommissionen underrettes straks om sådanne foranstaltninger.

2. Hvis de kompetente myndigheder i et værtsland konstaterer, at et investeringsselskab, der har en filial på værtslandets område, ikke overholder de love eller administrative bestemmelser, som værtslandet har vedtaget i medfør af dette direktivs bestemmelser, og hvor direktivets bestemmelser tillægger værtslandets myndigheder kompetence, stiller disse myndigheder krav til det pågældende investeringsselskab om at bringe de ulovlige forhold til ophør.

Hvis det pågældende investeringsselskab ikke tager de nødvendige skridt, skal værtslandets kompetente myndigheder træffe de nødvendige foranstaltninger med henblik på at sikre, at investeringsselskabet bringer det ulovlige forhold til ophør. Arten af disse foranstaltninger skal meddeles hjemlandets kompetente myndigheder.

Hvis det pågældende investeringsselskab til trods for de foranstaltninger, der er truffet af værtslandet, fortsat overtræder de i første afsnit omhandlede lovbestemmelser, som finder anvendelse i værtslandet, kan værtslandet, efter at have givet de kompetente myndigheder i hjemlandet underretning herom, træffe de foranstaltninger, der er nødvendige for at forebygge eller straffe nye ulovligheder, og om nødvendigt forhindre at investeringsselskabet udfører nye forretninger på dets område. Kommissionen skal straks have meddelelse om sådanne foranstaltninger.

3. Hvis den kompetente myndighed i værtslandet for et reguleret marked eller en MHF har klare og påviselige grunde til at tro, at et sådant reguleret marked eller en MHF har tilsidesat forpligtelserne i de bestemmelser, der vedtages i medfør af dette direktiv, forelægger den disse grunde for den kompetente myndighed i det regulerede markeds eller MHF'ens hjemland.

Hvis det pågældende regulerede marked eller MHF trods de foranstaltninger, der træffes af den kompetente myndighed i hjemlandet, eller fordi disse foranstaltninger viser sig utilstrækkelige, fortsætter med at optræde på en måde, der klart skader værtslandets investorers interesser eller markedernes ordnede funktion, træffer den kompetente myndighed i værtslandet efter at have underrettet den kompetente myndighed i hjemlandet herom alle nødvendige foranstaltninger for at beskytte investorer og markedernes ordnede funktion. Dette indebærer, at det pågældende regulerede marked eller MHF kan forhindres i at give fjernmedlemmer eller deltagere, der er etableret i værtslandet, adgang til deres ordninger. Kommissionen skal straks have meddelelse om sådanne foranstaltninger.

4. Enhver foranstaltning, der træffes efter stk. 1, 2 eller 3, og hvorved der pålægges sanktioner eller begrænsninger i et investeringsselskabs eller et reguleret markeds aktiviteter, skal være behørigt begrundet og skal meddeles det pågældende investeringsselskab eller regulerede marked.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

KAPITEL III
SAMARBEJDE MED TREDJELANDE

Artikel 63
Udveksling af oplysninger med tredjelande

1. Medlemsstaterne må kun indgå samarbejdsaftaler om udveksling af oplysninger med de kompetente myndigheder i tredjelande, såfremt de oplysninger, der videregives, er underlagt en tavshedspligt, der er mindst svarer til tavshedspligten i henhold til artikel 54. Udvekslingen af oplysninger skal have til formål at give disse kompetente myndigheder mulighed for at udføre deres opgaver.

Medlemsstaterne kan videregive personoplysninger til tredjelande i overensstemmelse med kapitel IV i direktiv 95/46/EF.

Medlemsstaterne kan også indgå samarbejdsaftaler om udveksling af oplysninger med tredjelandes myndigheder, organer og fysiske eller juridiske personer, der har ansvaret for

i) tilsyn med kreditinstitutter, andre finansielle institutioner og forsikringsselskaber samt med de finansielle markeder

ii) likvidation og konkursbehandling af investeringsselskaber og lignende procedurer

iii) den lovpligtige revision af investeringsselskabers og andre finansielle enheders, kreditinstitutters og forsikringsselskabers regnskaber i forbindelse med udførelsen af deres tilsynsopgaver, eller som forvalter garantiordninger i forbindelse med udførelsen af deres opgaver

iv) tilsyn med organer, der er ansvarlige for likvidation og konkursbehandling af investeringsselskaber og lignende procedurer

v) tilsyn med personer, der er ansvarlige for den lovpligtige revision af forsikringsselskabers, kreditinstitutters, investeringsselskabers og andre finansielle enheders regnskaber,

men kun såfremt de oplysninger, der videregives, er underlagt en tavshedspligt, der er mindst svarer til tavshedspligten i henhold til artikel 54. Udvekslingen af oplysninger skal have til formål at give disse myndigheder, organer og fysiske eller juridiske personer mulighed for at udføre deres opgaver.

2. Når oplysningerne hidrører fra en anden medlemsstat, må de ikke videregives uden udtrykkelig tilladelse fra de kompetente myndigheder, som først har videregivet oplysningerne, og de må i givet fald alene anvendes til de formål, som disse myndigheder har givet deres samtykke til. Den samme bestemmelse gælder for oplysninger, der afgives af kompetente myndigheder i tredjelande.

AFSNIT V
AFSLUTTENDE BESTEMMELSER

Artikel 64
Udvalgsprocedure

1. Kommissionen bistås af Det Europæiske Værdipapirudvalg, der er nedsat ved Kommissionens afgørelse 2001/528/EF(26) (i det følgende benævnt »udvalget«).

2. Når der henvises til dette stykke, anvendes artikel 5 og 7 i Rådets afgørelse 1999/468/EF, jf. dennes artikel 8, for så vidt de gennemførelsesforanstaltninger, der træffes efter denne procedure, ikke ændrer de grundlæggende bestemmelser i dette direktiv.

Perioden i artikel 5, stk. 6, i afgørelse 1999/468/EF, fastsættes til tre måneder.

3. Efter udløbet af en fireårig periode fra direktivets ikrafttrædelse og uden at dette berører de gennemførelsesbestemmelser, der allerede er vedtaget, suspenderes anvendelsen af dette direktivs bestemmelser, som i henhold til stk. 2 kræver, at der vedtages tekniske regler og afgørelser. Europa-Parlamentet og Rådet kan på forslag af Kommissionen forny disse bestemmelser efter proceduren i traktatens artikel 251 og tager dem med henblik herpå op til revision inden udløbet af ovennævnte tidsrum.

Artikel 65
Rapporter og revision

1. Senest den…(27) aflægger Kommissionen efter en offentlig høring og på baggrund af

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

drøftelser med de kompetente myndigheder rapport til Europa-Parlamentet og Rådet om den eventuelle udvidelse af anvendelsesområdet for dette direktivs bestemmelser om gennemsigtighedskravene før og efter handelen til også at omfatte transaktioner med andre typer finansielle instrumenter end aktier.

2. Senest den...(28) aflægger Kommissionen rapport til Europa-Parlamentet og Rådet om anvendelsen af artikel 27.

3. Senest den...(29) aflægger Kommissionen efter en offentlig høring og på baggrund af drøftelser med de kompetente myndigheder rapport til Europa-Parlamentet og Rådet om:

a) den fortsatte hensigtsmæssighed af undtagelsen i henhold til artikel 2, stk. 1, litra k), for virksomheder, hvis hovederhverv består i handel for egen regning med råvarederivater

b) form og indhold af rimelige krav til meddelelsen af tilladelse til og tilsynet med virksomheder som f.eks. investeringsselskaber i dette direktivs forstand

c) hensigtsmæssigheden af bestemmelserne vedrørende udpegelse af tilknyttede agenter til udførelse af investeringsservice og/eller -aktiviteter, navnlig for så vidt angår tilsynet med dem

d) den fortsatte hensigtsmæssighed af undtagelsen i henhold til artikel 2, stk. 1, litra i).

4. Senest den...(30) forelægger Kommissionen en rapport for Europa-Parlamentet og Rådet om fjernelsen af de hindringer, som kan stå i vejen for en konsolidering på europæisk plan af de oplysninger, som de forskellige handelssystemer har pligt til at offentliggøre.

5. På grundlag af de i stk. 1-4 anførte rapporter kan Kommissionen fremlægge forslag til relaterede ændringer af dette direktiv.

6. Senest den...(31) aflægger Kommissionen på baggrund af drøftelser med de kompetente myndigheder rapport til Europa-Parlamentet og Rådet om den fortsatte hensigtsmæssighed af kravene om en erhvervsansvarsforsikring for formidlere i henhold til EF-lovgivningen.

Artikel 66
Ændring af direktiv 85/611/EØF

Artikel 5, stk. 4, i direktiv 85/611/EØF affattes således: »4. Artikel 2, stk. 2, og artikel 12, 13 og 19 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004//EF(32) af... om markeder for finansielle instrumenter(33) finder anvendelse på administrationsselskabers præstation af de tjenesteydelser, der er omhandlet i stk. 3 i denne artikel..«

Artikel 67
Ændring af direktiv 93/6/EØF

I direktiv 93/6/EØF foretages følgende ændringer:

1) Artikel 2, nr. 2, affattes således: »2. 'investeringsselskab', alle institutter, der svarer til definitionen i artikel 4, nr. 1, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004//EF(34) af... om markeder for finansielle instrumenter(35), som er underlagt kravene i nævnte direktiv, bortset fra:

a) kreditinstitutter

b) lokale firmaer som defineret i nr. 20, og

c) firmaer, der kun har tilladelse til at yde investeringsrådgivning og/eller modtage og formidle ordrer fra investorer, i begge tilfælde uden at opbevare penge og/eller værdipapirer, der tilhører deres kunder, og som derfor ikke på noget tidspunkt risikerer at komme i debet hos deres kunder..«

2) Artikel 3, nr. 4, affattes således: »4. De i artikel 2, stk. 2, litra b), omhandlede selskaber skal have en startkapital på 50000 EUR i det omfang, de er omfattet af reglerne om fri etablering eller fri udveksling af tjenesteydelser i artikel 31 eller 32 i direktiv 2004/39/EF.«

3) I artikel 3 indsættes følgende stykker: »4a. Indtil revisionen af direktiv 93/6/EØF har fundet sted, skal de i artikel 2, stk. 2, litra c), nævnte selskaber råde over:

a) en startkapital på 50000 EUR, eller

b) en erhvervsansvarsforsikring, som dækker hele Fællesskabet, eller anden tilsva-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

rende garanti mod erstatningskrav som følge af pligtforsømmelse, med en dækning på mindst 1000000 EUR for hvert erstatningskrav, dog højst 1500000 EUR i alt om året for alle krav, eller

c) en kombination af startkapital og erhvervsansvarsforsikring i en form, som giver en dækning, der svarer til litra a) og b) ovenfor.

De i dette stykke omhandlede beløb skal revideres regelmæssigt af Kommissionen under hensyn til udviklingen i Eurostats europæiske forbrugerprisindeks, og tilpasningerne skal være de samme og ske på samme tid som tilpasningerne efter artikel 4, stk. 7, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/92/EF af 9. december 2002 om forsikringsmæglervirksomhed(36).

4b. Hvis et investeringsselskab, der er omhandlet i artikel 2, stk. 2, litra c), også er registreret i henhold til direktiv 2002/92/EF, skal det opfylde det i samme direktivs artikel 4, stk. 3, fastsatte krav og skal supplerende have:

a) en startkapital på 25000 EUR, eller

b) en erhvervsansvarsforsikring, som dækker hele Fællesskabet, eller anden tilsvarende garanti mod erstatningskrav som følge af pligtforsømmelse, med en dækning på mindst 500000 EUR for hvert erstatningskrav, dog højst 750000 EUR i alt om året for alle krav, eller

c) en kombination af startkapital og erhvervsansvarsforsikring i en form, som giver en dækning, der svarer til litra a) og b).«

Artikel 68
Ændring af direktiv 2000/12/EF

Bilag 1 til direktiv 2000/12/EF ændres således:

I slutningen af bilag I tilføjes følgende sætning: »De i bilag I, afsnit A og B, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004//EF(37) af…(38) om markeder for finansielle instrumenter, anførte tjenesteydelser og aktiviteter i tilknytning til de i bilag I, afsnit C, omhandlede markeder for finansielle instrumenter, er omfattet af principperne om gensidig anerkendelse i nærværende direktiv..«

Artikel 69
Ophævelse af direktiv 93/22/EØF

Direktiv 93/22/EØF ophæves med virkning fra den…(39). Henvisninger til direktiv 93/22/EØF skal fortolkes som henvisninger til nærværende direktiv. Henvisninger til begreber, der er defineret i direktiv 93/22/EØF, eller til artikler heri, skal fortolkes som henvisninger til det tilsvarende begreb, der er defineret i nærværende direktiv eller til artikler heri.

Artikel 70
Gennemførelse

Medlemsstaterne vedtager de love og administrative bestemmelser, der er nødvendige for at efterkomme dette direktiv, senest den…(40). De underretter straks Kommissionen herom.

Når medlemsstaterne vedtager disse love og bestemmelser, skal de ved vedtagelsen indeholde en henvisning til dette direktiv, eller de skal ved offentliggørelsen ledsages af en sådan henvisning. De nærmere regler for henvisningen fastsættes af medlemsstaterne.

Artikel 71
Overgangsbestemmelser

1. Investeringsselskaber, der i deres hjemland allerede har fået tilladelse til at yde investeringsservice før den…(41), anses også for at have tilladelse hertil i medfør af dette direktiv, såfremt hjemlandets lovgivning fastsætter, at investeringsselskaber for at udøve en sådan virksomhed skal overholde krav, der svarer til de i artikel 9-14 fastsatte.

2. Et reguleret marked eller en markedsoperatør, som allerede har fået tilladelse i hjemlandet før den…(42), anses også for at have tilladelse hertil i medfør af dette direktiv, såfremt hjemlandets lovgivning fastsætter, at det regulerede marked eller markedsoperatøren (alt efter tilfældet) skal overholde krav, der svarer til de i afsnit III fastsatte.

3. Tilknyttede agenter, der allerede er optaget i et offentligt register før den…(43), anses også for at være registreret efter dette direktiv, hvis hjemlandets lovgivning fast-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

sætter, at tilknyttede agenter skal overholde krav, der svarer til de i artikel 23 fastsatte.

4. Oplysninger, der er videregivet inden den...(44), efter artikel 17, 18 eller 30 i direktiv 93/22/EØF, anses for at være videregivet efter artikel 31 og 32 i dette direktiv.

5. Ethvert eksisterende system, som falder ind under definitionen af en MHF, der drives af en markedsoperatør af et reguleret marked, godkendes som en MHF efter anmodning fra markedsoperatøren af det regulerede marked, forudsat at den overholder regler svarende til dem, der kræves i dette direktiv for så vidt angår godkendelse og drift af en MHF, og forudsat at den pågældende anmodning fremsættes senest 18 måneder efter den i artikel 70 nævnte dato.

6. Investeringsselskaber har tilladelse til fortsat at betragte eksisterende professionelle kunder som sådanne, forudsat at indplaceringen i denne kategori er foretaget af investeringsselskaber på grundlag af en forsvarlig vurdering af kundens ekspertise, erfaring og viden, således at der er rimelig sikkerhed for, at kunden i lyset af arten af de påtænkte transaktioner eller tjenesteydelser er i stand til at træffe egne investeringsbeslutninger og forstår den hermed forbundne risiko. De pågældende investeringsselskaber skal oplyse deres kunder om de betingelser for indplacering i kundekategorier, der er fastsat i dette direktiv.

Artikel 72
Ikrafttrædelse

Dette direktiv træder i kraft på dagen for offentliggørelsen i Den Europæiske Unions Tidende.

Artikel 73
Adressater

Dette direktiv er rettet til medlemsstaterne.

Udfærdiget i Strasbourg, den 21. april 2004

På Europa-Parlamentets vegne

P. Cox

Formand

På Rådets vegne

D. Roche

Formand

(1) EUT C 71 E af 25.3.2003, s. 62.

(2) EUT C 220 af 16.9.2003, s. 1.

(3) EUT C 144 af 20.6.2003, s. 6.

(4) Europa-Parlamentets udtalelse af 25.9.2003 (endnu ikke offentliggjort i EUT), Rådets fælles holdning af 8.12.2003 (EUT C 60 E af 9.3.2004, s. 1) og Europa-Parlamentets holdning af 30.3.2004 (endnu ikke offentliggjort i EUT). Rådets beslutning af 7.4.2004.

(5) EFT L 141 af 11.6.1993, s. 27. Senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/87/EF (EUT L 35 af 11.2.2003, s. 1).

(6) EFT 56 af 4.4.1964, s. 878/64. Ændret ved tiltrædelsesakten af 1972.

(7) EFT L 228 af 16.8.1973, s. 3. Senest ændret ved direktiv 2002/87/EF.

(8) EFT L 345 af 19.12.2002, s. 1.

(9) EFT L 126 af 26.5.2000, s. 1. Senest ændret ved direktiv 2002/87/EF.

(10) EFT L 141 af 11.6.1993, s. 1. Senest ændret ved direktiv 2002/87/EF.

(11) EFT L 9 af 15.1.2003, s. 3.

(12) EFT L 168 af 27.6.2002, s. 43.

(13) EFT L 281 af 23.11.1995, s. 31.

(14) EFT L 184 af 6.7.2001, s. 1. Senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF (EUT L 345 af 31.12.2003, s. 64).

(15) EFT L 115 af 17.4.1998, s. 31.

(16) EFT L 184 af 17.7.1999, s. 23.

(17) EFT L 26 af 31.1.1977, s. 1. Senest ændret ved tiltrædelsesakten af 1994.

(18) EFT L 375 af 31.12.1985, s. 3. Senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/108/EF (EFT L 41 af 13.2.2002, s. 35).

(19) EFT L 193 af 18.7.1983, s. 1. Senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

direktiv 2003/51/EF (EUT L 178 af 17.7.2003, s. 16).

(20) EFT L 84 af 26.3.1997, s. 22.

(21) EUT L 96 af 12.4.2003, s. 16.

(22) EFT L 166 af 28.6.1991, s. 77. Senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/97/EF (EFT L 344 af 28.12.2001, s. 76).

(23) EUT L 345 af 31.12.2003, s. 64.

(24) EFT L 126 af 12.5.1984, s. 20.

(25) EFT L 222 af 14.8.1978, s. 11. Senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/51/EF (EUT L 178 af 17.7.2003, s. 16).

(26) EFT L 191 af 13.7.2001, s. 45.

(27) To år efter dette direktivs ikrafttræden.

(28) Tre år efter dette direktivs ikrafttræden.

(29) 30 måneder efter dette direktivs ikrafttræden.

(30) 30 måneder efter nærværende direktivs ikrafttræden.

(31) Et år efter nærværende direktivs ikrafttræden.

(32) Henvisning til nærværende direktiv indsættes af Publikationskontoret.

(33) EUT L...

(34) Henvisning til nærværende direktiv indsættes af Publikationskontoret.

(35) EUT L...

(36) EFT L 9 af 15.1.2003. s. 3.

(37) Henvisning til nærværende direktiv indsættes af Publikationskontoret.

(38) EUT L...

(39) 24 måneder efter nærværende direktivs ikrafttræden.

(40) 24 måneder efter dette direktivs ikrafttræden.

(41) 24 måneder efter dette direktivs ikrafttræden.

(42) 24 måneder efter dette direktivs ikrafttræden.

(43) 24 måneder efter dette direktivs ikrafttræden.

(44) 24 måneder efter dette direktivs ikrafttræden.

BILAG I
LISTE OVER TJENESTEYDELSER OG AKTIVITETER SAMT FINANSIELLE INSTRUM*ENTER*

Afsnit A
Tjenesteydelser og aktiviteter

1) Modtagelse og formidling af ordrer vedrørende et eller flere finansielle instrumenter

2) Udførelse af ordrer for kunders regning

3) Handel for egen regning

4) Porteføljepleje

5) Investeringsrådgivning

6) Afsætningsgaranti for finansielle instrumenter og/eller placering af finansielle instrumenter på grundlag af en fast forpligtelse

7) Placering af finansielle instrumenter uden fast forpligtelse

8) Drift af multilaterale handelsfaciliteter.

Afsnit B
Accessoriske tjenesteydelser

1) Opbevaring og forvaltning af finansielle instrumenter for kunders regning, herunder depotvirksomhed og tilknyttede tjenesteydelser som f.eks. sikkerhedsstillelse/likviditetspleje

2) Kredit- eller långivning til en investor, således at denne kan udføre en transaktion med et eller flere finansielle instrumenter, såfremt den virksomhed, der yder kreditten eller lånet, deltager i transaktionen

3) Rådgivning til virksomheder vedrørende kapitalstrukturer, industristrategi og dermed beslægtede spørgsmål samt rådgivning og tjenesteydelser vedrørende fusioner og opkøb af virksomheder

4) Valutatransaktioner, når de pågældende

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

transaktioner er et led i ydelsen af investeringsservice

5) Investeringsanalyser og finansielle analyser eller andre former for generelle anbefalinger vedrørende transaktioner med finansielle instrumenter.

6) Tjenesteydelser vedrørende afsætningsgaranti.

6a) Investeringsservice og -aktiviteter samt accessoriske tjenesteydelser af den type, der er omhandlet i bilag 1, afsnit A eller B vedrørende det underliggende instrument for derivaterne i afsnit C - 5, 6, 7 og 10 - når disse er knyttet til ydelsen af investeringsservice eller accessoriske tjenesteydelser.

Afsnit C
Finansielle instrumenter

1) Værdipapirer

2) Pengemarkedsinstrumenter

3) Andele i institutter for kollektiv investering

4) Optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA) og enhver anden derivataftale vedrørende værdipapirer, valutaer, renter eller afkast, eller andre derivater, finansielle indekser eller finansielle mål, som kan afvikles fysisk eller afregnes kontant

5) Optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA) og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, som skal afregnes kontant, eller som kan afregnes kontant, hvis en af parterne ønsker det (af anden grund end misligholdelse eller anden årsag til opsigelse)

6) Optioner, futures, swaps og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, som kan afvikles fysisk, såfremt de handles på et reguleret marked og/eller en MHF

7. Optioner, futures, swaps, terminskontrakter og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, som kan afvikles fysisk, ikke ellers er nævnt i C.6 og ikke har noget kommercielt formål, som har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, idet der bl.a. tages hensyn til, om de cleares og afvikles via anerkendte clearingsinstitutter eller er omfattet af regelmæssig fastsættelse af margin

8) Kreditderivater

9) Finansielle differencekontrakter.

10. Optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA) og enhver anden derivataftale, som vedrører klimatiske variabler, fragtrater, emissionstilladelser eller inflationsrater eller andre officielle økonomiske statistikker, som skal afregnes kontant, eller som kan afregnes kontant, hvis en af parterne ønsker det (af anden grund end misligholdelse eller anden årsag til opsigelse), samt enhver anden derivataftale vedrørende aktiver, rettigheder, forpligtelser, indekser og mål, som ikke på anden vis er nævnt i afsnit C og som har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, idet der bl.a. tages hensyn til, om de handles på et reguleret marked eller en MHF, cleares og afvikles via anerkendte clearingsinstitutter eller er omfattet af regelmæssig fastsættelse af margin

BILAG II
PROFESSIONELLE KUNDER I DETTE DIREKTIVS FORSTAND

En professionel kunde er en kunde, der besidder den fornødne erfaring, viden og ekspertise til at træffe sine egne investeringsbeslutninger og foretage en korrekt vurdering af risiciene i forbindelse hermed. For at komme i betragtning som professionel kunde skal kunden opfylde følgende krav:

I. Kundekategorier, der anses for professionelle

Følgende bør alle anses for professionelle i direktivets forstand i forbindelse med alle investeringsserviceydelser, og -aktiviteter samt finansielle instrumenter.

1) Foretagender, der skal have tilladelse eller underkastes regulering for at virke på de finansielle markeder. Nedenstående liste bør forstås som omfattende alle foretagender, der har fået tilladelse, og som udøver de for de nævnte foretagender kendetegnende aktiviteter: foretagender, der har fået tilladelse af en medlemsstat i henhold til et direktiv,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

foretagender, der har fået tilladelse af eller er underkastet regulering i en medlemsstat uden hjemmel i et direktiv, samt foretagender, der har fået tilladelse af eller er underkastet regulering i et tredjeland:

a) Kreditinstitutter

b) Investeringsselskaber

c) Andre finansielle institutioner, der har fået tilladelse eller er underkastet regulering

d) Forsikringsselskaber

e) Kollektive investeringsordninger og selskaber, der administrer sådanne ordninger

f) Pensionskasser og disses administrationsselskaber

g) Råvare- og råvarederivathandlere

h) Lokale firmaer

i) Andre institutionelle investorer.

2) Store virksomheder, der opfylder to af følgende krav til størrelse på virksomhedsplan:

— balancesum: 20 000 000 EUR

— nettoomsætning: 40 000 000 EUR

— egenkapital: 2 000 000 EUR.

3) Nationale og regionale regeringer, offentlige organer, der forvalter den offentlige gæld, centralbanker, internationale og overnationale institutioner som f.eks. Verdensbanken, IMF, ECB, EIB og andre lignende internationale organisationer.

4) Andre institutionelle investorer, der primært investerer i finansielle instrumenter, herunder enheder, der beskæftiger sig med securitisation af aktiver eller andre finansielle transaktioner.

Ovennævnte foretagender anses for professionelle kunder. De skal dog have mulighed for at anmode om behandling som ikke-professionelle, og investeringsselskaber kan indvillige i at yde en højere grad af beskyttelse. Når et investeringsselskabs kunde er en af ovennævnte virksomheder skal investeringsselskabet, før det præsterer tjenesteydelser, underrette kunden om, at han ud fra de foreliggende oplysninger anses for at være en professionel kunde og vil blive behandlet som sådan, medmindre investeringsselskabet og kunden træffer anden aftale. Investeringsselskabet skal tillige underrette kunden om, at han kan anmode om en ændring af aftalebetingelserne med henblik på at opnå en højere grad af beskyttelse.

Det påhviler en kunde, der anses som professionel kunde, at anmode om en højere grad af beskyttelse, når vedkommende mener sig ude af stand til at foretage en korrekt risikovurdering eller -styring.

Denne højere grad af beskyttelse vil blive ydet, når en kunde, der anses for at være professionel, indgår en skriftlig aftale med investeringsselskabet om ikke at blive behandlet som professionel ved anvendelsen af reglerne for god forretningsskik. Det skal fremgå af en sådan aftale, om denne gælder for en eller flere særlige tjenesteydelser eller transaktioner eller for en eller flere typer produkter eller transaktioner.

II. Kunder, der efter anmodning kan behandles som professionelle kunder

II.1. Identifikationskriterier

Kunder, der ikke er nævnt i afsnit I, herunder offentlige organer og individuelle privatinvestorer, kan også give afkald på en del af den beskyttelse, der ydes i henhold til reglerne om god forretningsskik.

Investeringsselskaber bør derfor have mulighed for at behandle alle ovennævnte kunder som professionelle kunder, forudsat at de relevante kriterier nedenfor er opfyldt og nedenstående procedure er fulgt. Disse kunder må dog ikke antages at besidde viden om markederne og erfaring, der kan sammenlignes med de i afsnit I omhandlede kategoriers viden og erfaring.

Ethvert afkald på den beskyttelse, der ydes af standardreglerne for god forretningsskik, anses kun for gyldigt, såfremt investeringsselskabet efter en fyldestgørende vurdering af kundens ekspertise, erfaringer og viden og på baggrund af de påtænkte transaktioners eller tjenesteydelsers art har opnået en rimelig sikkerhed for, at kunden er i stand til at træffe sine egne investeringsbeslutninger og forstå de involverede risici.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Den egnethedsprøve, der anvendes over for ledere og direktører af foretagender, der har fået tilladelse efter de finansielle direktiver, er et eksempel på, hvorledes ekspertise og viden kan vurderes. I tilfælde af mindre foretagender bør den person, der gøres til genstand for ovenstående vurdering, være den person, der har fået tilladelse til at gennemføre transaktioner for foretagendets regning.

Ved ovennævnte vurdering bør mindst to af følgende kriterier være opfyldt:

- kunden har foretaget omfattende transaktioner på det relevante marked gennemsnitlig ti gange pr. kvartal i de foregående fire kvartaler

- størrelsen af kundens portefølje, der defineres som omfattende kontantbeholdning og finansielle instrumenter, overstiger 500000 EUR

- kunden arbejder eller har arbejdet i den finansielle sektor i mindst ét år i en stilling, der kræver viden om de påtænkte transaktioner eller tjenesteydelser.

II.2. Procedure

De ovenfor definerede kunder kan kun give afkald på beskyttelsen i henhold til de detaljerede regler om god forretningsskik efter følgende procedure:

- de skal skriftligt meddele investeringsselskabet, at de ønsker at blive behandlet som professionelle kunder, enten generelt eller i forbindelse med en bestemt investeringsservice eller transaktion eller en bestemt transaktions- eller produkttype

- investeringsselskabet skal give dem en klar skriftlig orientering om den beskyttelse og de investorgarantirettigheder, de risikerer at miste

- de skal skriftligt i et andet dokument end kontrakten erklære, at de kender følgerne af at miste denne beskyttelse.

Investeringsselskaber skal, før de beslutter at imødekomme eventuelle ønsker om at give afkald på beskyttelse, træffe alle rimelige foranstaltninger til at sikre, at en kunde, der anmoder om at blive behandlet som professionel kunde, opfylder kravene i afsnit II.1 ovenfor.

Hvis kunder allerede er blevet klassificeret som professionelle kunder efter kriterier og procedurer svarende til ovenstående, er det imidlertid ikke hensigten, at deres relationer til investeringsselskaber skal berøres af eventuelle nye regler, der vedtages i henhold til dette bilag.

Investeringsselskaber skal ved klassificeringen af kunder følge hensigtsmæssige skriftlige interne politikker og procedurer. Professionelle kunder er ansvarlige for, at investeringsselskabet holdes løbende underrettet om enhver ændring, der vil kunne påvirke deres klassificering. Hvis investeringsselskabet imidlertid bliver klar over, at kunden ikke længere opfylder de oprindelige betingelser, som berettigede ham til en behandling som professionel kunde, skal investeringsselskabet træffe passende forholdsregler.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Oversigt over regulerede markeder og nationale bestemmelser til gennemførelse af de relevante krav i investeringsservicedirektivet (93/22) (2005/C 112/02)

I henhold til artikel 16 i direktivet om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer (93/22) (EFT L141 af 11.6.1993)

kan hver medlemsstat give de markeder, som den er hjemland for, og som overholder

dens gældende regler, status som »reguleret marked«.

Artikel 1, stk. 13, i direktiv 93/22/EØF definerer et »reguleret marked« som et marked for de i afsnit B i

bilaget til investeringsservicedirektivet nævnte finansielle instrumenter,

— der er anerkendt som sådant i den medlemsstat, som er hjemlandet ifølge artikel 1, nr. 6, litra c), i investeringsservicedirektivet

— som fungerer regelmæssigt

— som er karakteriseret ved, at der findes regler, som de kompetente myndigheder har udstedt eller

godkendt, og som fastlægger vilkårene for markedets funktion, vilkårene for adgang til markedet samt,

når direktiv 79/279 [om optagelse til officiel notering] finder anvendelse, de vilkår for adgang til notering,

der er fastsat i nævnte direktiv, og, når nævnte direktiv ikke finder anvendelse, de vilkår som et

finansielt instrument skal opfylde, for at det faktisk kan omsættes på markedet

— som overholder alle krav om indberetning og gennemsigtighed, der er foreskrevet i artikel 20 og 21 [i investeringsservicedirektivet].

Det fastsættes i artikel 16 i direktiv 93/22, at alle medlemsstater skal opstille en ajourført liste over de regulerede

markeder, som de har godkendt. Disse oplysninger skal meddeles de øvrige medlemsstater og

Kommissionen. I henhold til samme artikel skal Kommissionen offentliggøre en liste over de regulerede

markeder, som den hvert år får meddelelse om. Denne liste er udarbejdet i overensstemmelse med dette

krav.

Vedlagte liste viser navnet på de enkelte markeder, som de kompetente nationale myndigheder har

godkendt som værende i overensstemmelse med definitionen på et »reguleret marked«. Herudover anføres

den enhed, der er ansvarlig for at lede markederne, og den kompetente myndighed, der er ansvarlig for at

udstede og godkende reglerne for markederne.

Som følge af lempede adgangskrav og specialisering i handelssegmenter er listen over »regulerede

markeder« under stadig forandring. Følgelig vil Europa-Kommissionen ud over den årlige offentliggørelse i

EUT have en opdateret version af denne liste på sin officielle webside [http://europa-.eu.int/comm/internal_-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

market/en/finances/mobil/isd/]. Denne liste vil blive opdateret regelmæssigt på grundlag af oplysninger fra

de nationale myndigheder. Medlemsstaterne opfordres til fortsat at give Kommissionen meddelelse om eventuelle tilføjelser til eller fjernelser fra listen over regulerede markeder, som de er hjemland for.

Land	Det regulerede markeds navn	Driftsenhed	Kompetent myndighed for godkendelse og tilsyn på markedet
Østrig	1. Amtlicher Handel (officielt marked) 2. Geregelter Freiverkehr (halvofficielt marked) 3. Dritter Markt (det tredje marked)	Wiener Börse AG (1-3)	Finanzmarktaufsichtsbehörde
Belgien	1. Bourse de valeurs mobilières de Bruxelles (Euronext Brussels): — Le premier marché (officielt marked) — Le second marché — Le nouveau marché — »Facility« — Le Marché des Instruments dérivés d'Euronext Bruxelles 2. Le marché secondaire hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie	1. Euronext Brussels SA 2. Fonds des rentes	1. Ministre des Finances sur avis de la Commission Bancaire, financière et des assurances (CBFA); Autorité de marché: CBFA 2. Législateur (art. 144, §2 de la loi du 02.08.2002); Autorité de marché: Comité du fonds des rentes, pour compte de la CBFA.
Cypern	Cyperns Fondsbørs	Cyperns Fondsbørs	Cyperns værdipapir- og valutamyndighed
Tjekkiet	1. Hovedmarkedet 2. Det sekundære marked 3. Det nye marked 4. Det frie marked 5. RM System officielt marked	1.-4. Prag Fondsbørs 5. RM System organisator for det regulerede marked	Den tjekkiske værdipapirkommission autoriserer organisatorer af regulerede markeder Organisatorerne er forpligtede til at overvåge og vurdere handelen på det organiserede marked

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Danmark	1. Københavns Fondsbørs — Aktiemarkedet — Obligationsmarkedet — Derivatmarkedet 2. XtraMarkedet — autoriseret markedsplads for investeringsforeningers (UCITS) og andre særlige foreningers ikke-børsnoterede investeringsbeviser 3. Dansk Autoriseret Markedsplads A/S [autoriseret markedsplads = regulær handel med værdipapirer, der er optaget til handel, men ikke noteret på fondsbørsen]	1.-2. Københavns Fondsbørs A/S 3. Dansk Autoriseret Markedsplads A/S (DAMP)	Finanstilsynet
Estland	1. Fondsbørsen — Hovedliste — Investorliste — Liste for gældsinstrumenter — Aktieliste 2. Reguleret marked — Det frie marked	Tallinn Fondsbørs	Det estiske finanstilsyn
Finland	1. Arvopaperipörssi (Fondsbørsen); — Päälista (hovedliste for aktier og gældsinstrumenter) — I-, NM-, Pre- ja Meklarien lista (parallelle lister I-, NM-, mæglerliste for aktier og gældsinstrumenter) 2. Optioyhteisö (Optioner). (derivatbørs og clearingcentral)	For begge 1 & Helsingin Arvopaperi- ja johdannaispörssi, selvitysyhtiön Oy, (Helsinki Securities and Derviatives Exchange, Clearing House Ltd)	Udpegelse: Finansministeriet Tilsyn — Godkendelse af regler: Finansministeriet — Tilsyn med overholdelse af regler: Rahoitustarkastus (det finske finanstilsyn)

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Frankrig	1. Eurolist by Euronext 2. MATIF 3. MONEP	Euronext Paris	(1-3) Proposition de l'Autorité des marchés financiers (AMF). Reconnaissance par le ministre chargé de l'économie (cf. article L.421-1 du code monétaire et financier). 12.5.2005 DA Den Europæiske Unions Tidende C 112/3 Land Det regulerede markeds navn Driftsenhed Kompetent myndighed for godkendelse og tilsyn på markedet
Tyskland	1. Börse Berlin-Bremen (Amtlicher Handel, Geregelter Markt) 2. Düsseldorfer Börse (Amtlicher Handel, Geregelter Markt) 3. Frankfurter Wertpapierbörse (Amtliche Markt, Geregelter Markt); 4. Eurex Deutschland 5. Hanseatische Wertpapierbörse Hamburg (Amtlicher Markt, Geregelter Markt, Startup market) 6. Niedersächsische Börse zu Hannover (Amtlicher Markt, Geregelter Markt) 7. Börse München (Amtlicher Markt, Geregelter Markt) 8. Baden-Württembergische Wertpapierbörse (Amtlicher Markt, Geregelter Markt)	1. Berliner Börse AG 2. Börse Düsseldorf AG 3. & 4. Deutsche Börse AG 5. BÖAG (Börsen AG) 6. BÖAG (Börsen AG) 7. Bayerische Börse AG 8. Börse Stuttgart AG	Börsenaufsichtsbehörden der Länder og Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin). Statslige myndigheder: 1. Senatsverwaltung für Wirtschaft und Technologie, Berlin. 2. Finanzministerium des Landes Nordrhein- Westfalen, Düsseldorf. 3. & 4. Hessisches Ministerium für Wirtschaft, Verkehr und Landesentwicklung, Wiesbaden. 5. Freie und Hansestadt Hamburg, Wirtschaftbehörde; 6. Niedersächsisches Ministerium für Wirtschaft, Technologie und Verkehr, Hannover; 7. Bayerisches Staatsministerium für Wirtschaft, Verkehr und Technologie, München; 8. Wirtschaftsministerium Baden-Württemberg, Stuttgart.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Grækenland	1. Athens Fondsbørs (A. S. E.)/Thessalonikis Fondsbørscenter (T. S. E. C.) — Hovedmarkedet — Parallelmarkedet — Parallelmarked for nye markeder — Det nye marked 2. Athens derivatbørs (A. D. EX) 3. Markedet for elektroniske sekundære værdipapirer (HDAT-obligationsmarked, under den græske nationalbanks kompetence og tilsyn)	1. og 2. Athens Fondsbørs 3. Den græske nationalbank	Kapitalmarkeds-kommissionen
Ungarn	1. Budapesti Értőzsde Rt. (Budapests Fondsbørs) — Részvényszekció (Aktiemarkedsafdelingen) — Hitelpapír Szekció (Afdelingen for gældsinstrumenter) — Származékos Szekció (Afdelingen for derivater) 2. Budapesti Árutőzsde Rt. (Budapests varebørs) — Pénzügyi Szekció *(Den finansielle afdeling)* — *Gabonaszekció (Kornafdelingen)* — *Hússzekció (Afdelingen for husdyrbesætninger)*	1. Budapesti Értéktõzsde Rt. 2. Budapesti Árutőzsde Rt.	1. — Pénzügyi — Szervezetek Állami — Felügyelete (det ungarske finanstilsyn (HFSA)) 2. — Pénzügyi — Szervezetek Állami — Felügyelete

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Irland	Den irske fondsbørs, der består af: — Den officielle liste — Markedet for værdipapirer i efterforskningsvirksomheder — virksomheder i udvikling — ITEQ	Irish Stock Exchange Ltd. (Den irske fondsbørs)	Det irske finanstilsyn autoriserer »regulerede markeder« og (med undtagelse af børsnoteringsbetingelser) gransker og godkender reglerne for de forskellige segmenters virke, som udarbejdet af den irske fondsbørs. C 112/4 DA Den Europæiske Unions Tidende 12.5.2005 Land Det regulerede markeds navn Driftsenhed Kompetent myndighed for godkendelse og tilsyn på markedet
Italien	1. Fondsbørsen, der er inddelt i følgende segmenter: — Det elektroniske aktiemarked (MTA) — Det elektroniske marked for værdipapirderivater (SeDeX) — Efterbørsen (TAH) — Det elektroniske marked for obligationer og statspapirer (MOT) — Det elektroniske marked for eurobonds, udenlandske obligationer og aktivsikrede obligationer (EuroMOT) 2. Mercato Expandi (det sekundære marked) 3. Derivatmarkedet (IDEM) 4. Nuovo Mercato (det nye marked — NM); 5. Engrosmarkedet for statspapirer (MTS) 6. Engrosmarkedet for virksomheders og internationale organisationers obligationer 7. TLX	(1.-4.) Borsa Italiana S.p.A. (5.-6.) Società per il Mercato dei Titoli di Stato — MTS S.p.A.:	CONSOB autoriserer virksomheder, der forvalter markeder, og godkender For engrosmarkeder for statspapirer autoriseres forvaltningsselskabet af finansministeriet under hensyntagen til udtalelse fra CONSOB og Banca d'Italia
Letland	Rigas Fondsbørs	JSC Rigas Fondu Birza	Finans- og kapitalmarkedskommissionen
Litauen	1. Den officielle liste 2. Den daglige liste	Litauens Fondsbørs	Litauens værdipapirkommission

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Luxembourg	Bourse de Luxembourg: Den officielle liste	Société de la Bourse de Luxembourg S.A.	Commission de surveillance du Secteur Financier
Malta	Maltas Fondsbørs		
Nederlandene	1. Euronext Amsterdam Kontantmarked: — Det officielle marked — Det indenlandske marked for unoterede værdipapirer — Euro NM Amsterdam 2. Euronext Amsterdam derivatmarked:	Euronext N.V. and Euronext Amsterdam N.V.	Anerkendes af finansministeren efter indstilling fra den nederlandske finansmarkedsmyndighed Tilsyn varetages af den nederlandske finansmarkedsmyndighed og det nederlandske finansministerium
Polen	1. Hovedmarkedet 2. Parallelmarkedet 3. Det regulerede efterbørsmarked	1. og 2. Warszawas Fondsbørs 3. Centralna Tabela Ofert (myndigheden for efterbørsmarkedet)	Den polske værdipapir- og valutakommission
Portugal	1. Mercado de Cotações Oficiais (Markedet for officielle børsnoteringer) 2. Segundo Mercado (det sekundære marked) 3. Novo Mercado (det nye marked) 4. Mercado de Futuros e Opções (markedet for futures og optioner) 5. MEDIP — Mercado Especial de Dívida Pública (det særlige marked for offentlig gæld)	Markederne 1.-4.: Euronext Lisboa — Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados SA	Finansministeriet autoriserer markederne på grundlag af forslag fra Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), som er ansvarlig for markedsregulering og -tilsyn 12.5.2005 DA Den Europæiske Unions Tidende C 112/5 Land Det regulerede markeds navn Driftsenhed Kompetent myndighed for godkendelse og tilsyn på markedet
Slovakiet	1. Markedet for børsnoterede værdipapirer — Hovedmarkedet for børsnoterede værdipapirer — Det parallelle marked — Det nye marked 2. Det regulerede frie marked	Bratislavas fondsbørs	Finansmarkeds-myndigheden
Slovenien	1. Fondsbørsen 2. Det frie marked	Ljubljana Fondsbørs	Fondsmarkedsmyndigheden

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Spanien	A. Bolsas de Valores (omfatter alle segmenter, første, sekundære og nye marked) 1. Bolsa de Valores de Barcelona; 2. Bolsa de Valores de Bilbao; 3. Bolsa de Valores de Madrid; 4. Bolsa de valores de Valencia. B. Mercados oficiales de Productos Finacieros Derivados 1. MEFF Renta Fija; 2. MEFF Renta Variable. C. Mercados FC&M de Futuros y Opciones sobre Cítricos [råvarederivater, der ikke er omfattet af afsnit B bilag ISD: beslægtede markeder falder ikke ind under ISD-definitionen af »reguleret marked«] D. AIAF Mercado de Renta Fija E. Mercado de Deuda Pública en Anotaciones	A1: Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Barcelona S.A. A2. Soc. Rectora de la Bolsa de Valores de Bilbao S.A. A3. Soc. Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid S.A. A4. Soc. Recotora de la Bolsa de Valores de Valencia. S.A. B1. Soc. Rectora de Productos Financieros Derivados de RENTA Fija S.A. B2. Soc. Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Variable S.A. C. (FC&M) Soc. Rectora del Mercado de Futuros y Opciones sobre Cítricos SA. D. AIAF Mercado de Renta Fija	CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) Banco de España ansvarlig for markedet for offentlig gæld

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Sverige	1. Stockholmsbörsen: 2. Nordic Growth Market 3. Aktietorget	1. Stockholmsbörsen Aktiebolag 2. Nordic Growth Market NGM — Aktiebolag 3. Aktietorget Aktiebolag	Finansinspektionen
Det Forenede Kongerige	1. Det indenlandske marked 2. Markedet for guldrandede og fastforrentede papirer 3. International detailservice 4. Den internationale ordrebog 5. Den internationale opslagstavle 6. Dutch Trading Service (for hollandske deltagere) 7. Virt-x 8. EDX	Markederne 1-6: London Stock Exchange Ltd (Londons Fondsbørs) 7. Virt-x Exchange Limited 8. EDX London Limited	Enheder, der forvalter regulerede markeder er anerkendte investeringsbørser, jf. § 285 i Financial services Act fra 2000, og reguleres af finanstilsynet (Financial Services Authority (FSA))
Island	1. Verðbréfaþing Íslands hf. (Kauphöll Íslands. Det officielle marked) 2. Tilboðsmarkaður VÞÍ (reguleret OTCmarket — ingen officiel notering)	1. Kauphöll Íslands. 2. Kauphöll Íslands.	Fjármála-eftirlitið (Finanstilsynet)
Norge	Oslos Fondsbørs — Aktiemarkedet — Derivatmarkedet — Obligationsmarkedet	Oslo Børs ASA	Kredittilsynet

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF (EØS-relevant tekst)

EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET FOR DEN EUROPÆISKE UNION HAR -

under henvisning til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, særlig artikel 44 og 95,

under henvisning til forslag fra Kommissionen(1),

under henvisning til udtalelse fra Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg(2),

under henvisning til udtalelse fra Den Europæiske Centralbank(3),

efter proceduren i traktatens artikel 251(4), og

ud fra følgende betragtninger:

(1) Rådets direktiv 80/390/EØF af 17. marts 1980 om samordning af kravene ved udarbejdelse af, kontrol med og udstedelse af det prospekt, der skal offentliggøres med henblik på optagelse af værdipapirer til officiel notering på en fondsbørs(5), og Rådets direktiv 89/298/EØF af 17. april 1989 om samordning af kravene ved udarbejdelse af, kontrol med og udstedelse af det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden(6), blev vedtaget for en del år siden og indførte en ufuldstændig og kompleks ordning for gensidig anerkendelse, som ikke kan sikre målsætningen om et fælles emittentpas som fastsat i dette direktiv. Disse direktiver bør forbedres, ajourføres og samles i én enkelt tekst.

(2) I mellemtiden er direktiv 80/390/EØF blevet integreret i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/34/EF af 28. maj 2001 vedrørende betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om disse værdipapirer(7). Direktivet kodificerer flere direktiver om noterede værdipapirer.

(3) Af hensyn til sammenhængen er det imidlertid hensigtsmæssigt at samle de bestemmelser i direktiv 2001/34/EF, som stammer fra direktiv 80/390/EØF, med bestemmelserne i direktiv 89/298/EØF og ændre direktiv 2001/34/EF tilsvarende.

(4) Dette direktiv udgør et væsentligt instrument for virkeliggørelsen af det indre marked efter den tidsplan, der er fastsat i Kommissionens meddelelse om handlingsplanen for risikovillig kapital og Kommissionens meddelelse om etablering af en ramme for de finansielle markeder: en handlingsplan, ved at gøre det lettere at få bred adgang til investeringskapital overalt i EU, herunder for små og mellemstore virksomheder (SMV) og nystartede virksomheder, gennem et »fælles emittentpas«.

(5) Rådet nedsatte den 17. juli 2000 et vismandsudvalg til regulering af de europæiske værdipapirmarkeder. I udvalgets første rapport af 9. november 2000 understreges, at der ikke findes en fælles definition af udbud til offentligheden af værdipapirer, hvorfor samme transaktion betragtes som en privat placering i nogle medlemsstater, men ikke i andre. Den nuværende ordning afholder virksomhederne fra at rejse kapital på fællesskabsplan og dermed fra egentlig adgang til et stort, likvidt og integreret finansielt marked.

(6) I vismandsudvalgets endelige rapport af 15. februar 2001 foreslås en ny lovgivningsteknik baseret på regulering på følgende fire niveauer: rammeprincipper, gennemførel-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

sesforanstaltninger, samarbejde og håndhævelse. Niveau 1, direktivet, skal begrænse sig til fastlæggelse af de brede generelle »rammeprincipper«, hvorimod niveau 2 skal bestå i fastlæggelse af de tekniske gennemførelsesforanstaltninger, som vedtages af Kommissionen bistået af et udvalg.

(7) Det Europæiske Råd i Stockholm den 23. og 24. marts 2001 bifaldt vismandsudvalgets endelige rapport og forslaget om de fire niveauer for at gøre reguleringen af fællesskabslovgivningen for værdipapirer mere effektiv og gennemsigtig.

(8) Europa-Parlamentets beslutning af 5. februar 2002 om gennemførelse af lovgivningen i forbindelse med finansielle tjenesteydelser støttede ligeledes vismandsudvalgets endelige rapport på baggrund af den højtidelige erklæring, som Kommissionen samme dag havde fremsat over for Europa-Parlamentet, og det brev af 2. oktober 2001, som kommissionsmedlemmet med ansvar for det indre marked sendte til formanden for Europa-Parlamentets Udvalg om Økonomi og Valutaspørgsmål, vedrørende sikringen af Europa-Parlamentets rolle i forløbet.

(9) I henhold til konklusionerne fra Det Europæiske Råd i Stockholm bør gennemførelsesforanstaltningerne oftere fastlægges på niveau 2 for at sikre, at de tekniske bestemmelser holdes ajour med markeds- og tilsynsudviklingen, ligesom der bør fastsættes frister for alle faser af niveau 2.

(10) Formålet med direktivet og dets gennemførelsesforanstaltninger er at sikre investorbeskyttelse og markedseffektivitet i overensstemmelse med de høje reguleringsstandarder, der vedtages i de relevante internationale fora.

(11) Værdipapirer, der ikke er kapitalandele, men som udstedes af en medlemsstat eller af en af dennes regionale eller lokale myndigheder, af et offentligt internationalt organ, som en eller flere medlemsstater er medlem af, af Den Europæiske Centralbank eller medlemsstaternes centralbanker, er ikke omfattet af dette direktiv og berøres således ikke af dette direktiv. Ovennævnte udstedere af sådanne værdipapirer kan imidlertid, hvis de ønsker det, udforme et prospekt i overensstemmelse med dette direktiv.

(12) For at sikre investorbeskyttelse er der også behov for fuldstændig dækning af værdipapirer, der er kapitalandele, og værdipapirer, der ikke er kapitalandele, og som udbydes til offentligheden eller optages til handel på regulerede markeder som defineret i Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer(8), og ikke kun værdipapirer, der er optaget til officiel notering på fondsbørser. Den brede definition af værdipapirer i dette direktiv, der omfatter warrants og covered warrants og beviser, gælder kun for nærværende direktiv og berører således på ingen måde de mange forskellige definitioner af finansielle instrumenter, der anvendes i national lovgivning for andre formål såsom beskatning. Visse værdipapirer som defineret i dette direktiv giver ihændehaveren ret til at erhverve omsættelige værdipapirer eller modtage et kontant beløb gennem en kontant afregning, der er fastlagt under henvisning til andre instrumenter, navnlig omsættelige værdipapirer, valutaer, rente eller afkast, råvarer eller andre indekser eller målestokke. Aktiebeviser og konverterbare obligationer, f.eks. værdipapirer, der kan konverteres efter investors eget valg, falder ind under dette direktivs definition af værdipapirer, der ikke er kapitalandele.

(13) Udstedelse af værdipapirer af lignende form og/eller klasse bør i tilfælde af værdipapirer, der ikke er kapitalandele, udstedt på grundlag af et udbudsprogram, herunder warrants og beviser af enhver art, og i tilfælde af værdipapirer, der udstedes løbende eller ad gentagne gange, betragtes som at omfatte ikke blot identiske værdipapirer, men også værdipapirer, der generelt henhører i én kategori. Disse værdipapirer kan omfatte forskellige produkter, herunder obligationer, beviser og warrants, eller samme produkter under det samme program, og kan have forskellige karakteristika navnlig hvad angår prioritetsorden, former for underliggende aktiver og grundlaget for fastlæggelse af indfrielsesbeløb eller kuponbetaling.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

(14) Når en udsteder forsynes med et fælles emittentpas, som er gyldigt overalt i Fællesskabet, og princippet om oprindelsesland anvendes, er det en forudsætning, at hjemlandet fastlægges som bedst placeret til at kontrollere udstederen for så vidt angår dette direktivs bestemmelser.

(15) Oplysningskravene i dette direktiv forhindrer ikke en medlemsstat eller en kompetent myndighed eller en børs i via sine regler at pålægge andre særlige krav i forbindelse med værdipapirers optagelse til handel på et reguleret marked (navnlig med hensyn til virksomhedskultur). Disse krav kan ikke direkte eller indirekte begrænse udarbejdelsen, indholdet og udsendelsen af et prospekt, der er godkendt af en kompetent myndighed.

(16) Et af formålene med direktivet er at beskytte investorerne. Der må derfor tages hensyn til de forskellige beskyttelsesbehov, som de forskellige investorkategorier har og deres sagkundskaber. Afgivelse af oplysninger ved brug af prospekt er ikke nødvendigt for udbud, der er begrænset til kvalificerede investorer. Derimod kræver ethvert videresalg til offentligheden eller offentlig omsætning gennem optagelse til handel på et reguleret marked offentliggørelse af et prospekt.

(17) Udstedere, udbydere eller personer, der anmoder om at få værdipapirer, som ikke er omfattet af forpligtelsen til offentliggørelse af et prospekt, optaget til handel på et reguleret marked, kan drage nytte af emittentpasset, hvis de opfylder bestemmelserne i dette direktiv.

(18) Komplette oplysninger om værdipapirer og udstedere af sådanne sikrer, sammen med regler for forretningsvirksomhed, investorerne beskyttelse. I øvrigt er sådanne oplysninger et effektivt middel til at styrke tilliden til værdipapirer, og de bidrager således til at sikre, at værdipapirmarkederne fungerer tilfredsstillende, og til at fremme udviklingen af disse. Den relevante måde at afgive nævnte oplysninger på er offentliggørelse af et prospekt.

(19) Investeringer i værdipapirer indebærer som enhver anden form for investering en risiko. Der er i alle medlemsstater behov for foranstaltninger til beskyttelse af faktiske og potentielle investorers interesser, så disse sættes i stand til at vurdere sådanne risici korrekt og dermed kan træffe deres investeringsbeslutninger på et kvalificeret grundlag.

(20) Sådanne oplysninger, som bør være tilstrækkelige og så objektive som muligt vedrørende udstederens finansielle forhold og de rettigheder, der er knyttet til værdipapirerne, skal offentliggøres i en let analyserbar og forståelig form. En harmonisering af de oplysninger, der skal indgå i prospektet, vil kunne yde ensartet investorbeskyttelse på fællesskabsplan.

(21) Oplysninger er en nøglefaktor i forbindelse med investorbeskyttelse; et resumé af de væsentligste kendetegn og risici ved udstederen, kautionister og værdipapirer bør indgå i prospektet. For at sikre let adgang til disse oplysninger bør resuméet skrives på et ikke-teknisk sprog og bør sædvanligvis ikke være længere end 2500 ord på det sprog, det oprindelig blev udarbejdet på.

(22) Bedste praksis er et begreb, der er vedtaget på internationalt plan for at muliggøre grænseoverskridende udbud af kapitalandele gennem et fælles sæt oplysningskrav fra Den Internationale Børstilsynsorganisation (IOSCO). IOSCO's oplysningskrav(9) vil forbedre de oplysninger, der er tilgængelige for markederne og investorerne og samtidig forenkle procedurerne for EF-udstedere, der ønsker at rejse kapital i tredjelande. Med direktivet opfordres også til vedtagelse af skræddersyede oplysningskrav for andre former for værdipapirer og udstedere.

(23) Hasteprocedurer for udstedere, der er optaget til handel på regulerede markeder, og som ofte rejser kapital på disse markeder, indebærer, at der på fællesskabsplan bør indføres et nyt prospektformat for udbudsprogrammer eller realkreditobligationer samt et nyt registreringsdokumentsystem. Udstedere kan vælge ikke at bruge disse formater og udarbejde prospektet som et enkelt dokument.

(24) Indholdet af et basisprospekt bør navnlig tage hensyn til behovet for fleksibilitet i

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

forbindelse med de oplysninger, der skal tilvejebringes om værdipapirerne.

(25) Det bør tillades at udelade følsomme oplysninger, der normalt skal indgå i prospektet, gennem en dispensation, der under visse omstændigheder udstedes af den kompetente myndighed for dermed at undgå skadelige situationer for en udsteder.

(26) For at undgå forældede oplysninger bør der fastlægges en tydelig gyldighedsfrist for prospektet.

(27) Investorerne bør beskyttes ved at sikre offentliggørelse af pålidelige oplysninger. Udstedere af værdipapirer, hvis værdipapirer optages til handel på et reguleret marked, er forpligtet til løbende at afgive oplysninger, men ikke til at offentliggøre ajourføringer regelmæssigt. I forlængelse af disse oplysninger bør udstederne i det mindste årligt udarbejde en oversigt over alle de relevante oplysninger, der gennem de seneste 12 måneder er offentliggjort eller stillet til rådighed for offentligheden, herunder oplysninger i henhold til de forskellige indberetningskrav, der er fastsat i anden EF-lovgivning. På denne måde kan der sikres regelmæssig offentliggørelse af sammenhængende og let forståelige oplysninger. For at undgå overdrevne byrder for visse udstedere, bør udstedere af værdipapirer, der ikke er kapitalandele, med høje mindstepålydender ikke skulle opfylde denne forpligtelse.

(28) Det er nødvendigt, at årlige oplysninger, der skal afgives af udstedere, der har værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked, på passende vis kontrolleres af medlemsstaterne i overensstemmelse med deres forpligtelser i henhold til Fællesskabets og nationale love, der omhandler regulering af værdipapirer, udstedere af værdipapirer og værdipapirmarkeder.

(29) Uden at det går ud over investorbeskyttelsen, vil det kunne lette prospektudarbejdelsen og mindske omkostningerne for udstederne, hvis de får mulighed for at integrere oplysninger i et prospekt ved at henvise til referencedokumenter indeholdende de oplysninger, der skal indgå i prospektet, og som allerede er indgivet til eller godkendt af den kompetente myndighed.

(30) Forskelle med hensyn til effektivitet, arbejdsmetoder og tidsforløb i kontrollen af oplysningerne i et prospekt vil ikke blot gøre det vanskeligere for virksomheder at rejse kapital eller blive optaget til handel på et reguleret marked i flere medlemsstater, men vil også hindre, at investorer, der er etableret i en medlemsstat, kan erhverve værdipapirer, der udbydes af en udsteder etableret i en anden medlemsstat eller optages til handel i en anden medlemsstat. Disse forskelle bør fjernes ved at harmonisere reglerne og forskrifterne, så der kan opnås en hensigtsmæssig grad af overensstemmelse mellem de sikkerhedsforanstaltninger, der gælder i de enkelte medlemsstater, for at sikre nuværende og potentielle ihændehavere af værdipapirer en fyldestgørende information, der er så objektiv som mulig.

(31) For at lette udsendelsen af de forskellige dokumenter, der tilsammen udgør et prospekt, bør der tilskyndes til brug af elektroniske medier såsom internettet. Investorerne skal altid på anmodning kunne få prospektet udleveret gratis i papirform.

(32) Under hensyntagen til EU's databeskyttelsesregler bør prospektet deponeres hos den kompetente myndighed og stilles til rådighed for offentligheden af udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til handel på et reguleret marked.

(33) For at undgå lakuner i fællesskabsretten, som vil kunne underminere offentlighedens tillid til skade for velfungerende finansielle markeder, er det også nødvendigt at harmonisere reglerne for annoncering.

(34) Enhver ny omstændighed, der måtte kunne influere på evalueringen af investeringen, og som indtræffer efter prospektets offentliggørelse, men inden udbuddets endelige afslutning eller handelens start på et reguleret marked, skal kunne vurderes hensigtsmæssigt af investorerne og skal derfor godkendes og udsendes som tillæg til prospektet.

(35) Udstederens forpligtelse til at lade hele prospektet oversætte til alle relevante offi-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

cielle sprog bremser grænseoverskridende udbud eller handel flere steder. For at lette grænseoverskridende udbud skal værts- eller hjemlandet kun kunne kræve et resumé på det eller de officielle sprog, når prospektet er udarbejdet på et sprog, der sædvanligvis anvendes i de internationale finansielle kredse.

(36) Værtslandets kompetente myndighed skal være berettiget til at få tilsendt et certifikat fra hjemlandets kompetente myndighed, hvoraf det fremgår, at prospektet er udarbejdet i overensstemmelse med dette direktiv. For at sikre, at direktivets målsætninger bliver fuldstændig opfyldt, skal anvendelsesområdet også omfatte værdipapirer, som udstedes af udstedere, der er underlagt lovgivningen i tredjelande.

(37) Mange forskellige slags kompetente myndigheder i medlemsstaterne med forskellige ansvarsområder kan skabe unødvendige omkostninger og overlappende ansvar uden yderligere fordele i øvrigt. Der bør i hver medlemsstat udpeges én enkelt kompetent myndighed til godkendelse af prospekterne, og denne skal have ansvaret for at føre tilsyn med overholdelsen af dette direktiv. En medlemsstat bør på visse strenge betingelser kunne udpege mere end én kompetent myndighed, men kun én myndighed skal varetage det internationale samarbejde. En sådan myndighed eller sådanne myndigheder bør være af administrativ karakter for at sikre de kompetente myndigheders uafhængighed af økonomiske beslutningstagere og for at undgå interessekonflikter. Udpegelsen af en kompetent myndighed for godkendelse af prospektet bør ikke udelukke andet samarbejde mellem myndigheden og andre enheder med henblik på at sikre effektiv kontrol og godkendelse af prospekter under hensyntagen såvel til udstedere, investorer og markedsdeltagere som til selve markederne. Enhver form for uddelegering af opgaver i forbindelse med de forpligtelser, som omhandles i nærværende direktiv og gennemførelsesforanstaltningerne hertil, bør i overensstemmelse med artikel 31 evalueres fem år efter dette direktivs ikrafttræden og bør med undtagelse af offentliggørelsen af godkendte prospekter på internettet og indgivelsen af prospekter som omhandlet i artikel 14, ophøre otte år efter dette direktivs ikrafttræden.

(38) Et fælles sæt mindstebeføjelser for de kompetente myndigheder skal sikre, at deres tilsyn bliver effektivt. Det bør sikres, at der tilflyder markederne de oplysninger, der er fastlagt i direktiv 2001/34/EF, ligesom der bør gribes ind fra de kompetente myndigheders side i tilfælde af overtrædelser.

(39) Der er behov for samarbejde mellem medlemsstaternes kompetente myndigheder i udførelsen af deres opgaver.

(40) Tekniske retningslinjer og gennemførelsesforanstaltninger for dette direktivs bestemmelser kan være nødvendige fra tid til anden af hensyn til den nye udvikling på de finansielle markeder. Kommissionen bør således bemyndiges til at vedtage gennemførelsesforanstaltninger, når blot disse ikke ændrer væsentlige elementer i direktivet, og Kommissionen handler i overensstemmelse med de principper, der er fastlagt i direktivet, efter høring af Det Europæiske Værdipapirudvalg, der blev nedsat ved Kommissionens afgørelse 2001/528/EF af 6. juni 2001 om oprettelse af Det Europæiske Værdipapirudvalg(10).

(41) Kommissionen bør under udøvelsen af sine gennemførelsesbeføjelser i henhold til dette direktiv overholde følgende:

- behovet for at sikre de mindre investorers og de små og mellemstore virksomheders (SMV) tillid til de finansielle markeder ved at fremme et højt gennemsigtighedsniveau på de finansielle markeder

- behovet for at give investorerne en bred vifte af konkurrerende investeringsmuligheder og et oplysnings- og beskyttelsesniveau, der er skræddersyet til omstændighederne

- behovet for at sikre, at reglerne håndhæves af uafhængige regulerende myndigheder, navnlig med hensyn til bekæmpelsen af økonomisk kriminalitet

- behovet for et højt gennemsigtighedsniveau og for høring af samtlige markedsdeltagere, Europa-Parlamentet og Rådet

- behovet for at fremme innovation på de

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

finansielle markeder, hvis de skal forblive dynamiske og effektive

- behovet for at sikre systemisk stabilitet i finanssystemet gennem nøje og reaktiv overvågning af finansielle nyskabelser

- betydningen af at mindske omkostningerne ved og øge adgangen til kapital

- behovet for på lang sigt at udligne omkostningerne og fordelene ved de enkelte gennemførelsesforanstaltninger for markedsdeltagerne (herunder SMV og mindre investorer)

- behovet for at skabe internationalt konkurrencedygtige finansielle markeder i Fællesskabet uden i øvrigt at bremse den meget nødvendige opbygning af internationalt samarbejde

- behovet for at stille samtlige markedsdeltagere på lige fod ved at indføre fællesskabsforskrifter i det omfang, det er hensigtsmæssigt

- behovet for at respektere forskelle i de nationale finansielle markeder, når de ikke uberettiget er til hinder for sammenhængen i det indre marked

- behovet for at sikre sammenhæng med andre fællesskabsforskrifter på området, da ubalancer med hensyn til oplysninger og manglende gennemsigtighed kan skade markedernes funktion og - vigtigst af alt - skade forbrugerne og de mindre investorer.

(42) Europa-Parlamentet bør have en frist på tre måneder fra første oversending af udkast til gennemførelsesforanstaltninger med henblik på granskning og afgivelse af udtalelse. I hastende og behørigt berettigede tilfælde kan denne periode dog forkortes. Hvis Europa-Parlamentet inden for perioden vedtager en beslutning, bør Kommissionen genvurdere udkastet til foranstaltninger.

(43) Medlemsstaterne bør fastlægge en række sanktioner for brud på de nationale bestemmelser, der er vedtaget i medfør af dette direktiv, og træffe de nødvendige foranstaltninger til sikring af, at disse sanktioner iværksættes. Sanktionerne bør være effektive, rimelige og præventive.

(44) Det skal være muligt at prøve beslutninger truffet af medlemsstaternes kompetente myndigheder ved domstolene for så vidt angår anvendelsen af dette direktiv.

(45) I overensstemmelse med proportionalitetsprincippet er det nødvendigt og hensigtsmæssigt for opfyldelsen af den grundlæggende målsætning om at sikre virkeliggørelsen af et indre marked for værdipapirer at fastlægge regler om et fælles pas for udstedere. Dette direktiv begrænser sig til, hvad der er nødvendigt for at nå de tilsigtede mål i overensstemmelse med traktatens artikel 5, stk. 3.

(46) Kommissionens vurdering af gennemførelsen af dette direktiv bør navnlig fokusere på den proces for godkendelse af prospekter, der anvendes af medlemsstaternes kompetente myndigheder, og mere generelt på princippet om hjemlandskontrol og på, hvorvidt gennemførelsen giver anledning til problemer med hensyn til investorbeskyttelse og markedseffektivitet. Kommissionen bør endvidere undersøge, hvordan artikel 10 fungerer.

(47) Med henblik på en senere udbygning af dette direktiv bør det overvejes, hvilken godkendelsesordning der bør indføres med henblik på yderligere styrkelse af den ensartede anvendelse af EF-lovgivningen om prospekter, herunder eventuel oprettelse af en europæisk værdipapirenhed.

(48) I dette direktiv overholdes de grundlæggende rettigheder og de principper, som bl.a. Den Europæiske Unions charter om grundlæggende rettigheder anerkender.

(49) De nødvendige foranstaltninger til dette direktivs gennemførelse bør vedtages i henhold til Rådets afgørelse 1999/468/EF af 28. juni 1999 om fastsættelse af de nærmere vilkår for udøvelsen af de gennemførelsesbeføjelser, der tillægges Kommissionen(11) -

UDSTEDT FØLGENDE DIREKTIV:

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

KAPITEL I
ALMINDELIGE BESTEMMELSER

Artikel 1
Formål og anvendelsesområde

1. Formålet med dette direktiv er at harmonisere kravene ved udarbejdelse, godkendelse og udsendelse af det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, der er beliggende i eller er aktivt i en medlemsstat.

2. Dette direktiv finder ikke anvendelse på:

a) andele, der udstedes af institutter for kollektiv investering bortset fra institutter af den lukkede type

b) værdipapirer, der ikke er kapitalandele og udstedes af en medlemsstat eller en af dennes regionale eller lokale myndigheder eller af offentligretlige internationale organer, som en eller flere medlemsstater er medlem af, eller af Den Europæiske Centralbank eller medlemsstaternes centralbanker

c) kapitalandele i medlemsstaternes centralbanker

d) værdipapirer dækket af en ubetinget og uigenkaldelig garanti fra en medlemsstat eller en af dennes regionale eller lokale myndigheder

e) værdipapirer, der med henblik på at skaffe de nødvendige midler til deres almennyttige mål, udstedes af medlemsstaternes statsanerkendte foreninger med lovbestemte vedtægter eller statsanerkendte foreninger, som ikke arbejder med gevinst for øje

f) værdipapirer, der ikke er kapitalandele og udstedes løbende eller ad gentagne gange af kreditinstitutter, forudsat at disse værdipapirer:

i) ikke er underordnede, konverterbare eller ombyttelige

ii) ikke giver ret til at tegne eller erhverve andre former for værdipapirer, og ikke er tilknyttet et afledt instrument

iii) gør det ud for modtagelse af indlån, der skal tilbagebetales

iv) er omfattet af en indskudsgarantiordning i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 94/19/EF af 30. maj 1994 om indskudsgarantiordninger(12)

g) ikke-omsættelige kapitalandele, hvis hovedformål er at give ihændehaveren ret til at opholde sig i en lejlighed eller anden form for fast ejendom eller en del heraf, og som ikke kan sælges, uden at denne rettighed fortabes

h) værdipapirer, der indgår i en udstedelse, hvor hele udstedelsen beløber sig til under 2500000 EUR, idet denne grænse beregnes over en periode på 12 måneder

i) »bostadsobligationer«, der ad gentagne gange udstedes af kreditinstitutter i Sverige, hvis hovedformål er at yde hypoteklån, forudsat at

i) de udstedte »bostadsobligationer« er af samme serie

ii) »bostadsobligationerne« er udstedt ad flere på hinanden følgende gange i løbet af en udstedelsesperiode

iii) de vilkår og betingelser, der knytter sig til »bostadsobligationerne«, ikke ændres i løbet af udstedelsesperioden, og at

iv) provenuet fra udstedelsen af de såkaldte »bostadsobligationer« i overensstemmelse med udstederens vedtægter anbringes i værdier, der giver tilstrækkelig dækning for de forpligtelser, der knytter sig til værdipapirerne

j) værdipapirer, der ikke er kapitalandele og udstedes løbende eller ad gentagne gange af kreditinstitutter, hvor hele udstedelsen beløber sig til under 50000000 EUR, idet denne grænse beregnes over en periode på 12 måneder, forudsat at disse værdipapirer:

i) ikke er underordnede, konverterbare eller ombyttelige

ii) ikke giver ret til at tegne eller erhverve andre former for værdipapirer, og ikke er tilknyttet et afledt instrument.

3. Uden at det berører stk. 2, litra b), d), h), i) og j), kan en udsteder, en udbyder eller en person, der anmoder om optagelse til handel på et reguleret marked, udforme et prospekt

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

i overensstemmelse med dette direktiv, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel.

Artikel 2
Definitioner

1. I dette direktiv forstås ved:

a) »værdipapirer«: omsættelige værdipapirer som defineret i artikel 1, nr. 4), i direktiv 93/22/EØF, bortset fra obligationer og andre pengemarkedsinstrumenter, som defineret i artikel 1, nr. 5), i direktiv 93/22/EØF med en løbetid på mindre end 12 måneder. Den nationale lovgivning kan finde anvendelse på disse instrumenter

b) »værdipapirer, der er kapitalandele«: aktier og andre omsættelige værdipapirer svarende til aktier i selskaber samt enhver anden form for omsættelige værdipapirer, der giver ret til at erhverve et af førnævnte værdipapirer som følge af en konvertering eller udøvelse af de dertil knyttede rettigheder, forudsat at sidstnævnte form for værdipapirer er udstedt af udstederen af de underliggende aktier eller af en enhed, der tilhører samme koncern som nævnte udsteder

c) »værdipapirer, der ikke er kapitalandele«: alle værdipapirer, der ikke er kapitalandele

d) »udbud af værdipapirer til offentligheden«: henvendelse til personer i enhver form og ad enhver vej med tilstrækkelige oplysninger om udbudsbetingelserne og de udbudte værdipapirer, således at en investor bliver i stand til at træffe afgørelse om køb eller tegning af disse værdipapirer. Denne definition finder også anvendelse ved placering af værdipapirer gennem finansielle formidlere

e) »kvalificerede investorer«:

i) juridiske enheder, godkendte eller regulerede med henblik på at operere på de finansielle markeder, herunder kreditinstitutter, investeringsselskaber, andre godkendte eller regulerede finansielle institutioner, forsikringsselskaber, kollektive investeringsordninger og deres forvaltningsselskaber, pensionsfonde og deres forvaltningsselskaber, råvarehandlere samt ikke-godkendte eller -regulerede enheder, hvis forretningsformål alene er at investere i værdipapirer

ii) centraladministrationer og regionale myndigheder, centralbanker, internationale og supranationale institutioner såsom Den Internationale Valutafond, Den Europæiske Centralbank, Den Europæiske Investeringsbank og andre lignende internationale organisationer

iii) andre juridiske enheder, som ikke opfylder to af de tre kriterier i litra f)

iv) visse fysiske personer: med forbehold af gensidig anerkendelse kan en medlemsstat vælge at godkende fysiske personer, der er bosiddende i den pågældende medlemsstat, og hvis de udtrykkeligt anmoder herom, som kvalificerede investorer, hvis disse personer opfylder mindst to af kriterierne i stk. 2

v) visse SMV'er: med forbehold af gensidig anerkendelse kan en medlemsstat vælge at godkende SMV'er, der er registreret i den pågældende medlemsstat, og hvis de udtrykkeligt anmoder herom, som kvalificerede investorer

f) »små og mellemstore virksomheder«: selskaber, der ifølge de seneste årsregnskaber eller konsoliderede regnskaber opfylder mindst to af følgende tre kriterier: et gennemsnitligt antal ansatte i løbet af regnskabsåret på mindre end 250, en samlet balance på mindre end 43000000 EUR og en årlig nettoomsætning på mindre end 50000000 EUR

g) »kreditinstitut«: en virksomhed som defineret i artikel 1, stk. 1, litra a), i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF af 20. marts 2000 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut(13)

h) »udsteder«: en juridisk enhed, der udsteder eller tilbyder at udstede værdipapirer

i) »udbydende person« (eller »udbyder«): en juridisk enhed eller person, der udbyder værdipapirer til offentligheden

j) »reguleret marked«: et marked som defineret i artikel 1, nr. 13), i direktiv 93/22/EØF

k) »udbudsprogram«: et program, der giver

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

mulighed for udstedelse af værdipapirer, der ikke er kapitalandele, herunder alle former for warrants, af lignende form og/eller klasse, løbende eller ad gentagne gange i løbet af en nærmere angivet udstedelsesperiode

l) »værdipapirer, der udstedes løbende eller ad gentagne gange«: på hinanden følgende udstedelser eller med mindst to særskilte udstedelser af værdipapirer af lignende form og/eller klasse over en periode på 12 måneder

m) »hjemland«:

i) for alle EF-udstedere af værdipapirer, der ikke er omhandlet i nr. ii), den medlemsstat, hvor udstederen har sit vedtægtsmæssige hjemsted

ii) for så vidt angår udstedelse af værdipapirer, der ikke er kapitalandele, og hvis pålydende pr. enhed beløber sig til mindst 1000 EUR, samt for så vidt angår udstedelse af værdipapirer, der ikke er kapitalandele, og som giver ret til at erhverve omsættelige værdipapirer eller modtage et kontant beløb som følge af, at de konverteres, eller af, at de rettigheder, de giver, udøves, forudsat at udstederen af værdipapirer, der ikke er kapitalandele, ikke er udstederen af de underliggende værdipapirer eller en enhed, der tilhører samme koncern som sidstnævnte udsteder, den medlemsstat, hvor udstederen har sit vedtægtsmæssige hjemsted, eller hvor værdipapirer skulle eller skal optages til handel på et reguleret marked, når værdipapirerne udbydes til offentligheden efter valg foretaget af henholdsvis udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse. De samme regler finder anvendelse på værdipapirer, der ikke er kapitalandele, og som udstedes i en anden valuta end euroen, forudsat at den mindste pålydende værdi er næsten lig med 1000 EUR

iii) for alle udstedere registreret i tredjelande af værdipapirer, der ikke er omhandlet i nr. ii), den medlemsstat, hvor værdipapirerne efter hensigten skal udbydes til offentligheden for første gang efter datoen for direktivets ikrafttræden, eller hvor den første ansøgning om optagelse til handel på et reguleret marked indgives, efter valg foretaget af udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse, med forbehold af efterfølgende valg foretaget af udstedere registreret i et tredjeland, hvis hjemlandet ikke var bestemt efter deres valg

n) »værtsland«: den stat, hvor der foretages et udbud til offentligheden eller ansøges om optagelse til handel, når denne er forskellig fra hjemlandet

o) »institutter for kollektiv investering bortset fra institutter af den lukkede type«: investeringsfonde og investeringsselskaber:

i) hvis formål er kollektiv investering af kapital tilvejebragt ved henvendelse til offentligheden, og hvis virksomhed bygger på princippet om risikospredning, og

ii) hvis andele på ihændehavers begæring tilbagekøbes eller indløses direkte eller indirekte over disse institutters aktiver

p) »andele i et institut for kollektiv investering«: værdipapirer, som udstedes af institutter for kollektiv investering, og som repræsenterer deltagernes rettigheder i disse institutters aktiver

q) »godkendelse«: det positive udfald af hjemlandets kompetente myndigheds kontrol af, om prospektet er fuldstændigt, herunder om oplysningerne er sammenhængende og forståelige

r) »basisprospekt«: et dokument, der indeholder samtlige relevante oplysninger som specificeret i artikel 5, 7 og 16, såfremt der er et tillæg til prospektet, om udstederen og de værdipapirer, der udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked og, efter udstederens valg, de endelige vilkår for udbuddet.

2. For så vidt angår stk. 1, litra e), nr. iv), finder følgende kriterier anvendelse:

a) investoren har udført gennemsnitligt mindst 10 transaktioner af betydeligt omfang på værdipapirmarkeder pr. kvartal i de foregående fire kvartaler

b) investorens værdipapirportefølje overstiger 0,5 mio. EUR i værdi

c) investoren arbejder eller har arbejdet i den finansielle sektor i mindst et år i en stil-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ling, der fordrer kendskab til investering i værdipapirer.

3. For så vidt angår stk. 1, litra e), nr. iv) og v), gælder følgende: Hver kompetent myndighed sikrer, at der indføres egnede mekanismer til registrering af fysiske personer og SMV'er, der betragtes som kvalificerede investorer, under hensyntagen til behovet for at sikre en hensigtsmæssig databeskyttelse. Registret skal være tilgængeligt for samtlige udstedere. Enhver fysisk person eller SMV, der ønsker at deltage, skal registreres, og enhver registreret investor kan til enhver tid vælge ikke længere at deltage.

4. For at tage hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder og sikre ensartet anvendelse af direktivet vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 24, stk. 2, gennemførelsesforanstaltninger vedrørende de i stk. 1 omhandlede definitioner, herunder justering af de tal, der anvendes for definitionen af SMV'er, under hensyntagen til EF-lovgivningen og henstillinger samt den generelle økonomiske udvikling og oplysningsforanstaltninger i tilknytning til registreringen af individuelle kvalificerede investorer.

Artikel 3
Forpligtelse til at offentliggøre et prospekt

1. Medlemsstaterne giver ikke tilladelse til udbud af værdipapirer til offentligheden inden for deres område, før der er offentliggjort et prospekt.

2. Forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt finder ikke anvendelse på følgende former for udbud:

a) udbud af værdipapirer udelukkende til kvalificerede investorer

b) udbud af værdipapirer, der er rettet til færre end 100 fysiske eller juridiske personer pr. medlemsstat, som ikke er kvalificerede investorer

c) udbud af værdipapirer, der er rettet til investorer, som erhverver værdipapirer for i alt mindst 50000 EUR pr. investor for hver særskilt udbud

d) udbud af værdipapirer, hvis pålydende pr. enhed beløber sig til mindst 50000 EUR, og/eller

e) udbud af værdipapirer til en samlet værdi af mindre end 100000 EUR. Ovennævnte begrænsning beregnes over et tidsrum på 12 måneder.

Ethvert videresalg af værdipapirer, der tidligere var omfattet af en eller flere af de i dette stykke omhandlede former for udbud, skal imidlertid betragtes som et særskilt udbud, og definitionen i artikel 2, stk. 1, litra d), finder anvendelse for at afgøre, hvorvidt der er tale om et udbud af værdipapirer til offentligheden. Investering i værdipapirer gennem finansielle formidlere er betinget af offentliggørelse af et prospekt, hvis ingen af de i litra a)-e) omhandlede betingelser er opfyldt for så vidt angår den endelige investering.

3. Medlemsstaterne sikrer, at optagelse til handel på et reguleret marked, der er beliggende i eller er aktivt inden for deres område, er betinget af offentliggørelsen af et prospekt.

Artikel 4
Fritagelse fra forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt

1. Forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt finder ikke anvendelse på udbud til offentligheden af følgende former for værdipapirer:

a) aktier udstedt med henblik på ombytning af allerede udstedte aktier af samme klasse, såfremt udstedelsen af disse nye aktier ikke indebærer en forhøjelse af den udstedte aktiekapital

b) værdipapirer, der udbydes i forbindelse med en overtagelsestransaktion gennem et ombytningstilbud, såfremt der tilvejebringes et dokument indeholdende oplysninger, som af den kompetente myndighed anses for at svare til prospektets, under hensyn til kravene i fællesskabslovgivningen

c) værdipapirer, der udbydes, tildeles eller skal tildeles i forbindelse med en fusion, såfremt der tilvejebringes et dokument indeholdende oplysninger, som af den kompetente myndighed anses for at svare til pro-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

spektets, under hensyn til kravene i fællesskabslovgivningen

d) aktier, der udbydes, tildeles eller skal tildeles gratis til eksisterende aktionærer, og udbytte, der udbetales i form af aktier af samme klasse som de udbyttegivende aktier, såfremt der gives adgang til et dokument indeholdende oplysninger om aktiernes antal og klasse samt årsagerne til og de nærmere omstændigheder ved transaktionen

e) værdipapirer, der udbydes, tildeles eller skal tildeles til eksisterende eller tidligere bestyrelsesmedlemmer eller ansatte af deres arbejdsgiver, hvis værdipapirer allerede er optaget til handel på et reguleret marked, eller et datterselskab, såfremt der gives adgang til et dokument indeholdende oplysninger om værdipapirernes antal og klasse samt årsagerne til og de nærmere omstændigheder ved transaktionen.

2. Forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt finder ikke anvendelse på optagelse til handel på et reguleret marked for følgende former for værdipapirer:

a) aktier, der over en periode på 12 måneder udgør mindre end 10 af antallet af aktier af samme klasse, der allerede er optaget til handel på det samme regulerede marked

b) aktier, udstedt med henblik på ombytning af aktier af samme klasse, som allerede er optaget til handel på det samme regulerede marked, såfremt udstedelsen af disse nye aktier ikke indebærer en forhøjelse af den udstedte aktiekapital

c) værdipapirer, der udbydes i forbindelse med en overtagelsestransaktion gennem et ombytningstilbud, såfremt der tilvejebringes et dokument indeholdende oplysninger, som af den kompetente myndighed anses for at svare til prospektets, under hensyn til kravene i fællesskabslovgivningen

d) værdipapirer, der udbydes, tildeles eller skal tildeles i forbindelse med en fusion, såfremt der tilvejebringes et dokument indeholdende oplysninger, som af den kompetente myndighed anses for at svare til prospektets, under hensyn til kravene i fællesskabslovgivningen

e) aktier, der udbydes, tildeles eller skal tildeles gratis til eksisterende aktionærer, og udbytte, der udbetales i form af aktier af samme klasse som de udbyttegivende aktier, såfremt de nævnte aktier er af samme klasse som de aktier, der allerede er optaget til handel på det samme regulerede marked, og der gives adgang til et dokument indeholdende oplysninger om aktiernes antal og klasse samt årsagerne til og de nærmere omstændigheder ved transaktionen

f) værdipapirer, der udbydes, tildeles eller skal tildeles til eksisterende eller tidligere bestyrelsesmedlemmer eller ansatte eller et datterselskab, såfremt de nævnte værdipapirer er af samme klasse som de værdipapirer, der allerede er optaget til handel på det samme regulerede marked, og der gives adgang til et dokument indeholdende oplysninger om værdipapirernes antal og klasse samt årsagerne til og de nærmere omstændigheder ved transaktionen

g) aktier, der udstedes ved konvertering eller ombytning af andre værdipapirer eller som følge af udøvelsen af rettigheder i henhold til andre værdipapirer, såfremt de nævnte aktier er af samme klasse som de aktier, der allerede er optaget til handel på det samme regulerede marked

h) værdipapirer, der allerede er optaget til handel på et andet reguleret marked på følgende betingelser:

i) at disse værdipapirer eller værdipapirer af samme klasse har været optaget til handel på dette andet regulerede marked i mere end 18 måneder

ii) at optagelsen til handel på dette andet regulerede marked, for så vidt angår værdipapirer, der første gang blev optaget til handel på et reguleret marked efter datoen for direktivets ikrafttrædelse, var tilknyttet et godkendt prospekt, der blev stillet til rådighed for offentligheden i overensstemmelse med artikel 14

iii) at prospektet for værdipapirer, der første gang blev optaget til notering efter den 30. juni 1983, undtagen i tilfælde henhørende under nr. ii), blev godkendt i overensstemmelse med kravene i direktiv 80/390/EØF eller direktiv 2001/34/EF

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

iv) at de faste forpligtelser i forbindelse med handel på dette andet regulerede marked er opfyldt

v) at den person, der anmoder om at få optaget et værdipapir til handel på et reguleret marked under henvisning til denne undtagelse, udarbejder et resumé, der stilles til rådighed for offentligheden på et sprog, der er accepteret af den kompetente myndighed i den medlemsstat, hvor det regulerede marked er etableret, som anmodningen om optagelse er rettet mod

vi) at resuméet i nr. v) stilles til rådighed for offentligheden i den medlemsstat, hvor det regulerede marked er etableret, og hvor anmodningen om optagelse til handel er fremsat efter fremgangsmåden i artikel 14, stk. 2, og

vii) at resuméets indhold skal være i overensstemmelse med artikel 5, stk. 2. Dokumentet skal endvidere angive, hvor det seneste prospekt kan rekvireres, og hvor de finansielle oplysninger, som udstederen har offentliggjort i overensstemmelse med sin faste oplysningspligt, findes.

3. For at tage hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder og sikre ensartet anvendelse af direktivet vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 24, stk. 2, gennemførelsesforanstaltninger vedrørende stk. 1, litra b) og c), og stk. 2, litra c) og d), navnlig for så vidt angår betydningen af ækvivalens.

KAPITEL II
UDARBEJDELSE AF PROSPEKTET

Artikel 5
Prospektet

1. Med forbehold af artikel 8, stk. 2, skal prospektet indeholde samtlige de oplysninger, som afhængigt af de karakteristiske træk ved udstederen og ved de værdipapirer, der udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, er nødvendige for, at investorerne kan danne sig et velbegrundet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater, forventede udvikling samt en eventuel garant og over de rettigheder, der er knyttet til disse værdipapirer. Sådanne oplysninger skal fremlægges i en let analyserbar og forståelig form.

2. Prospektet skal indeholde oplysninger om udstederen og de værdipapirer, der skal udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked. Det skal også indeholde et resumé. I dette resumé, der skal være kortfattet og i et ikke-teknisk sprog, fremlægges de vigtigste forhold og risici i forbindelse med udstederen, en eventuel garant og værdipapirerne på det sprog, som prospektet oprindelig blev udarbejdet på. Resuméet skal ligeledes indeholde en advarsel om:

a) at det bør læses som en indledning til prospektet

b) at enhver beslutning om investering i værdipapirerne af investoren bør træffes på baggrund af prospektet som helhed

c) at den sagsøgende investor, hvis en sag vedrørende oplysningerne i prospektet indbringes for en domstol, i henhold til national lovgivning i medlemsstaterne kan være forpligtet til at betale omkostningerne i forbindelse med oversættelse af prospektet, inden sagen indledes, og

d) at de personer, som har indgivet resuméet eller eventuelle oversættelser heraf og anmodet om anmeldelse heraf, kan ifalde et civilretligt erstatningsansvar, men kun såfremt det er misvisende, ukorrekt eller uoverensstemmende, når det læses sammen med de andre dele af prospektet.

Når prospektet vedrører optagelse til handel på et reguleret marked for værdipapirer, der ikke er kapitalandele, og har et pålydende på mindst 50000 EUR, er der ikke noget krav om tilvejebringelse af et resumé, undtagen når en medlemsstat har stillet krav herom i medfør af artikel 19, stk. 4.

3. Med forbehold af stk. 4 kan udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til handel på et reguleret marked, lade prospektet udarbejde som et enkelt dokument eller som særskilte dokumenter. I et prospekt, der består af særskilte dokumenter, skal de påkrævede oplysninger anføres i et registreringsdokument, en vær-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

dipapirnote og en resuménote. Registreringsdokumentet skal indeholde oplysninger om udstederen. Værdipapirnoten skal indeholde oplysninger om de værdipapirer, der udbydes til offentligheden eller skal optages til handel på et reguleret marked.

4. For følgende former for værdipapirer kan prospektet efter valg foretaget at udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelsen til handel på et reguleret marked, bestå af et basisprospekt indeholdende samtlige relevante oplysninger om udstederen og de værdipapirer, der udbydes til offentligheden, eller som skal optages til handel på et reguleret marked:

a) værdipapirer, der ikke er kapitalandele, herunder alle former for warrants, udstedt under et udbudsprogram

b) værdipapirer, der ikke er kapitalandele og udstedes løbende eller ad gentagne gange af kreditinstitutter,

i) når provenuet fra udstedelsen af værdipapirerne i henhold til national lovgivning investeres i aktiver, der yder tilstrækkelig dækning for den med værdipapirerne skabte gæld indtil indløsningsdagen, og

ii) når de pågældende beløb i tilfælde af det tilknyttede kreditinstituts konkurs først og fremmest skal anvendes til tilbagebetaling af kapital og forfaldne renter, jf. dog bestemmelserne i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/24/EF af 4. april 2001 om sanering og likvidation af kreditinstitutter(14).

Oplysningerne i basisprospektet suppleres om nødvendigt med ajourførte oplysninger om udstederen og om de værdipapirer, der skal udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked i overensstemmelse med artikel 16.

Hvis de endelige vilkår for udbud ikke kan indgå enten i basisprospektet eller i et tillæg, gøres de endelige vilkår tilgængelige for investorer og indgives til den kompetente myndighed, hver gang der foretages et udbud til offentligheden og så hurtigt som muligt, og om muligt forud for udbuddets start. Bestemmelserne i artikel 8, stk. 1, litra a), finder anvendelse i dette tilfælde.

5. For at tage hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder og sikre ensartet anvendelse af direktivet vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 24, stk. 2, gennemførelsesforanstaltninger vedrørende formatet for prospektet eller basisprospektet og dertil hørende tillæg.

Artikel 6
Ansvar i tilknytning til prospektet

1. Medlemsstaterne sikrer, at ansvaret for de oplysninger, der gives i et prospekt, som minimum påhviler udstederen eller dennes bestyrelses-, direktions- eller tilsynsorganer, udbyderen, den person, der anmoder om optagelsen til handel på et reguleret marked, eller garanten, alt efter omstændighederne. De ansvarlige personer angives tydeligt i prospektet med navn og stillingsbetegnelse, eller når det drejer sig om juridiske personer, navn og vedtægtsmæssige hjemsted, samt en erklæring fra dem om, at oplysningerne i prospektet efter deres bedste overbevisning stemmer overens med virkeligheden, og at der i prospektet ikke er udeladt oplysninger, der vil kunne berøre betydningen af dets indhold.

2. Medlemsstaterne sikrer, at deres love og administrative bestemmelser om civilretligt ansvar finder anvendelse på de personer, der er ansvarlige for oplysningerne i prospektet.

Medlemsstaterne sikrer dog, at der ikke skal påhvile nogen person noget civilretligt ansvar udelukkende på grundlag af resuméet, herunder eventuelle oversættelser heraf, medmindre det er misvisende, ukorrekt eller uoverensstemmende med andre dele af prospektet.

Artikel 7
Mindstekrav til oplysningerne

1. Detaljerede gennemførelsesforanstaltninger om de specifikke oplysninger, der skal indgå i prospektet, og som skal hindre gentagelse af oplysninger, når et prospekt består af særskilte dokumenter, vedtages af Kommissionen efter proceduren i artikel 24, stk. 2. Det første sæt gennemførelsesforanstaltninger vedtages inden den 1. juli 2004.

2. Der tages i udformningen af de forskellige

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

modeller for prospekter navnlig hensyn til følgende:

a) de forskellige former for oplysninger, som investorerne har behov for vedrørende værdipapirer, der er kapitalandele, i forhold til værdipapirer, der ikke er kapitalandele: fremgangsmåden er den samme for oplysninger, der skal indgå i prospektet for værdipapirer, som har et lignende økonomisk grundlag, navnlig afledte instrumenter

b) de forskellige former for udbud og optagelser til handel på et reguleret marked af værdipapirer, der ikke er kapitalandele. De oplysningselementer, der skal indgå i prospektet, skal være hensigtsmæssige set ud fra investors synspunkt for værdipapirer, der ikke er kapitalandele og har et pålydende pr. enhed på mindst 50000 EUR

c) det anvendte format og de oplysninger, der skal indgå i prospekter for værdipapirer, der ikke er kapitalandele, herunder alle former for warrants, udstedt under et udbudsprogram

d) det anvendte format og de oplysninger, der skal indgå i prospekter for værdipapirer, der ikke er kapitalandele, for så vidt som disse værdipapirer ikke er efterstillede konverterbare, ombyttelige, genstand for tegnings- eller erhvervelsesrettigheder eller tilknyttet afledte instrumenter, udstedt løbende eller ad gentagne gange af enheder, der er godkendt til eller reguleret med henblik på at operere på de finansielle markeder inden for Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde

e) udstederens forskellige aktiviteter og størrelse, navnlig SMV. For sådanne virksomheder tilpasses oplysningerne deres størrelse og i givet fald deres kortere levetid

f) i givet fald udstederens offentlige status.

3. Gennemførelsesforanstaltningerne i stk. 1 baseres på de standarder for finansielle og andre oplysninger, der fastlægges af internationale børstilsynsorganisationer, navnlig IOSCO, og på de vejledende bilag til dette direktiv.

Artikel 8
Udeladelse af oplysninger

1. Medlemsstaterne sikrer, når den endelige udbudspris og det antal værdipapirer, der udbydes til offentligheden, ikke kan indgå i prospektet, at

a) prospektet indeholder de kriterier og/eller de betingelser, der gælder for fastsættelsen af ovennævnte elementer, eller for så vidt angår prisen, maksimumsprisen, eller

b) købs- eller tegningsaccepter for værdipapirerne kan trækkes tilbage i mindst to arbejdsdage efter, at den endelige udbudspris og antallet af værdipapirer, der udbydes til offentligheden, er indgivet.

Endelig udbudspris og antal værdipapirer indgives til hjemlandets kompetente myndighed og offentliggøres i henhold til bestemmelserne i artikel 14, stk. 2.

2. Hjemlandets kompetente myndighed kan tillade udeladelse fra prospektet af visse oplysninger som omhandlet i dette direktiv eller i de gennemførelsesforanstaltninger, der er omhandlet i artikel 7, stk. 1, hvis den finder, at

a) videregivelsen af disse oplysninger vil stride mod den offentlige interesse

b) videregivelsen af disse oplysninger vil tilføje udstederen betydelig skade, forudsat at udeladelsen ikke kan medføre, at offentligheden vildledes med hensyn til faktiske omstændigheder og forhold, der er afgørende for bedømmelsen af udstederen, udbyderen eller en eventuel garant, og af de rettigheder, der er knyttet til de værdipapirer, som prospektet vedrører, eller

c) sådanne oplysninger kun er af ringe betydning for et specifikt udbud eller en specifik optagelse til handel på et reguleret marked og ikke vil kunne indvirke på vurderingen af udstederens, udbyderens eller en eventuel garants finansielle situation og forventede udvikling.

3. I særlige tilfælde, hvor visse af de oplysninger, der skal indgå i et prospekt ifølge gennemførelsesforanstaltningerne som omhandlet i artikel 7, stk. 1, ikke er relevante for udstederens aktivitetsområde eller ud-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

stederens retlige udformning eller for de værdipapirer, som prospektet vedrører, kan prospektet, uden at det berører en hensigtsmæssig oplysning af investorerne, indeholde andre oplysninger, der svarer til de krævede oplysninger. Findes sådanne oplysninger ikke, finder kravet ikke anvendelse.

4. For at tage hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder og sikre ensartet anvendelse af direktivet vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 24, stk. 2, gennemførelsesforanstaltninger vedrørende stk. 2.

Artikel 9
Prospektets, basisprospektets og registreringsdokumentets gyldighed

1. Et prospekt er gyldigt i 12 måneder fra offentliggørelsen for så vidt angår udbud til offentligheden eller optagelse til handel på et reguleret marked, såfremt prospektet er udarbejdet uden noget krav om et tillæg i henhold til artikel 16.

2. I tilfælde af et udbudsprogram er det tidligere indgivne basisprospekt gyldigt i en periode på indtil 12 måneder.

3. I tilfælde af de i artikel 5, stk. 4, litra b), omhandlede værdipapirer, der ikke er kapitalandele, er basisprospektet gyldigt, indtil de pågældende værdipapirer ikke længere udstedes løbende eller ad gentagne gange.

4. Et tidligere indgivet registreringsdokument som omhandlet i artikel 5, stk. 3, er gyldigt i en periode på indtil 12 måneder, såfremt det er blevet ajourført i overensstemmelse med artikel 10, stk. 1. Registreringsdokumentet ledsaget af værdipapirnoten, om nødvendigt ajourført i overensstemmelse med artikel 12, samt resuménoten, anses som et gyldigt prospekt.

Artikel 10
Oplysninger

1. Udstedere, hvis værdipapirer optages til handel på et reguleret marked, skal mindst hvert år udarbejde et dokument, der indeholder eller henviser til alle de oplysninger, som udstederen gennem de seneste 12 måneder har offentliggjort eller stillet til rådighed for offentligheden i en eller flere medlemsstater og tredjelande i overensstemmelse med deres forpligtelser i henhold til fællesskabslovgivningen og de nationale love og bestemmelser om de regler, der gælder for værdipapirer, værdipapirudstedere og værdipapirmarkeder. Udstederne skal som minimum henvise til de oplysninger og dokumenter, der kræves i henhold til de selskabsretlige direktiver, direktiv 2001/34/EF og Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1606/2002 af 19. juli 2002 om anvendelse af internationale regnskabsstandarder(15).

2. Dokumentet indgives til hjemlandets kompetente myndigheder efter offentliggørelse af årsregnskabet. Henviser dokumentet til oplysninger, skal det anføres, hvor disse oplysninger kan indhentes.

3. Forpligtelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på udstedere af værdipapirer, der ikke er kapitalandele, hvis pålydende pr. enhed beløber sig til mindst 50000 EUR.

4. For at tage hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder og sikre ensartet anvendelse af direktivet vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 24, stk. 2, gennemførelsesforanstaltninger vedrørende stk. 1. Disse foranstaltninger skal kun vedrøre offentliggørelsesmetoden for oplysningsforpligtelserne i stk. 1 og indebærer ikke nye oplysningsforpligtelser. Det første sæt gennemførelsesforanstaltninger vedtages inden den 1. juli 2004.

Artikel 11
Integrering ved henvisning

1. Medlemsstaterne tillader, at oplysninger integreres i prospektet ved henvisning til et eller flere tidligere eller samtidigt offentliggjorte dokumenter, der er godkendt af hjemlandets kompetente myndighed eller indgivet til den i overensstemmelse med dette direktiv, navnlig artikel 10, eller med afsnit IV og V i direktiv 2001/34/EF. Sådanne oplysninger skal være de senest tilgængelige for udstederen. Resuméet må ikke indeholde oplysninger integreret ved henvisning.

2. Når oplysninger integreres ved henvisning, skal der tilvejebringes en krydsrefe-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

rencetabel, så investorerne let kan identificere specifikke oplysningselementer.

3. For at tage hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder og sikre ensartet anvendelse af direktivet vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 24, stk. 2, gennemførelsesforanstaltninger vedrørende de oplysninger, der kan integreres ved henvisning. Det første sæt gennemførelsesforanstaltninger vedtages inden den 1. juli 2004.

Artikel 12
Et prospekt bestående af særskilte dokumenter

1. En udsteder, der allerede har fået registreringsdokumentet godkendt af den kompetente myndighed, skal kun udarbejde værdipapirnoten og resuménoten, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked.

2. I dette tilfælde skal værdipapirnoten indeholde oplysninger, der normalt ville indgå i registreringsdokumentet, hvis der er indtruffet væsentlige ændringer eller nye udviklinger, der kan få betydning for investorernes vurdering, siden det senest ajourførte registreringsdokument, eller et tillæg i henhold til artikel 16 er blevet godkendt. Værdipapirnoten og resuménoten godkendes særskilt.

3. Når en udsteder kun indgiver et registreringsdokument, der ikke er godkendt, skal hele dokumentationen, herunder ajourførte oplysninger, godkendes.

KAPITEL III
ORDNINGER FOR GODKENDELSE OG OFFENTLIGGØRELSE AF PROSPEKTET

Artikel 13
Godkendelse af prospektet

1. Prospektet må ikke offentliggøres, før det er godkendt af hjemlandets kompetente myndighed.

2. Den kompetente myndighed giver henholdsvis udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til handel på et reguleret marked, meddelelse om myndighedens afgørelse vedrørende prospektets godkendelse inden for ti arbejdsdage efter indgivelsen af udkastet til prospekt.

Hvis den kompetente myndighed ikke træffer afgørelse om prospektet inden for den frist, der er fastlagt i dette stykke og stk. 3, anses dette ikke for en godkendelse af ansøgningen.

3. Den i stk. 2 omhandlede frist forlænges til 20 arbejdsdage, hvis udbud til offentligheden vedrører værdipapirer udstedt af en udsteder, som ikke har nogen værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked, og som endnu ikke har udbudt værdipapirer til offentligheden.

4. Har den kompetente myndighed rimelig grund til at antage, at de indgivne dokumenter er ufuldstændige, eller at der er behov for yderligere oplysninger, finder fristen i stk. 2 og 3 først anvendelse fra den dato, hvor udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til handel på et reguleret marked, har tilvejebragt sådanne oplysninger.

Hvis dokumenterne er ufuldstændige, bør den kompetente myndighed i det i stk. 2 omhandlede tilfælde give udstederen meddelelse herom inden ti arbejdsdage efter indgivelsen af ansøgningen.

5. Hjemlandets kompetente myndighed kan beslutte at henvise godkendelsen af et prospekt til den kompetente myndighed i en anden medlemsstat, forudsat at denne myndighed giver sit tilsagn herom. Desuden skal en sådan henvisning meddeles udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til handel på et reguleret marked, inden for tre arbejdsdage efter datoen for hjemlandets kompetente myndigheds afgørelse. Den i stk. 2 omhandlede frist finder anvendelse fra samme dato.

6. Dette direktiv medfører ikke en ændring af den kompetente myndigheds ansvar, som fortsat afgøres udelukkende efter national ret.

Medlemsstaterne sikrer, at nationale bestemmelser om den kompetente myndigheds ansvar kun finder anvendelse på med-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

lemsstatens egen kompetente myndigheds eller myndigheders godkendelse af prospekter.

7. For at tage hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder og sikre ensartet anvendelse af direktivet vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 24, stk. 2, gennemførelsesforanstaltninger vedrørende betingelserne for justering af fristerne.

Artikel 14
Offentliggørelse af prospektet

1. Når prospektet er godkendt, indgives det til hjemlandets kompetente myndighed og gøres tilgængeligt for offentligheden af udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til handel på et reguleret marked, så hurtigt som praktisk muligt og under alle omstændigheder i rimelig tid og senest inden starten af udbud til offentligheden eller optagelsen til handel af de pågældende værdipapirer. I tilfælde af, at aktier i en klasse, der ikke allerede er optaget til handel på et reguleret marked, udbydes til offentligheden og dermed skal optages til handel for første gang, skal prospektet endvidere være tilgængeligt mindst seks arbejdsdage før udbuddets afslutning.

2. Prospektet anses for tilgængeligt for offentligheden, når det er offentliggjort:

a) ved indrykning i et eller flere dagblade, der er landsdækkende eller har stor udbredelse i de medlemsstater, hvor udbud til offentligheden sker eller ansøgningen om optagelse til handel indgives

b) i trykt form, der vederlagsfrit stilles til rådighed for offentligheden på kontorerne for det marked, hvor værdipapirerne optages til handel, såvel som på udstederens vedtægtsmæssige hjemsted og hos de finansielle formidlere, der placerer eller sælger værdipapirerne, herunder pengeinstitutter

c) i elektronisk form på udstederens netsted og i givet fald på netsteder tilhørende de finansielle formidlere, der placerer eller sælger værdipapirerne, herunder pengeinstitutter

d) i elektronisk form på netstedet for det regulerede marked, hvor ansøgningen om optagelse til handel indgives, eller

e) i elektronisk form på hjemlandets kompetente myndigheds netsted, såfremt den pågældende myndighed har besluttet at tilbyde denne tjeneste.

Hjemlandet kan kræve, at udstedere, der offentliggør deres prospekt i overensstemmelse med litra a) eller b), ligeledes offentliggør prospektet i en elektronisk form i henhold til litra c).

3. Desuden kan hjemlandet kræve, at der skal offentliggøres en meddelelse om, hvordan prospektet er offentliggjort, og hvor offentligheden kan få adgang til det.

4. Hjemlandets kompetente myndighed skal på sit netsted over en periode på 12 måneder efter eget valg enten offentliggøre samtlige godkendte prospekter, eller i det mindste en liste over prospekter, der er godkendt i overensstemmelse med artikel 13, herunder i givet fald et hyperlink til det offentliggjorte prospekt på udstederens eller det regulerede markeds netsted.

5. I forbindelse med et prospekt, der omfatter flere særskilte dokumenter eller integrerer oplysninger ved henvisning, kan de dokumenter og oplysninger, der udgør prospektet, offentliggøres og udbredes særskilt, såfremt de pågældende dokumenter vederlagsfrit gøres tilgængelige for offentligheden i overensstemmelse med de i stk. 2 omhandlede ordninger. Det anføres på hvert dokument, hvor de øvrige dokumenter, som hele prospektet består af, findes.

6. Prospektets tekst og format og/eller tillæg til prospektet skal, når det offentliggøres eller gøres tilgængelig for offentligheden, til enhver tid være identisk med den originale udgave, der er godkendt af hjemlandets kompetente myndighed.

7. Når prospektet gøres tilgængeligt ved offentliggørelse i elektronisk form, skal investor dog på anmodning kunne få prospektet udleveret vederlagsfrit i papirform fra udstederen, udbyderen, den person, der anmoder om optagelse til handel, eller de finansielle formidlere, der placerer eller sælger værdipapirerne.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

8. For at tage hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder og sikre ensartet anvendelse af direktivet vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 24, stk. 2, gennemførelsesforanstaltninger vedrørende stk. 1, 2, 3 og 4. Det første sæt gennemførelsesforanstaltninger vedtages inden den 1. juli 2004.

Artikel 15
Annoncering

1. Enhver form for annoncering i tilknytning til enten et udbud til offentligheden af værdipapirer eller optagelse til handel på et reguleret marked skal opfylde de principper, der er indeholdt i stk. 2-5. Stk. 2, 3 og 4 finder kun anvendelse i tilfælde, hvor udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til handel, er omfattet af kravet om udarbejdelse af et prospekt.

2. Det skal af annonceringen fremgå, at der er eller vil blive offentliggjort et prospekt med angivelse af, hvor det er eller vil blive tilgængeligt for investorerne.

3. Det skal af annonceringen tydeligt fremgå, at det drejer sig om annoncering. De oplysninger, der indgår i annonceringen, må ikke være forkerte eller misvisende. Oplysningerne skal være i overensstemmelse med oplysningerne i prospektet, hvis prospektet allerede er offentliggjort, eller med de oplysninger, der skal være i prospektet, hvis det offentliggøres senere.

4. Under alle omstændigheder skal oplysninger vedrørende udbud til offentligheden eller optagelse til handel, når de fremlægges mundtligt eller skriftligt, være i overensstemmende med prospektets indhold, uanset om fremlæggelsen ikke sker i annonceringsøjemed.

5. Når der i henhold til dette direktiv ikke kræves et prospekt, skal væsentlige oplysninger, der fremlægges af en udsteder eller en udbyder, og som fremsendes til kvalificerede eller særlige kategorier af investorer, herunder oplysninger, der fremlægges i forbindelse med møder om udbud af værdipapirer, gøres tilgængelige for alle kvalificerede investorer eller særlige kategorier af investorer, som udbuddet er rettet til. Når et prospekt skal offentliggøres, skal denne type oplysninger medtages i prospektet eller i et tillæg til prospektet, jf. artikel 16, stk. 1.

6. Hjemlandets kompetente myndighed skal have beføjelse til at udøve kontrol med overholdelsen af principperne i stk. 2-5, når der annonceres i forbindelse med et udbud til offentligheden af værdipapirer eller en optagelse til handel på et reguleret marked.

7. For at tage hensyn til den tekniske udvikling på de finansielle markeder og sikre ensartet anvendelse af direktivet vedtager Kommissionen efter proceduren i artikel 24, stk. 2, gennemførelsesforanstaltninger vedrørende udsendelse af annoncer om hensigten om udbud til offentligheden af værdipapirer eller optagelse til handel på et reguleret marked, navnlig før prospektet er gjort tilgængeligt for offentligheden eller før tegningens påbegyndelse, samt gennemførelsesforanstaltninger for stk. 4. Det første sæt gennemførelsesforanstaltninger vedtages af Kommissionen inden den 1. juli 2004.

Artikel 16
Tillæg til prospektet

1. Enhver væsentlig ny omstændighed, materiel fejl eller ukorrekthed i forbindelse med oplysningerne i prospektet, der kan påvirke vurderingen af værdipapirerne, og som indtræder eller konstateres mellem tidspunktet for godkendelsen af prospektet og den endelige afslutning af udbuddet til offentligheden, eller i givet fald starten af handelen på et reguleret marked, skal angives i et tillæg til prospektet. Et sådant tillæg godkendes efter samme fremgangsmåde inden for syv arbejdsdage og offentliggøres i overensstemmelse med bestemmelser, som mindst svarer til de gældende bestemmelser på tidspunktet for det oprindelige prospekts udsendelse. Resuméet og de eventuelle oversættelser heraf skal også om nødvendigt ajourføres for at tage hensyn til de nye oplysninger i tillægget.

2. Investorer, der har indvilliget i at købe eller tegne værdipapirer allerede inden offentliggørelsen af tillægget, har i mindst to arbejdsdage efter tillæggets offentliggørelse ret til at trække deres accept tilbage.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

KAPITEL IV
GRÆNSEOVERSKRIDENDE UDBUD OG OPTAGELSE TIL HANDEL

Artikel 17
Virkning i Fællesskabet af prospektets godkendelse

1. Når der planlægges et udbud eller en optagelse til handel på et reguleret marked i en eller flere medlemsstater eller i en anden medlemsstat end hjemlandet, er det prospekt, der er godkendt i hjemlandet, samt eventuelle tillæg hertil, gyldigt for udbud til offentligheden eller optagelse til handel i enhver medlemsstat, såfremt den kompetente myndighed i hvert værtsland har modtaget en anmeldelse i overensstemmelse med artikel 18, jf. dog artikel 23. Værtslandenes kompetente myndigheder foretager ikke godkendelse eller anden administrativ behandling af prospekter.

2. Hvis der efter prospektets godkendelse optræder nye væsentlige omstændigheder, materielle fejl eller ukorrektheder som omhandlet i artikel 16, kræver hjemlandets kompetente myndighed offentliggørelse af et tillæg, der godkendes som omhandlet i artikel 13, stk. 1. Værtslandets kompetente myndighed kan gøre hjemlandets kompetente myndighed opmærksom på behovet for nye oplysninger.

Artikel 18
Anmeldelse

1. På anmodning af udstederen eller den person, der er ansvarlig for prospektets udarbejdelse, skal hjemlandets kompetente myndighed senest tre arbejdsdage efter denne anmodning eller, hvis anmodningen indgives sammen med prospektudkastet, en arbejdsdag efter godkendelsen af prospektet, stille et godkendelsescertifikat til rådighed for den kompetente myndighed i værtslandene, hvoraf det fremgår, at prospektet er udarbejdet i overensstemmelse med dette direktiv, samt en kopi af selve prospektet. Anmeldelsen ledsages i givet fald af den oversættelse af resuméet, som udstederen eller den person, der er ansvarlig for prospektets udarbejdelse, har ladet udarbejde. Der følges samme procedure for eventuelle tillæg til prospektet.

2. Såfremt bestemmelserne i artikel 8, stk. 2 og 3, har fundet anvendelse, anføres dette i certifikatet sammen med begrundelsen herfor.

KAPITEL V
SPROGORDNING OG UDSTEDERE REGISTRERET I TREDJELANDE

Artikel 19
Sprogordning

1. Når der kun foretages udbud til offentligheden eller ansøges om optagelse til handel på et reguleret marked i hjemlandet, skal prospektet udarbejdes på et sprog, der accepteres af hjemlandets kompetente myndighed.

2. Når der foretages udbud til offentligheden eller ansøges om optagelse til handel på et reguleret marked i en eller flere medlemsstater, bortset fra hjemlandet, udarbejder henholdsvis udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse, prospektet enten på et sprog, der accepteres af de kompetente myndigheder i de pågældende medlemsstater, eller på et sprog, der sædvanligvis anvendes i de internationale finansielle kredse. Den kompetente myndighed i de enkelte værtslande kan kun kræve resuméet oversat til det eller de officielle sprog.

Med henblik på hjemlandets kompetente myndigheds behandling udarbejder henholdsvis udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til handel prospektet enten på et sprog, som denne myndighed har accepteret, eller på et sprog, der sædvanligvis anvendes i de internationale finansielle kredse.

3. Når der foretages udbud til offentligheden eller ansøges om optagelse til handel på et reguleret marked i mere end en medlemsstat, herunder hjemlandet, skal prospektet udarbejdes på et sprog, der accepteres af den kompetente myndighed i hjemlandet, og henholdsvis udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til handel, skal også gøre det tilgængeligt enten

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

på et sprog, der accepteres af de kompetente myndigheder i værtslandet, eller på et sprog, der sædvanligvis anvendes i de internationale finansielle kredse. Den kompetente myndighed i de enkelte værtslande kan kun kræve, at det i artikel 5, stk. 2, omhandlede resumé oversættes til det eller de officielle sprog.

4. Når der i en eller flere medlemsstater ansøges om optagelse til handel på et reguleret marked af værdipapirer, der ikke er kapitalandele, og hvis pålydende pr. enhed beløber sig til mindst 50000 EUR, udarbejder henholdsvis udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til handel, prospektet enten på et sprog, der accepteres af de kompetente myndigheder i hjem- og værtslandet, eller på et sprog, der sædvanligvis anvendes i de internationale finansielle kredse. Medlemsstaterne kan vælge at fastsætte i deres nationale lovgivning, at der skal udarbejdes et resumé på det eller de officielle sprog.

Artikel 20
Udstedere registreret i et tredjeland

1. Den kompetente myndighed i hjemlandet for udstedere, der har deres vedtægtsmæssige hjemsted i et tredjeland, kan godkende et prospekt, der er udarbejdet i overensstemmelse med lovgivningen i et tredjeland, med henblik på udbud til offentligheden eller optagelse til handel på et reguleret marked, forudsat at:

a) prospektet er udarbejdet i overensstemmelse med internationale standarder fastlagt af internationale børstilsynsorganisationer, herunder IOSCO's oplysningsstandarder, og

b) oplysningskravene, herunder oplysninger af finansiel karakter, svarer til kravene i dette direktiv.

2. I tilfælde af et udbud til offentligheden eller optagelse til handel på et reguleret marked i en anden medlemsstat end hjemlandet af værdipapirer, der er udstedt af en udsteder, der er registreret i et tredjeland, finder kravene i artikel 17, 18 og 19 anvendelse.

3. For at sikre en ensartet anvendelse af direktivet kan Kommissionen efter den i artikel 24, stk. 2, omhandlede procedure vedtage gennemførelsesbestemmelser, der fastslår, at et tredjeland sikrer, at prospekter udarbejdet i det pågældende land er i overensstemmelse med dette direktiv, enten på grund af landets nationale lovgivning eller praksis og procedurer baseret på internationale standarder fastlagt af internationale organisationer, herunder IOSCO's oplysningsstandarder.

KAPITEL VI
KOMPETENTE MYNDIGHEDER

Artikel 21
Beføjelser

1. Hver medlemsstat udpeger en central, kompetent, administrativ myndighed med ansvar for at varetage de forpligtelser, der følger af dette direktiv, og for at sikre, at bestemmelser vedtaget i medfør af direktivet anvendes.

En medlemsstat kan dog, hvis den nationale lovgivning kræver det, udpege andre administrative myndigheder med henblik på anvendelsen af kapitel III.

Disse kompetente myndigheder skal være fuldstændigt uafhængige af samtlige markedsdeltagere.

Hvis der foretages et udbud af værdipapirer til offentligheden, eller der søges optagelse til handel på et reguleret marked i en anden medlemsstat end hjemlandet, er det kun den centrale, kompetente, administrative myndighed udpeget i hver medlemsstat, der har beføjelse til at godkende prospektet.

2. Medlemsstaterne kan tillade, at deres kompetente myndighed(er) uddelegerer opgaver. Bortset fra uddelegering af offentliggørelsen på internettet af de godkendte prospekter og indgivelsen af prospekter som omhandlet i artikel 14, evalueres enhver uddelegering af opgaver vedrørende de forpligtelser, der følger af dette direktiv og gennemførelsesforanstaltningerne hertil, i overensstemmelse med artikel 31 senest den 31. december 2008 og ophører den 31. december 2011. Enhver uddelegering af opgaver til andre enheder end de i stk. 1 omhandlede myndigheder skal ske specifikt med angi-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

velse af de opgaver, der skal varetages, og betingelserne for udførelsen af opgaverne.

Disse betingelser skal indeholde en klausul, der forpligter den pågældende enhed til at handle og til at være organiseret med henblik på at undgå interessekonflikter, uretmæssig brug af de oplysninger, der følger med udførelsen af de uddelegerede opgaver, og forebygge konkurrence. Under alle omstændigheder påhviler det endelige ansvar for kontrol af overholdelse af dette direktiv og eventuelle gennemførelsesforanstaltninger og for godkendelse af prospektet den eller de kompetente myndigheder, der er udpeget i medfør af stk. 1.

Medlemsstaterne underretter Kommissionen og de kompetente myndigheder i andre medlemsstater om enhver ordning vedrørende uddelegering af opgaver, herunder de nøjagtige betingelser for uddelegeringen.

3. Hver kompetent myndighed skal have de nødvendige beføjelser for at kunne udføre sine opgaver. En kompetent myndighed, der har modtaget en ansøgning om godkendelse af et prospekt, skal mindst have beføjelse til at

a) pålægge udstedere, udbydere eller personer, der anmoder om optagelse til handel på et reguleret marked, at supplere oplysningerne i prospektet, hvis dette er nødvendigt af hensyn til investorbeskyttelsen

b) pålægge udstedere, udbydere eller personer, der anmoder om optagelse til handel, og personer, der kontrollerer dem eller kontrolleres af dem, at tilvejebringe oplysninger og dokumenter

c) pålægge revisorer og direktionsmedlemmer tilknyttet udstedere, udbydere eller personer, der anmoder om optagelse til handel på et reguleret marked, samt finansielle formidlere, der har til opgave at forestå udbuddet til offentligheden eller søge om optagelse til handel, at tilvejebringe oplysninger

d) stille udbuddet til offentligheden eller optagelsen til handel i bero i højst ti på hinanden følgende arbejdsdage, hver gang den har begrundet mistanke om overtrædelse af direktivets bestemmelser

e) forbyde eller stille annoncering i bero i højst ti på hinanden følgende arbejdsdage, hver gang den har begrundet mistanke om overtrædelse af direktivets bestemmelser

f) forbyde et udbud til offentligheden, hvis den finder, at dette direktivs bestemmelser er blevet overtrådt, eller den har begrundet mistanke om, at de vil blive overtrådt

g) stille eller anmode de relevante regulerede markeder om at stille handelen på et reguleret marked i bero i højst ti på hinanden følgende arbejdsdage, hver gang den har begrundet mistanke om overtrædelse af direktivets bestemmelser

h) forbyde handel på et reguleret marked, hvis den finder, at dette direktivs bestemmelser er blevet overtrådt

i) underrette offentligheden, når en udsteder misligholder forpligtelserne.

En kompetent myndighed kan, hvis det er nødvendigt i henhold til national ret, bede de relevante retslige myndigheder om at træffe afgørelse om anvendelsen af beføjelserne opstillet i litra d)-h) i første afsnit.

4. En kompetent myndighed har også, når værdipapirerne er optaget til handel på et reguleret marked, beføjelse til at

a) pålægge udstederen at tilvejebringe alle væsentlige oplysninger, som kan påvirke vurderingen af de værdipapirer, der optages til handel på regulerede markeder, for at sikre investorbeskyttelsen eller garantere, at markedet fungerer tilfredsstillende

b) stille eller anmode det relevante regulerede marked om at stille handelen med værdipapirerne i bero, hvis udstederens situation efter myndighedens mening kan foranledige, at handelen bliver til skade for investorernes interesser

c) sikre, at de udstedere, hvis værdipapirer omsættes på regulerede markeder, opfylder forpligtelserne i artikel 102 og 103 i direktiv 2001/34/EF, og at investorerne får tilsvarende oplysninger, og at udstederen giver alle ligestillede ihændehavere af værdipapirer ligebehandling i samtlige medlemsstater, hvor udbuddet til offentligheden foretages eller værdipapirerne optages til handel

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

d) foretage kontrolundersøgelser på stedet på sit område i henhold til national ret for at sikre, at bestemmelserne i dette direktiv og dets gennemførelsesforanstaltninger overholdes. Hvis det er nødvendigt i henhold til national ret, kan den eller de kompetente myndigheder anvende denne beføjelse ved at indbringe spørgsmålet for de relevante retslige myndigheder og/eller samarbejde med andre myndigheder.

5. Stk. 1-4 berører ikke en medlemsstats mulighed for at indføre særskilte retlige og administrative ordninger for oversøiske europæiske områder, for hvis forbindelser udadtil den pågældende medlemsstat er ansvarlig.

Artikel 22
Tavshedspligt og samarbejde mellem myndigheder

1. Alle personer, der er eller har været beskæftiget hos den kompetente myndighed, og enheder, hvortil de kompetente myndigheder måtte have delegeret visse opgaver, er undergivet tavshedspligt. Oplysninger, der er omfattet af tavshedspligt, må ikke videregives til nogen anden person eller myndighed, medmindre der er lovhjemmel herfor.

2. Medlemsstaternes kompetente myndigheder samarbejder med hinanden, når det er nødvendigt for, at de kan udføre deres opgaver på grundlag af deres beføjelser. De kompetente myndigheder bistår de øvrige medlemsstaters kompetente myndigheder. Navnlig udveksler de oplysninger og samarbejder, når en udsteder har mere end en hjemlandsmyndighed som følge af hans forskellige klasser af værdipapirer, eller hvis godkendelsen af et prospekt er blevet henvist til anden medlemsstats kompetente myndighed i henhold til artikel 13, stk. 5. De arbejder også tæt sammen, når der kræves suspendering af eller forbud mod handel med værdipapirer, der handles i flere medlemsstater, således at der sikres lige vilkår mellem handelsstederne samt investorbeskyttelse. Værtslandets kompetente myndighed kan i givet fald anmode om bistand fra hjemlandets kompetente myndighed fra det tidspunkt, en sag kontrolleres, navnlig for så vidt angår nye eller sjældne former for værdipapirer. Hjemlandets kompetente myndighed kan anmode værtslandets kompetente myndighed om oplysninger om ethvert forhold, der gælder det relevante marked.

Med forbehold af artikel 21 kan medlemsstaternes kompetente myndigheder i nødvendigt omfang høre deltagerne på regulerede markeder, især i forbindelse med afgørelser om at suspendere eller anmode et regulært marked om at suspendere handel eller forbyde handel.

3. Stk. 1 er ikke til hinder for, at de kompetente myndigheder kan udveksle fortrolige oplysninger. De således udvekslede oplysninger omfattes af den tavshedspligt, der påhviler personer, som er eller har været beskæftiget hos de kompetente myndigheder, der modtager de pågældende oplysninger.

Artikel 23
Forholdsregler

1. Når den kompetente myndighed i værtslandet finder, at udstederen eller de finansielle institutioner med ansvar for udbuddet til offentligheden har begået uregelmæssigheder eller overtrædelser af den forpligtelse, der følger for udstederen af det forhold, at værdipapirerne optages til handel på et reguleret marked, skal den forelægge sagen for hjemlandets kompetente myndighed.

2. Hvis udstederen eller de finansielle institutioner med ansvar for udbuddet til offentligheden på trods af de forholdsregler, som hjemlandets kompetente myndighed har truffet, eller fordi sådanne forholdsregler viser sig uhensigtsmæssige, fortsætter overtrædelsen af de pågældende love eller administrative bestemmelser, træffer værtslandets kompetente myndighed efter at have underrettet hjemlandets kompetente myndighed samtlige passende forholdsregler for at beskytte investorerne. Kommissionen underrettes ved første givne lejlighed om sådanne forholdsregler.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

KAPITEL VII
GENNEMFØRELSES-FORANSTALTNINGER

Artikel 24
Udvalgsprocedurer

1. Kommissionen bistås af Det Europæiske Værdipapirudvalg, der er nedsat ved Kommissionens afgørelse 2001/528/EF (i det følgende benævnt »udvalget«).

2. Når der henvises til dette stykke, anvendes artikel 5 og 7 i Rådets afgørelse 1999/468/EF, jf. dennes artikel 8, for så vidt de gennemførelsesforanstaltninger, der træffes efter denne procedure, ikke ændrer de grundlæggende bestemmelser i dette direktiv.

Perioden i artikel 5, stk. 6, i afgørelse 1999/468/EF, fastsættes til tre måneder.

3. Udvalget vedtager selv sin forretningsorden.

4. Medmindre andet er fastsat i de gennemførelsesbestemmelser, der allerede er vedtaget, ophører anvendelsen af dette direktivs bestemmelser om vedtagelse af tekniske bestemmelser og afgørelser efter proceduren i stk. 2, fire år efter direktivets ikrafttræden. Europa-Parlamentet og Rådet kan på forslag af Kommissionen forny disse bestemmelser efter proceduren i traktatens artikel 251 og tager dem med henblik herpå op til revision inden udløbet af ovennævnte tidsrum.

Artikel 25
Sanktioner

1. Med forbehold af medlemsstaternes ret til at pålægge strafferetlige sanktioner og med forbehold af deres regler vedrørende civilretligt ansvar sikrer medlemsstaterne i henhold til national ret, at der kan træffes passende administrative foranstaltninger eller pålægges administrative sanktioner over for de ansvarlige personer i de tilfælde, hvor de bestemmelser, der er vedtaget i henhold til dette direktiv, ikke er blevet overholdt. Medlemsstaterne sikrer, at disse foranstaltninger er effektive, står i rimeligt forhold til overtrædelsen og har afskrækkende virkning.

2. Medlemsstaterne fastsætter, at den kompetente myndighed kan meddele offentligheden, hvilke foranstaltninger eller sanktioner der er blevet pålagt for overtrædelse af bestemmelser vedtaget i medfør af dette direktiv, medmindre det er til alvorlig skade for finansmarkederne eller vil forvolde de involverede parter uforholdsmæssig stor skade.

Artikel 26
Domstolsprøvelse

Medlemsstaterne sikrer, at alle afgørelser, der træffes i henhold til love og administrative bestemmelser, der er vedtaget i overensstemmelse med dette direktiv, kan indbringes for en domstol.

KAPITEL VIII
OVERGANGSBESTEMMELSER OG AFSLUTTENDE BESTEMMELSER

Artikel 27
Ændringer

Med virkning fra den i artikel 29 fastsatte dato foretages følgende ændringer i direktiv 2001/34/EF:

1) Artikel 3, 20-41, 98-101, 104 og artikel 108, stk. 2, litra c), nr. ii), udgår.

2) I artikel 107, stk. 3, udgår første afsnit.

3) I artikel 108, stk. 2, litra a), udgår ordene »kravene ved udarbejdelse af, kontrol med og udsendelse af det prospekt, der skal offentliggøres med henblik på optagelse«.

4) Bilag I udgår.

Artikel 28
Ophævelse

Direktiv 89/298/EØF ophæves med virkning fra den i artikel 29 fastsatte dato. Henvisninger til det ophævede direktiv gælder som henvisninger til dette direktiv.

Artikel 29
Gennemførelse i national lovgivning

Medlemsstaterne sætter de nødvendige love og administrative bestemmelser i kraft for at efterkomme dette direktiv senest den 1. juli 2005. De underretter straks Kommissionen

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

herom. Disse love og bestemmelser skal ved vedtagelsen indeholde en henvisning til dette direktiv eller skal ved offentliggørelsen ledsages af en sådan henvisning. De nærmere regler for henvisningen fastsættes af medlemsstaterne.

Artikel 30
Overgangsbestemmelser

1. Udstedere af værdipapirer, registreret i et tredjeland og hvis værdipapirer allerede er optaget til handel på et reguleret marked, vælger deres kompetente myndighed i overensstemmelse med artikel 2, stk. 1, litra m), nr. iii), og meddeler deres beslutning til den kompetente myndighed i det hjemland, de har valgt, senest den 31. december 2005.

2. Uanset artikel 3 kan medlemsstater, som har anvendt undtagelsen i artikel 5, litra a), i direktiv 89/298/EØF, fortsat tillade kreditinstitutter eller andre finansielle institutioner svarende til kreditinstitutter, som ikke er omfattet af artikel 1, stk. 2, litra j), i dette direktiv, på deres territorium at udbyde obligationer eller andre omsættelige værdipapirer svarende til obligationer, der udstedes løbende eller ad gentagne gange, i fem år efter datoen for dette direktivs ikrafttræden.

3. Uanset artikel 29 skal Forbundsrepublikken Tyskland efterkomme artikel 21, stk. 1, senest den 31. december 2008.

Artikel 31
Revision

Fem år efter datoen for dette direktivs ikrafttræden vurderer Kommissionen anvendelsen af direktivet og forelægger Europa-Parlamentet og Rådet en rapport, i givet fald ledsaget af ændringsforslag.

Artikel 32
Ikrafttræden

Dette direktiv træder i kraft på dagen for offentliggørelsen i Den Europæiske Unions Tidende.

Artikel 33
Adressater

Dette direktiv er rettet til medlemsstaterne.

Udfærdiget i Bruxelles, den 4. november 2003.

På Europa-Parlamentets vegne

P. Cox

Formand

På Rådets vegne

G. Alemanno

Formand

(1) EFT C 240 E af 28.8.2001, s. 272, og EFT C 20 E af 28.1.2003, s. 122.

(2) EFT C 80 af 3.4.2002, s. 52.

(3) EFT C 344 af 6.12.2001, s. 4.

(4) Europa-Parlamentets udtalelse af 14.3.2002 (EUT C 47 E af 27.2.2003, s. 417), Rådets fælles holdning af 24.3.2003 (EUT C 125 E af 27.5.2003, s. 21) og Europa-Parlamentets holdning af 2.7.2003 (endnu ikke offentliggjort i EUT). Rådets afgørelse af 15.7.2003.

(5) EFT L 100 af 17.4.1980, s. 1. Senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 94/18/EF (EFT L 135 af 31.5.1994, s. 1).

(6) EFT L 124 af 5.5.1989, s. 8.

(7) EFT L 184 af 6.7.2001, s. 1.

(8) EFT L 141 af 11.6.1993, s. 27. Senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/64/EF (EFT L 290 af 17.11.2000, s. 27).

(9) International Disclosure Standards for cross-border offering and initial listings by foreign issuers, Del I, Den Internationale Børstilsynsorganisation, september 1998.

(10) EFT L 191 af 13.7.2001, s. 45.

(11) EFT L 184 af 17.7.1999, s. 23.

(12) EFT L 135 af 31.5.1994, s. 5.

(13) EFT L 126 af 26.5.2000, s. 1. Senest ændret ved direktiv 2000/28/EF (EFT L 275 af 27.10.2000, s. 37).

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

(14) EFT L 125 af 5.5.2001, s. 15.

(15) EFT L 243 af 11.9.2002, s. 1.

BILAG I
PROSPEKT

I. Resumé

Resuméet skal på få sider skitsere de vigtigste af prospektets oplysninger i det mindste om følgende elementer:

A. navn på bestyrelsesmedlemmer, direktionsmedlemmer, rådgivere og revisorer

B. statistikker om udbuddet og forventet tidsplan

C. nøgleoplysninger om udvalgte finansielle oplysninger, kapitalisering og gældssituation, årsag til udbuddet og anvendelsen af provenuet, risikofaktorer

D. oplysninger om udstederen

- udstederens historie og udvikling

- forretningsoversigt

E. gennemgang af drift og regnskaber samt forventet udvikling

- forskning og udvikling, patenter og licenser osv.

- trends

F. bestyrelsesmedlemmer, direktionsmedlemmer og personale

G. større aktionærer og transaktioner med nærstående parter

H. finansielle oplysninger

- konsoliderede regnskaber og andre finansielle oplysninger

- betydelige ændringer

I. nærmere oplysninger om udbuddet og optagelsen til handel

- udbud og optagelse til handel

- fordelingsplan

- markeder

- sælgeraktionærer

- udvanding af ejerandele (kun for kapitalandele)

- emissionsomkostninger

J. supplerende oplysninger

- aktiekapital

- stiftelsesoverenskomst og selskabsvedtægter

- dokumentationsmateriale.

II. Navne på bestyrelsesmedlemmer, direktionsmedlemmer, rådgivere og revisorer

Formålet er at identificere selskabets repræsentanter og andre involverede i selskabets udbud eller optagelse til handel. Disse personer er ansvarlige for udarbejdelse af prospektet som omhandlet i artikel 5 i direktivet og for revision af regnskaberne.

III. Statistikker om udbud og forventet tidsplan

Formålet er at tilvejebringe nogle oplysninger om udbuddenes forløb og kortlægge vigtige datoer i denne forbindelse.

A. Statistikker om udbuddet

B. Metode og forventet tidsplan.

IV. Nøgleoplysninger

Formålet er at skematisere nøgleoplysninger om selskabets finansielle situation, kapitalisering og risikofaktorer. Hvis årsregnskaberne i dokumentet berigtiges for at afspejle væsentlige ændringer i selskabets koncernstruktur eller regnskabspolitik, skal de udvalgte finansielle oplysninger også berigtiges.

A. Udvalgte finansielle oplysninger

B. Kapitalisering og gældssituation

C. Årsag til udbuddet og anvendelsen af provenuet

D. Risikofaktorer.

V. Oplysninger om selskabet

Formålet er at tilvejebringe oplysninger om selskabets forretningstransaktioner, produktudvalg eller tjenesteydelser samt faktorer, der påvirker forretningerne. Formålet er også at tilvejebringe oplysninger om til-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

strækkelighed og egnethed af selskabets ejendomme, anlæg og udstyr samt om selskabets planer for fremtidig udvidelse eller reducering af kapacitet.

A. Selskabets historie og udvikling

B. Forretningsoversigt

C. Organisatorisk struktur

D. Ejendomme, anlæg og udstyr.

VI. Gennemgang af drift og regnskaber samt forventet udvikling

Formålet er at tilvejebringe direktionens forklaring på faktorer, der har påvirket selskabets finansielle situation og driftsresultat for regnskabsperioderne, og direktionens vurdering af faktorer og tendenser, som forventes at få væsentlig betydning for selskabets finansielle situation og driftsresultater fremover.

A. Driftsresultater

B. Likviditet og kapitalressourcer

C. Forskning og udvikling, patenter og licenser osv.

D. Trends.

VII. Bestyrelsesmedlemmer, direktionsmedlemmer og personale

Formålet er at tilvejebringe oplysninger om selskabets bestyrelses- og direktionsmedlemmer, som kan sætte investorerne i stand til at vurdere deres erfaringer, kvalifikationer og vederlag samt deres forhold til selskabet.

A. Bestyrelsesmedlemmer og direktionsmedlemmer

B. Vederlag

C. Bestyrelsens arbejdspraksis

D. Personale

E. Aktionærforhold.

VIII. Større aktionærer og transaktioner med nærstående parter

Formålet er at tilvejebringe oplysninger om større aktionærer og andre, som kontrollerer eller kan kontrollere selskabet. Der skal også oplyses om de transaktioner, som selskabet har indgået med personer i tilknytning til selskabet, og hvorvidt vilkårene for disse transaktioner er rimelige for selskabet.

A. Større aktionærer

B. Transaktioner med nærstående parter

C. Ekspert- og rådgiverinteresser.

IX. Finansielle oplysninger

Formålet er at specificere, hvilke regnskaber der skal indgå i dokumentet, samt de omhandlede perioder, regnskabernes alder og andre oplysninger af finansiel karakter. De regnskabs- og revisionsprincipper, der kan accepteres for udarbejdelse og revision af årsregnskaber, fastlægges i overensstemmelse med internationale regnskabs- og revisionsstandarder.

A. Konsoliderede regnskaber og andre finansielle oplysninger

B. Betydelige ændringer.

X. Nærmere oplysninger om udbuddet og optagelsen til handel

Formålet er at tilvejebringe oplysninger om udbuddet og optagelsen til handel med værdipapirerne, fordelingsplanen for værdipapirerne og dertil knyttede spørgsmål.

A. Udbud og optagelse til handel

B. Fordelingsplan

C. Markeder

D. Værdipapirihændehavere, der ønsker at sælge

E. Udvanding af ejerandele (kun for kapitalandele)

F. Emissionsomkostninger.

XI. Yderligere oplysninger

Formålet er at tilvejebringe oplysninger, hovedsageligt vedtægtsmæssige, som ikke indgår i andre af prospektets dele.

A. Aktiekapital

B. Stiftelsesoverenskomst og selskabsvedtægter

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

C. Væsentlige kontrakter

D. Ombytningskontrol

E. Beskatning

F. Dividender og betalingsformidlere

G. Ekspertudtalelser

H. Dokumentationsmateriale

I. Oplysninger om datterselskaber.

BILAG II
REGISTRERINGSDOKUMENT

I. Navne på bestyrelsesmedlemmer, direktionsmedlemmer, rådgivere og revisorer

Formålet er at identificere selskabets repræsentanter og andre involverede i selskabets udbud eller optagelse til handel. Disse personer er ansvarlige for udarbejdelse af prospektet og for revision af regnskaberne.

II. Nøgleoplysninger om udstederen

Formålet er at skematisere nøgleoplysninger om selskabets finansielle situation, kapitalisering og risikofaktorer. Hvis årsregnskaberne i dokumentet berigtiges for at afspejle væsentlige ændringer i selskabets koncernstruktur eller regnskabspolitik, skal de udvalgte finansielle oplysninger også berigtiges.

A. Udvalgte finansielle oplysninger

B. Kapitalisering og gældssituation

C. Risikofaktorer.

III. Oplysninger om selskabet

Formålet er at tilvejebringe oplysninger om selskabets forretningstransaktioner, produktudvalg eller tjenesteydelser samt faktorer, der påvirker forretningerne. Formålet er også at tilvejebringe oplysninger om tilstrækkelighed og egnethed af selskabets ejendomme, anlæg og udstyr samt om selskabets planer for fremtidig udvidelse eller reducering af kapacitet.

A. Selskabets historie og udvikling

B. Forretningsoversigt

C. Organisatorisk struktur

D. Ejendomme, anlæg og udstyr.

IV. Gennemgang af drift og regnskaber samt forventet udvikling

Formålet er at tilvejebringe direktionens forklaring på faktorer, der har påvirket selskabets finansielle situation og driftsresultat for regnskabsperioderne, og direktionens vurdering af faktorer og tendenser, som forventes at få væsentlig betydning for selskabets finansielle situation og driftsresultater fremover.

A. Driftsresultater

B. Likviditet og kapitalressourcer

C. Forskning og udvikling, patenter og licenser osv.

D. Trends.

V. Bestyrelsesmedlemmer, direktionsmedlemmer og personale

Formålet er at tilvejebringe oplysninger om selskabets bestyrelses- og direktionsmedlemmer, som kan sætte investorerne i stand til at vurdere deres erfaringer, kvalifikationer og vederlag samt deres forhold til selskabet.

A. Bestyrelsesmedlemmer og direktionsmedlemmer

B. Vederlag

C. Bestyrelsens arbejdspraksis

D. Personale

E. Aktionærforhold.

VI. Større aktionærer og transaktioner med nærstående parter

Formålet er at tilvejebringe oplysninger om større aktionærer og andre, som kontrollerer eller kan kontrollere selskabet. Der skal også oplyses om de transaktioner, som selskabet har indgået med personer i tilknytning til selskabet, og hvorvidt vilkårene for disse transaktioner er rimelige for selskabet.

A. Større aktionærer

B. Transaktioner med nærstående parter

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

C. Ekspert- og rådgiverinteresser.

VII. Finansielle oplysninger

Formålet er at specificere hvilke regnskaber der skal indgå i dokumentet, samt de omhandlede perioder, regnskabernes alder og andre oplysninger af finansiel karakter. De regnskabs- og revisionsprincipper, der kan accepteres for udarbejdelse og revision af årsregnskaber, fastlægges i overensstemmelse med internationale regnskabs- og revisionsstandarder.

A. Konsoliderede regnskaber og andre finansielle oplysninger

B. Betydelige ændringer.

VIII. Yderligere oplysninger

Formålet er at tilvejebringe oplysninger, hovedsageligt vedtægtsmæssige, som ikke indgår i andre af prospektets dele.

A. Aktiekapital

B. Stiftelsesoverenskomst og selskabsvedtægter

C. Væsentlige kontrakter

D. Ekspertudtalelser

E. Dokumentationsmateriale

F. Oplysninger om datterselskaber.

BILAG III
VÆRDIPAPIRNOTE

I. Navne på bestyrelsesmedlemmer, direktionsmedlemmer, rådgivere og revisorer

Formålet er at identificere selskabets repræsentanter og andre involverede i selskabets udbud eller optagelse til omsætning. Disse personer er ansvarlige for udarbejdelse af prospektet og for revision af regnskaberne.

II. Statistikker om udbuddet og forventet tidsplan

Formålet er at tilvejebringe oplysninger om udbuddenes forløb og kortlægge vigtige datoer i denne forbindelse.

A. Statistikker om udbuddet

B. Metode og forventet tidsplan.

III. Nøgleoplysninger om udstederen

Formålet er at skematisere nøgleoplysninger om selskabets finansielle situation, kapitalisering og risikofaktorer. Hvis årsregnskaberne i dokumentet berigtiges for at afspejle væsentlige ændringer i selskabets koncernstruktur eller regnskabspolitik, skal de udvalgte finansielle oplysninger også berigtiges.

A. Kapitalisering og gældssituation

B. Årsag til udbuddet og anvendelsen af provenuet

C. Risikofaktorer.

IV. Ekspertinteresser

Formålet er at tilvejebringe oplysninger om de transaktioner, som selskabet har indgået med eksperter eller rådgivere, der beskæftiges mod honorar.

V. Nærmere oplysninger om udbuddet og optagelsen til handel

Formålet er at tilvejebringe oplysninger om udbuddet og optagelsen til handel med værdipapirerne, fordelingsplanen for værdipapirerne og dertil knyttede spørgsmål.

A. Udbud og optagelse til handel

B. Fordelingsplan

C. Markeder

D. Værdipapirihændehavere, der ønsker at sælge

E. Udvanding af ejerandele (kun for kapitalandele)

F. Emissionsomkostninger.

VI. Yderligere oplysninger

Formålet er at tilvejebringe oplysninger, hovedsageligt vedtægtsmæssige, som ikke indgår i andre af prospektets dele.

A. Ombytningskontrol

B. Beskatning

C. Dividender og betalingsformidlere

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

D. Ekspertudtalelser

E. Dokumentationsmateriale.

*BIL*AG IV
RESUMÉNO*TE*

Resuménoten skal på få sider skitsere de vigtigste af prospektets oplysninger i det mindste om følgende elementer:

- navn på bestyrelsesmedlemmer, direktionsmedlemmer, rådgivere og revisorer
- statistikker om udbuddet og forventet tidsplan
- nøgleoplysninger om udvalgte finansielle oplysninger, kapitalisering og gældssituation, årsag til udbuddet og anvendelsen af provenuet, risikofaktorer
- oplysninger om udstederen
- udstederens historie og udvikling
- forretningsoversigt
- gennemgang af drift og regnskaber samt forventet udvikling
- forskning og udvikling, patenter og licenser osv.
- trends
- bestyrelsesmedlemmer, direktionsmedlemmer og personale
- større aktionærer og transaktioner med nærstående parter
- finansielle oplysninger
- konsoliderede regnskaber og andre finansielle oplysninger
- betydelige ændringer
- nærmere oplysninger om udbuddet og optagelsen til handel
- udbud og optagelse til handel
- fordelingsplan
- markederalandele)
- emissionsomkostninger
- supplerende oplysninger
- aktiekapital
- stiftelsesoverenskomst og selskabsvedtægter
- dokumentationsmateriale.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

KOMMISSIONENS FORORDNING (EF) Nr. 809/2004 af 29. april 2004 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EC for så vidt angår oplysninger i prospekter samt disses format, integration af oplysninger ved henvisning og offentliggørelse af sådanne prospekter samt annoncering (EØS-relevant tekst)

KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER HAR –

under henvisning til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab,

under henvisning til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF,1) særlig artikel 5, stk. 5, artikel 7, artikel 10, stk. 4, artikel 11, stk. 3,

artikel 14, stk. 8, og artikel 15, stk. 7,

efter at have hørt Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg (CESR)2) om tekniske spørgsmål,

og ud fra følgende betragtninger:

(1) I direktiv 2003/71/EF fastsættes de principper, der skal følges ved udarbejdelse af prospekter.

Disse principper skal suppleres, for så vidt angår de oplysninger, der skal gives, formatet og aspekter vedrørende offentliggørelse, de oplysninger, der skal integreres ved henvisning i et prospekt, og annoncering.

(2) Afhængigt af, hvilken type udsteder og værdipapirer der er tale om, bør der fastlægges en typologi over mindstekrav til oplysninger, som svarer til de skemaer, der benyttes mest i praksis.

Skemaerne bør baseres på de oplysninger, der kræves i IOSCO's »Disclosure Standards for cross-border offering and initial listings« (del I) og på de eksisterende skemaer fra Europa- Parlamentets og Rådets direktiv 2001/34/EF af 28. maj vedrørende betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om disse værdipapirer.

(3) Oplysninger, der gives af udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked i henhold til denne forordning, bør være underlagt Den Europæiske Unions bestemmelser om databeskyttelse.

(4) Hvor et prospekt består af særskilte dokumenter, bør der udvises omhu, således at de samme oplysninger ikke gentages; med dette formål for øje bør der for hver værdipapirtype fastlægges særskilte, detaljerede skemaer for registreringsdokumentet og for værdipapirnoten, som er tilpasset den relevante type udsteder og det pågældende værdipapir.

(5) Udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked, kan i prospektet eller basisprospektet medtage oplysninger ud over de oplysninger, der er fastlagt i skemaerne og modulerne. Yderligere oplysninger bør være relevante for den pågældende værdipapirtype eller udsteders natur.

(6) På baggrund af, at udstederne og værdipapirtyperne varierer, at en tredjemand eventuelt kan være garant, at der kan være tale om børsnotering m.v., kan et enkelt skema ikke give en investor tilstrækkelige oplysninger til at træffe en investeringsbeslutning. Det bør derfor være muligt at kombinere forskellige skemaer. Der bør opstilles en ikke-udtømmende liste med forskellige kombinationer af skemaer og moduler for de fleste værdipapirtyper med hen-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

blik på at hjælpe udstedere, der udarbejder et prospekt.

(7) Aktieregistreringsdokumentskemaet bør gælde for aktier og andre omsættelige værdipapirer, som svarer til aktier, men også for andre værdipapirer, som giver adgang til udsteders kapital gennem konvertering eller ombytning. I sidstnævnte tilfælde bør dette skema ikke anvendes, hvis de underliggende aktier, der skal leveres, allerede er udstedt før de værdipapirer, der giver adgang til udsteders kapital. Dette skema bør imidlertid benyttes, hvis de underliggende aktier, der skal leveres, allerede er udstedt, men endnu ikke er optaget til omsætning på et reguleret marked.

(8) Frivillig offentliggørelse af resultatprognoser i et aktieregistreringsdokument bør præsenteres ensartet og sammenhængende og bør ledsages af en erklæring fra de uafhængige revisorer. Disse oplysninger må ikke forveksles med oplysninger om bekendte tendenser eller øvrige fakta, der har væsentlig betydning for udsteders fremtidsudsigter. Desuden bør de indeholde en forklaring på eventuelle ændringer i offentliggørelsespraksis vedrørende resultatprognoserne, når de ledsager et prospekt, eller når der udarbejdes et nyt prospekt.

(9) Der er behov for proforma regnskabsoplysninger ved større bruttoændringer, dvs. et udsving på over 25 for en eller flere indikatorer for omfanget af udsteders virksomhed som følge af en bestemt transaktion, bortset fra tilfælde, hvor der kræves fusionsregnskab.

(10) Skemaet for aktienoten bør gælde for alle aktieklasser, da det omhandler oplysninger om rettighederne ved værdipapiret og proceduren for at udøve disse rettigheder.

(11) Visse gældsværdipapirer, f.eks. strukturerede obligationer, indeholder elementer fra derivater, og derfor bør der i værdipapirskemaet for gældsværdipapirer stilles yderligere oplysningskrav for derivatkomponenten i rentebetalingen.

(12) Det ekstra modul for garantier bør gælde for alle forpligtelser vedrørende alle værdipapirer.

(13) Registreringsdokumentet for værdipapirer med sikkerhedsstillelse i aktiver bør ikke gælde for panteobligationer som fastsat i artikel 5, stk. 4, litra b), i direktiv 2003/71/EF eller andre dækkede obligationer. Det samme bør gælde for det ekstra modul for værdipapirer med sikkerhedsstillelse i aktiver, der skal kombineres med værdipapirnoten for gældsværdipapirer.

(14) Erhvervsinvestorer bør kunne træffe deres investeringsbeslutninger på grundlag af andre elementer end private investorer. Derfor er der behov for differentierede prospekter for gældsværdipapirer og derivater, der er rettet mod investorer, som køber gældsværdipapirer og derivater med en pålydende værdi på mindst 50 000 EUR pr. stk. eller med en tilsvarende værdi i en anden valuta.

(15) Hvad angår aktiecertifikater, bør der fokuseres på udstederen af de underliggende aktier og ikke på udstederen af aktiecertifikatet. Hvis depositaren kan drages retligt til ansvar ud over sine betroede forpligtelser eller sine forpligtelser som formidler, bør afsnittet om risikofaktorer i prospektet indeholde alle oplysninger herom og om omstændighederne ved denne regres. Hvis et prospekt udarbejdes som et trepartsdokument (dvs. registreringsdokument, værdipapirnote og resumé), bør registreringsdokumentet kun give oplysninger om depositaren.

(16) Skemaet over registreringsdokumentet for banker bør kunne bruges for banker fra tredjelande, som ikke er omfattet af definitionen af kreditinstitutter i artikel 1, stk. 1, litra a), i Europa- Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF af 20. marts 2000 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut,3) men som har deres hjemsted i en stat, som er medlem af OECD.

(17) Hvis en særlig virksomhed udsteder gældsværdipapirer og derivater, som garanteres af en bank, bør den ikke anvende skemaet over registreringsdokumenter for banker.

(18) Skemaet over værdipapirnoten for derivater bør anvendes for værdipapirer, som ikke omfattes af andre skemaer eller modu-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ler. Dette skemas anvendelsesområde bestemmes ved henvisning til de to andre generiske kategorier af aktier og gældsværdipapirer. Med henblik på at give investorerne en klar og dækkende forklaring, således at de bedre kan forstå, hvordan værdien af deres investering påvirkes af den underliggende kursværdi, bør udstederne kunne vælge at anvende passende eksempler. Den mest effektive måde at forklare komplekse derivaters natur kan bl.a. være ved at give eksempler.

(19) Det yderligere oplysningsmodul om underliggende aktier for visse aktieværdipapirer bør indgå i værdipapirnoten for gældsværdipapirer eller bør i stedet indgå i »krævede oplysninger om grundlaget« i skemaet over værdipapirnoten for derivater afhængigt af de udstedte værdipapirers kendetegn.

(20) Medlemsstaterne og deres regionale eller lokale myndigheder står uden for direktiv 2003/71/EF. Imidlertid kan de vælge at udstede et prospekt i henhold til dette direktiv. Suveræne tredjelande, som udsteder værdipapirer, og deres regionale eller lokale myndigheder står ikke uden for direktiv 2003/71/EF's anvendelsesområde, og de skal udfærdige et prospekt, hvis de ønsker at udbyde værdipapirer til offentligheden i Fællesskabet eller ønsker deres værdipapirer optaget til notering på et reguleret marked. I sådanne tilfælde bør der anvendes særlige skemaer for værdipapirer, som udstedes af stater, disses regionale og lokale myndigheder og af offentlige internationale organer.

(21) Et basisprospekt med endelige vilkår bør indeholde de samme oplysninger som et prospekt. Alle generelle principper for et prospekt gælder ligeledes for de endelige vilkår. Hvis de endelige vilkår imidlertid ikke indgår i basisprospektet, skal de ikke godkendes af den kompetente myndighed.

(22) Ved visse udstederkategorier bør den kompetente myndighed have mulighed for at kræve tilpassede oplysninger ud over de oplysningspunkter, der er fastlagt i skemaerne og modulerne på grund af disse udstederes særlige virksomhed. Der er behov for en restriktiv liste over udstedere, som muligvis skal give tilpassede oplysninger. De tilpassede oplysningskrav bør stå i forhold til den pågældende erhvervstype. Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg kan aktivt forsøge at skabe overensstemmelse mellem disse oplysningskrav inden for Fællesskabet. Der bør kun tilføjes nye kategorier på denne liste, hvis dette kan begrundes.

(23) Ved helt nye værdipapirtyper, som ikke kan omfattes af de bestående skemaer eller kombinationer heraf, bør udsteder stadig have mulighed for at søge om godkendelse af prospektet. I sådanne tilfælde bør udsteder kunne drøfte indholdet af de oplysninger, der skal gives, med den kompetente myndighed. Det prospekt, som i disse tilfælde godkendes af den kompetente myndighed, bør omfattes af det fælles pas i direktiv 2003/71/EF. Den kompetente myndighed bør altid forsøge at finde ligheder og i videst muligt omfang gøre brug af bestående skemaer. Eventuelle yderligere oplysningskrav bør være rimelige og passende i forhold til den relevante værdipapirtype.

(24) Visse oplysninger, som kræves i skemaerne og modulerne, eller lignende oplysninger er ikke relevante for visse værdipapirtyper og kan derfor være uanvendelige i specifikke tilfælde. I så fald bør udsteder have mulighed for at udelade disse oplysninger.

(25) Den øgede fleksibilitet ved udarbejdelsen af et basisprospekt med endelige vilkår i forhold til et enkelt prospekt bør ikke lægge hindringer i vejen for investorernes adgang til væsentlige oplysninger.

(26) Af basisprospekter bør det fremgå enkelt og tydeligt, hvilke oplysninger der skal indgå som endelige vilkår. Dette krav bør kunne opfyldes på flere måder, for eksempel ved at basisprospektet indeholder tomme felter, således at eventuelle oplysninger kan indføjes som endelige vilkår, eller ved at basisprospektet indeholder en liste over manglende oplysninger.

(27) Hvis et enkelt dokument indeholder mere end ét basisprospekt, og hvert basisprospekt kræver godkendelse af forskellige kompetente hjemlandsmyndigheder, bør de forskellige kompetente myndigheder arbejde sammen og i givet fald overføre godkendelsen af prospektet i overensstemmelse med artikel 13, stk. 5, i direktiv 2003/71/

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

EF, således at det bliver tilstrækkeligt, at hele dokumentet kun godkendes af en enkelt kompetent myndighed.

(28) Historiske regnskabsoplysninger, som skal indgå i skemaerne, bør først og fremmest præsenteres i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1606/2002 af 19. juli 2002 om anvendelse af internationale regnskabsstandarder4) eller medlemsstaternes regnskabsstandarder. Der bør imidlertid fastlægges specifikke krav til udstedere fra tredjelande.

(29) Ved offentliggørelse af det dokument, hvortil der henvises i artikel 10 i direktiv 2003/71/EF, bør udstederne kunne vælge, hvilken offentliggørelsesmetode de finder mest velegnet blandt de metoder, der nævnes i direktivets artikel 14. Ved valg af offentliggørelsesmetode bør de overveje, hvilket formål dokumentet har, og at det bør give investorerne hurtig og omkostningseffektiv adgang til oplysningerne.

(30) Formålet med integrering ved henvisning, som er fastsat i artikel 11 i direktiv 2003/71/EF, er at forenkle og mindske udgifterne ved at udarbejde prospekter; dette mål bør imidlertid ikke nås til skade for de øvrige interesser, som skal beskyttes af prospektet. Der skal for eksempel også tages hensyn til, at det er mest oplagt at give de krævede oplysninger i prospektet, og at oplysningerne bør præsenteres i en tilgængelig og forståelig form. Der bør tages særligt hensyn til, hvilket sprog de oplysninger, der integreres ved henvisning, er affattet på, og om dette er i overensstemmelse med selve prospektet. Oplysninger, der integreres ved henvisning, kan omfatte historiske oplysninger, men hvis disse oplysninger ikke længere er relevante som følge af væsentlige ændringer, bør dette klart fremgå af prospektet, og de opdaterede oplysninger bør også indgå.

(31) Hvis et prospekt offentliggøres elektronisk, er det nødvendigt med flere sikkerhedsforanstaltninger end ved traditionelle offentliggørelsesmetoder, ved at bruge »best practice« til at sikre oplysningernes integritet, at sikre mod manipulation og modifikation af uautoriserede personer, at sikre samme grad af forståelse og at undgå eventuelle ulemper som følge af forskellige metoder ved offentlige værdipapirudbud i tredjelande.

(32) Det dagblad, der vælges til offentliggørelse af et prospekt, bør have et bredt distributionsområde og et stort oplag.

(33) Hjemlandet bør kunne kræve, at der offentliggøres en meddelelse om, hvordan prospektet er blevet offentliggjort, og hvordan offentligheden kan få adgang til det. Hvis en medlemsstats lovgivning kræver, at en sådan meddelelse offentliggøres, bør dens indhold begrænses til de nødvendige oplysninger, således at der undgås overlapning med resuméet. Disse hjemlande kan ligeledes kræve, at der offentliggøres yderligere en meddelelse om de endelige vilkår for et basisprospekt.

(34) For at lette centraliseringen af anvendelige oplysninger for investorerne bør medlemsstaternes kompetente myndigheder på listen over godkendte prospekter på deres websted nævne, hvordan et prospekt er blevet offentliggjort, og hvor der kan fås et eksemplar.

(35) Medlemsstaterne bør sikre, at annonceringsreglerne for offentlige udbud og optagelse til notering på et reguleret marked overholdes. Ved grænseoverskridende tilbud eller optagelse til notering bør der sikres ordentlig koordinering mellem de kompetente myndigheder.

(36) I lyset af den tid, der er forløbet, fra forordning (EF) nr. 1606/2002 trådte i kraft, og til visse af dennes virkninger begyndte at vise sig, bør der fastlægges en række overgangsordninger for historiske regnskabsoplysninger, der skal indgå i et prospekt, således at der ikke lægges for svære byrder på udstederne, og således at de får mulighed for at udarbejde og præsentere historiske regnskabsoplysninger inden for en rimelig periode, efter at direktiv 2003/71/EF er trådt i kraft.

(37) Pligten til i prospektet at gengive historiske regnskabsoplysninger efter forordning (EF) nr. 1606/2002 omfatter ikke værdipapirer med en pålydende værdi på mindst 50 000 EUR pr. enhed; derfor er der ikke behov for overgangordninger for sådanne værdipapirer.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

(38) For at sikre konsekvensen bør denne forordning gælde fra gennemførelsesdatoen for direktiv 2003/71/EF.

(39) Foranstaltningerne i denne forordning er i overensstemmelse med udtalelserne fra Det Europæiske Værdipapirudvalg –

UDSTEDT FØLGENDE FORORDNING:

KAPITEL I
Anvendelsesområde og definitioner

Artikel 1
Anvendelsesområde

I denne forordning fastsættes:

(1) prospekters format, hvortil der henvises i artikel 5 i direktiv 2003/71/EF

(2) mindstekrav til de oplysninger, der skal indgå i et prospekt som fastsat i artikel 7 i direktiv 2003/71/EF

(3) den offentliggørelsesmetode, hvortil der henvises i artikel 10 i direktiv 2003/71/EF

(4) de metoder, hvorefter oplysninger ved henvisning kan integreres i et prospekt som fastsat i artikel 11 i direktiv 2003/71/EF

(5) metoder til offentliggørelse af et prospekt, således at prospektet er tilgængeligt for offentligheden jævnfør artikel 14 i direktiv 2003/71/EF

(6) de annonceringsmetoder, hvortil der henvises i artikel 15 i direktiv 2003/71/EF.

Artikel 2
Definitioner

Følgende definitioner anvendes i denne forordning ud over de definitioner, som er fastlagt i direktiv 2003/71/EF:

(1) Ved »skema« forstås en liste over mindstekrav til oplysninger, som svarer til karakteristika for de forskellige udstedere og/eller de pågældende værdipapirer.

(2) Ved »modul« forstås en liste over yderligere oplysningskrav, som ikke indgår i noget skema, og som skal føjes til et eller eventuelt flere skemaer afhængigt af den instrument- eller transaktionstype, som et prospekt eller basisprospekt er udarbejdet for.

(3) Ved »risikofaktorer« forstås en liste over risici, som specifikt gælder for udsteders og/eller værdipapirernes omstændigheder, og som er væsentlige, når der træffes investeringsbeslutninger.

(4) Ved »særlig virksomhed« forstås en udsteder, hvis formål primært er at udstede værdipapirer.

(5) Ved »værdipapir med sikkerhedsstillelse i aktiver« forstås værdipapirer, som:

(a) repræsenterer en interesse i aktiver, herunder eventuelle rettigheder med det formål at sikre afdrag eller betaling eller at garantere rettidig betaling til aktivejerne af beløb, som skal betales i forbindelse dermed eller

(b) sikres af aktiver, og i hvis vilkår der er fastsat betalinger i forbindelse med betalinger eller rimelige forventninger om betalinger, som er beregnet ved henvisning til identificerede eller identificerbare aktiver

(6) Ved »overordnet investeringsselskab« forstås et investeringsselskab, der har investeret i et eller flere investeringsselskaber, som består af en eller flere adskilte værdipapirklasser eller – betegnelser.

(7) Ved »ejendomsinvesteringsselskab« forstås et investeringsselskab, hvis formål er langsigtede ejendomsinvesteringer.

(8) Ved »offentligt internationalt organ« forstås en juridisk offentlig enhed, der er oprettet ved en international traktat mellem suveræne stater, og som mindst én medlemsstat er medlem af.

(9) Ved »annoncering« forstås bekendtgørelser, der:

(a) vedrører et specifikt tilbud til offentligheden vedrørende værdipapirer eller optagelse til notering på et reguleret marked og

(b) specifikt har til formål at fremme den potentielle tegning eller anskaffelse af værdipapirer.

(10) Ved »resultatprognose« forstås en formulering, hvori der direkte eller indirekte indgår et beløb eller et minimums- eller maksimumsbeløb for det forventede over-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

eller underskud for den igangværende regnskabsperiode og/eller de efterfølgende regnskabsperioder, eller som indeholder data, der kan anvendes til at beregne et sådant beløb for fremtidige resultater, selv om ordet »resultat« ikke anvendes. Ved »resultatforventning« forstås en resultatprognose for en regnskabsperiode, som er udløbet, og hvis resultat endnu ikke er offentliggjort. Ved »regulerede oplysninger« forstås samtlige oplysninger, som udstederen, eller enhver anden person, der har anmodet om optagelse af værdipapirer til omsætning på et reguleret marked uden udstederens samtykke, skal offentliggøre i henhold til direktiv 2001/34/EF eller i henhold til artikel 6 i direktiv 2003/6/EF.

KAPITEL II
Mindsteoplysninger

Artikel 3
Mindstekrav til oplysninger, der skal indgå i et prospekt

Der udarbejdes et prospekt ved brug af et eller en kombination af de efterfølgende skemaer og moduler, som er beskrevet i artikel 4 til 20, i henhold til kombinationerne af forskellige værdipapirtyper, som er fastsat i artikel 21.

Et prospekt skal dække samtlige oplysningspunkter, som kræves i bilag I til XVII afhængigt af, hvilken type udsteder og værdipapirer, der er tale om, som fastsat i de skemaer og moduler, der er beskrevet i artikel 4 til 20. En kompetent myndighed må ikke forlange, at prospektet skal indeholde oplysninger, som ikke indgår i bilag I til XVII.

For at sikre, at den forpligtelse, hvortil der henvises i artikel 5, stk. 1, i direktiv 2003/71/EF overholdes, kan den kompetente myndighed i hjemlandet i de enkelte sager om godkendelse af et prospekt efter direktivets artikel 13 kræve, at oplysninger tilvejebragt af udsteder, udbyder eller den personer, der anmoder om optagelse til omsætning på et reguleret marked, for hvert oplysningselement suppleres yderligere.

Artikel 4
Skema for aktieregistreringsdokumentet

1. Aktieregistreringsdokumentet skal indeholde de oplysninger, der er fastlagt i bilag I.

2. Skemaet i stk. 1 finder anvendelse på følgende:

(1) aktier og tilsvarende omsættelige værdipapirer

(2) øvrige værdipapirer, som opfylder følgende betingelser:

(a) de kan konverteres eller ombyttes til aktier eller tilsvarende omsættelige værdipapirer efter udsteders eller investors valg eller på grundlag af de betingelser, der er fastsat på udstedelsestidspunktet, eller de giver på anden vis mulighed for at erhverve aktier eller tilsvarende omsættelige værdipapirer, og

(b) såfremt disse aktier eller øvrige omsættelige værdipapirer, som svarer til aktier, udstedes eller vil blive udstedt af værdipapirudstederen og endnu ikke er noteret på et reguleret marked eller et lignende marked uden for Fællesskabet på godkendelsestidspunktet for det prospekt, der vedrører værdipapirerne, og de underliggende aktier eller andre tilsvarende værdipapirer kan leveres uden kontant afregning eller blandet afregning.

Artikel 5
Modul med proforma regnskabsoplysninger

For så vidt angår proforma regnskabsoplysninger, gives som minimum de oplysninger, der er fastlagt i bilag II.

Proforma regnskabsoplysninger bør indledes med en forklaring, hvoraf formålet med at lade disse oplysninger indgå i prospektet klart fremgår.

Artikel 6
Skemaet for aktiedokumentet

1. Aktiedokumentet skal indeholde de oplysninger, der er fastlagt i skema III.

2. Skemaet gælder for aktier og tilsvarende omsættelige værdipapirer.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Artikel 7
Skema for registreringsdokumentet for gældsværdipapirer og derivater med en pålydende værdi under 50 000 EUR per enhed

Registreringsdokumentet for gældsværdipapirer og derivater vedrørende værdipapirer med en pålydende værdi under 50 000 EUR, som ikke er omfattet af artikel 4, eller som kan erhverves for mindre end 50 000 EUR pr. enhed, hvis der ikke foreligger en pålydende værdi, skal indeholde de oplysninger, der er fastlagt i bilag IV.

Artikel 8
Skema for værdipapirnoten for gældsværdipapirer med en pålydende værdi under 50 000 EUR per enhed

1. Værdipapirnoten for gældsværdipapirer med en pålydende værdi under 50 000 EUR per enhed skal indeholde de oplysninger, der er fastlagt i bilag V.

2. Skemaet gælder for gæld, for hvilken udsteder fra udstedelsen er forpligtet til at betale investor 100 af den pålydende værdi ud over eventuelle rentebetalinger.

Artikel 9
Modul for garantier

For garantier skal der gives de oplysninger, der er fastlagt i bilag VI.

Artikel 10
Skema for registreringsdokumentet for værdipapirer med sikkerhedsstillelse i aktiver

Registreringsdokumentet for værdipapirer med sikkerhedsstillelse i aktiver skal indeholde de oplysninger, der er fastlagt i bilag VII.

Artikel 11
Modul for værdipapirer med sikkerhedsstillelse i aktiver

Det yderligere modul til værdipapirnoten for værdipapirer med sikkerhedsstillelse i aktiver skal indeholde de oplysninger, der er fastlagt i bilag VIII.

Artikel 12
Skema for registreringsdokumentet for gældsværdipapirer og derivater med en pålydende værdi på mindst 50 000 EUR per enhed

Registreringsdokumentet for gældsværdipapirer og derivater samt værdipapirer, som ikke er omfattet af artikel 4, hvis pålydende værdi per enhed udgør mindst 50 000 EUR, eller for værdipapirer uden pålydende værdi, der ved udstedelsen kun kan erhverves for mindst 50 000 EUR per enhed, skal indeholde de oplysninger, der er fastlagt i bilag IX.

Artikel 13
Skema for aktiecertifikater

Hvad angår aktiecertifikater, skal der gives de oplysninger, der er fastlagt i bilag X.

Artikel 14
Skema for bankregistreringsdokumentet

1. Bankregistreringsdokumentet for gældsværdipapirer og derivater samt værdipapirer, som ikke er omfattet af artikel 4, skal indeholde de oplysninger, der er fastlagt i bilag XI.

2. Skemaet i stk. 1 finder anvendelse på kreditinstitutter som defineret i artikel 1, stk. 1, litra a), i direktiv 2000/12/EF og på kreditinstitutter fra tredjelande, som ikke svarer til definitionen, men som har hjemsted i en stat, der er medlem af OECD.

Disse enheder kan som alternativ anvende de skemaer for registreringsdokumenter, der er fastlagt i artikel 7 og 12.

Artikel 15
Værdipapirnote for derivater

1. Værdipapirnoten for derivater skal indeholde de oplysninger, der er fastlagt i skemaet i bilag XII.

2. Skemaet finder anvendelse på værdipapirer uden for anvendelsesområdet for de øvrige værdipapirnoteskemaer, hvortil der henvises i artikel 6, 8 og 16, herunder visse værdipapirer, hvor betalings- og/eller leve-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ringsbetingelserne er tilknyttet et underliggende værdipapir.

Artikel 16
Skema for værdipapirnote for gældsværdipapirer med en med en pålydende værdi på mindst 50 000 EUR per enhed

1. Værdipapirnoten for gældsværdipapirer med en pålydende værdi på mindst 50 000 per enhed skal indeholde de oplysninger, der er fastlagt i bilag XIII.

2. Skemaet anvendes ved gældsværdipapirer, hvis udsteder fra udstedelsen er forpligtet til at betale investor 100 af den pålydende værdi ud over eventuelle renter.

Artikel 17
Yderligere oplysningsmodul for underliggende aktier

1. Yderligere oplysninger i forbindelse med beskrivelsen af underliggende aktier gives i overensstemmelse med modulet i bilag XIV.

Hvis udstederen af de underliggende aktier indgår i samme koncern, gives de oplysninger, der kræves i det skema, hvortil der henvises i artikel 4, desuden om denne udsteder.

2. De yderligere oplysninger, hvortil der henvises i stk. 1, nr. 1, finder kun anvendelse på værdipapirer, som opfylder følgende betingelser:

(1) de kan konverteres eller ombyttes til aktier eller tilsvarende omsættelige værdipapirer efter udsteders eller investors valg eller på grundlag af de betingelser, der er fastsat på udstedelsestidspunktet, eller de giver på anden vis mulighed for at erhverve aktier eller tilsvarende omsættelige værdipapirer, og

(2) såfremt disse aktier eller omsættelige værdipapirer, der svarer til aktier, udstedes eller vil blive udstedt af værdipapirudstederen eller en enhed i samme koncern som udstederen og endnu ikke bliver noteret på et reguleret marked eller et lignende marked uden for Fællesskabet på godkendelsestidspunktet for det prospekt, der vedrører værdipapirerne, og de underliggende aktier eller andre tilsvarende omsættelige værdipapirer kan leveres uden kontant afregning.

Artikel 18
Skema for registreringsdokument for institutter for kollektiv investering af den lukkede type

1. Ud over de oplysninger, der kræves i medfør af punkt 1, 2, 3, 4, 5.1, 7, 9.1, 9.2.1, 9.2.3, 10.4, 13, 14, 15, 16, 17.2, 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24 og 25 i bilag I, skal registreringsdokumentet for værdipapirer, der udstedes af kollektive investeringsinstitutter af den lukkede type, indeholde de oplysninger, der er fastlagt i skemaet i bilag XV.

2. Skemaet finder kun anvendelse på kollektive investeringsselskaber af den lukkede type med aktieporteføljer på investorers vegne, der:

(1) er anerkendt ved national lovgivning i den medlemsstat, hvor de er indregistreret som kollektive investeringsselskaber af den lukkede type, eller

(2) ikke har eller søger juridisk eller ledelsesmæssig kontrol over udstederne af deres underliggende investeringer. Der kan dog tages juridisk kontrol eller deltages i den eller de underliggende udstederes bestyrelse, direktion eller tilsynsorganer, hvis dette er underordnet det primære investeringsmål, nødvendigt for at beskytte aktionærerne, og kun sker i tilfælde, hvor det kollektive investeringsselskab ikke udøver væsentlig administrativ kontrol over den eller de underliggende udstedere.

Artikel 19
Skema for registreringsdokumentet for medlemsstater, tredjelande og deres regionale og lokale myndigheder

1. Værdipapirnoten for værdipapirer, der udstedes af medlemsstater, tredjelande og deres regionale og lokale myndigheder, skal indeholde de oplysninger, der er fastlagt i skemaet i bilag XVI.

2. Skemaet finder anvendelse på alle værdipapirtyper, der udstedes af medlemsstater, tredjelande og deres regionale og lokale myndigheder.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Artikel 20
Skema for registreringsdokument for internationale offentlige organer og for udstedere af gældsværdipapirer, der garanteres af en OECD-medlemsstat

1. Registreringsdokumentet for værdipapirer, der udstedes af internationale offentlige organer og for værdipapirer, der ubetinget og uigenkaldeligt garanteres på grundlag af national lovgivning af en stat, der er medlem af OECD, skal indeholde de oplysninger, der er fastlagt i skemaet i bilag XVII:

2. Skemaet finder anvendelse på:

– alle værdipapirtyper, der udstedes af internationale offentlige organer

– gældsværdipapirer, der ubetinget og uigenkaldeligt garanteres på grundlag af national

lovgivning af en stat, der er medlem af OECD.

Artikel 21
Kombinationer af skemaer og moduler

1. De kombinationer, der er fastsat i tabellen i bilag XVIII, anvendes, når der udarbejdes prospekter for de værdipapirtyper, som disse kombinationer svarer til i henhold til denne tabel.

Ved værdipapirer, der ikke er omfattet af disse kombinationer, kan der imidlertid anvendes yderligere kombinationer.

2. De mest omfattende og stringente skema for registreringsdokumentet, dvs. det mest krævende skema, for så vidt angår antallet af informationspunkter, kan altid anvendes ved udstedelse af værdipapirer, for hvilke der er fastsat et mindre omfattende og mindre stringent skema for registreringsdokumentet, i henhold til følgende prioritering af skemaerne:

(1) skema for aktieregistreringsdokumentet

(2) skemaet for registreringsdokumentet for gældsværdipapirer og derivater med en pålydende værdi på under 50 000 EUR per enhed

(3) skemaet for registreringsdokumentet for gældsværdipapirer og derivater med en pålydende værdi på minimum 50 000 EUR per enhed.

Artikel 22
Mindstekrav til oplysninger i et basisprospekt og de endelige vilkår

1. Et basisprospekt udarbejdes ved brug af et enkelt eller en kombination af skemaer og moduler om fastsat i artikel 4 til 20 i henhold til kombinationerne for forskellige værdipapirtyper i bilag VIII.

Et basisprospekt skal indeholde de oplysningspunkter, som kræves i bilag I til XVII afhængigt f, hvilken type udsteder og værdipapirer der er tale om, som fastsat i skemaerne og modulerne i artikel 4 til 20. En kompetent myndighed må ikke forlange, at basisprospektet indeholder oplysningspunkter, som ikke indgår i bilag I til XVII.

For at sikre overensstemmelse med forpligtelsen i artikel 5, stk. 1), i direktiv 2003/71/EF, kan den kompetente myndighed i en medlemsstat i de enkelte sager om godkendelse af et basisprospekt efter direktivets artikel 13 kræve, at oplysninger tilvejebragt af udsteder, udbyder eller den personer, der anmoder om optagelse til omsætning på et reguleret marked, for hvert oplysningselement suppleres yderligere.

2. Udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked, kan udelade oplysninger, som ikke er kendt, når basisprospektet godkendes, og som først kan fastslås på tidspunktet for den pågældende udstedelse.

3. De kombinationer, der er fastsat i tabellen i bilag XVIII, anvendes, når der udarbejdes prospekter for de værdipapirtyper, som disse kombinationer svarer til i henhold til denne tabel.

Ved værdipapirer, der ikke er omfattet af disse kombinationer, kan der imidlertid anvendes yderligere kombinationer.

4. De endelige vilkår, der vedlægges et basisprospekt, skal kun indeholde oplysningspunkter fra de forskellige skemaer for den værdipapirnote, som basisprospektet er udarbejdet på grundlag af.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

5. Ud over de oplysningspunkter, som er fastsat i de skemaer og moduler, hvortil der henvises i artikel 4 til 20, skal følgende oplysninger indgå i et basisprospekt:

(1) anførelse af de oplysninger, der vil indgå i de endelige vilkår

(2) offentliggørelsesmetoden for de endelige vilkår; hvis udsteder på tidspunktet for prospektets godkendelse ikke er i stand til at bestemme offentliggørelsesmetoden for de endelige vilkår, angives det, hvordan offentligheden vil blive oplyst om, hvilken metode der vil blive anvendt til at offentliggøre de endelige vilkår

(3) ved udstedelse af andre værdipapirer end aktier efter artikel 5, stk. 4, litra a), i direktiv 2003/71/EF, en generel beskrivelse af programmet.

6. Kun følgende værdipapirkategorier må indgå i et basisprospekt og de endelige vilkår, der omfatter forskellige værdipapirtyper:

(1) værdipapirer med sikkerhedsstillelse i aktiver

(2) warrants, som er omfattet af artikel 17

(3) andre værdipapirer end aktier efter artikel 5, stk. 4, litra b), i direktiv 2003/71/EF

(4) alle øvrige værdipapirer ud over aktier, herunder warrants, med undtagelse af warrants, som er nævnt i punkt 2).

Ved udarbejdelsen af et basisprospekt sørger udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked for klar adskillelse mellem de specifikke oplysninger om de forskellige værdipapirer, der indgår i disse kategorier.

7. Hvis der indtræffer en begivenhed efter artikel 16, stk. 1, i direktiv 2003/71/EF mellem tidspunktet for basisprospektets godkendelse og den endelige lukning af tilbuddet af hver enkelt værdipapirudstedelse i henhold til basisprospektet eller eventuelt det tidspunkt, hvor handelen med disse værdipapirer begynder på et reguleret marked, offentliggør udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse på et reguleret marked, et supplement, før tilbuddet endelig lukker, eller værdipapirer optages til notering.

Artikel 23
Justeringer af mindstekrav til oplysninger i prospekter og basisprospekter

1. Hvis udsteders virksomhed indgår i en af kategorierne i bilag XIX, kan den kompetente myndighed i medlemsstaten uanset artikel 3, andet afsnit, og artikel 22, stk. 1, andet afsnit, og under hensyntagen til den pågældende virksomheds særlige karakter forlange tilpassede oplysninger ud over de oplysningspunkter, der indgår i skemaerne og modulerne i artikel 4 til 20, herunder i givet fald en vurderingsrapport eller anden ekspertudtalelse vedrørende udsteders aktiver med henblik på at opfylde forpligtelsen i artikel 5, stk. 1, i direktiv 2003/71/EF. Den kompetente myndighed underretter straks Kommissionen herom.

Hvis en medlemsstat ønsker en ny kategori optaget på bilag XIX, ansøger den Kommissionen herom. Kommissionen opdaterer denne liste i henhold til proceduren i artikel 24 i direktiv 2003/71/EF.

2. Hvis en udsteder, udbyder eller en person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked, ansøger om godkendelse af et prospekt eller basisprospekt for et værdipapir, som ikke er identisk med, men som er sammenligneligt med de værdipapirtyper, som er nævnt i kombinationstabellen i bilag XVIII, skal udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked uanset artikel 3 til 22 tilføje de relevante informationspunkter fra andre skemaer for værdipapirdokumenter, som er fastsat i artikel 4 til 20 til det valgte hovedskema for værdipapirnoten. Denne tilføjelse foretages i overensstemmelse med de væsentligste kendetegn for de værdipapirer, der udbydes til offentligheden eller optages til notering på et reguleret marked.

3. Hvis en udsteder, udbyder eller en person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked, ansøger om godkendelse af et prospekt eller basisprospekt for en ny værdipapirtype, skal udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om opta-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

gelse til notering på et reguleret marked uanset artikel 3 til 22 anmelde et prospektudkast eller basisprospekt til den kompetente myndighed i hjemlandet.

Efter høring af udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse på et reguleret marked, afgør den kompetente myndighed, hvilke oplysninger der skal indgå i prospektet eller basisprospektet med henblik på at overholde forpligtelsen i artikel 5, stk. 1), i direktiv 2003/71/EF. Den kompetente myndighed underretter straks Kommissionen herom.

Den fravigelse, hvortil der henvises i stk. 1, finder kun anvendelse ved nye værdipapirtyper, hvis kendetegn er væsensforskellige fra de forskellige værdipapirtyper, som er nævnt i bilag XVIII, hvis disse nye værdipapirers kendetegn medfører, at en kombination af de forskellige informationspunkter, hvortil der henvises i de skemaer og moduler, der er fastsat i artikel 4 til 20, ikke er relevant.

4. Hvor de oplysningspunkter, der kræves i et af de skemaer eller moduler, hvortil der henvises i artikel 4 til 20, eller lignende oplysninger ikke er relevante for udsteder, udstedelsen eller de værdipapirer, som prospektet vedrører, kan disse oplysninger uanset artikel 3 til 22 udelades.

Artikel 24
Indholdet af resuméet af prospektet og basisprospektet

Udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked, afgør selv indholdet af det resumé af prospektet eller basisprospektet, hvortil der henvises i artikel 5, stk. 2, i direktiv 2003/71/EF.

Kapitel III
Prospektets, basisprospektets og tillæggenes format

Artikel 25
Prospektets format

1. Hvis en udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked, i henhold til artikel 5, stk. 3, i 2003/71/EF beslutter at udarbejde prospektet som et enkelt dokument, består prospektet af følgende dele i denne rækkefølge:

(1) en klar og detaljeret indholdsfortegnelse

(2) det resumé, der er fastsat i artikel 5, stk. 2, i direktiv 2003/71//EF

(3) risikofaktorer i forbindelse med udsteder og den type værdipapirer, som udstedelsen omfatter

(4) de øvrige informationspunkter, som indgår i de skemaer og moduler, som prospektet er udarbejdet i henhold til.

2. Hvis en udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked, i henhold til artikel 5, stk. 3, i 2003/71/EF beslutter at udarbejde prospektet som særskilte dokumenter, består værdipapirnoten og registreringsdokumentet af følgende dele i denne rækkefølge:

(1) en klar og detaljeret indholdsfortegnelse

(2) i givet fald risikofaktorer i forbindelse med udsteder og den type værdipapirer, som udstedelsen omfatter

(3) de øvrige informationspunkter, som indgår i de skemaer og moduler, som prospektet er udarbejdet i henhold til. 3. I de i stk. 1 og 2 nævnte tilfælde afgør udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked selv, i hvilken rækkefølge de informationspunkter, som indgår i de skemaer og moduler, som prospektet er udarbejdet i henhold til, skal præsenteres.

4. Hvis punkternes rækkefølge ikke er sammenfaldende med rækkefølgen i de skemaer og moduler, som prospektet er udarbejdet i henhold til, kan den kompetente myndighed i medlemsstaten bede udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked, om at udlevere en liste med krydshenvisninger, således at prospektet kan kontrolleres, før det godkendes. I listen skal det angives, på hvilken side hvert enkelt punkt kan findes i prospektet.

5. I tilfælde, hvor der skal udarbejdes tillæg til et prospekt i henhold til artikel 16, stk. 1,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

i direktiv 2003/71/EF, beslutter udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked, i den enkelte sag, om der skal indføjes nye oplysninger i det oprindelige resumé ved at udarbejde et nyt resumé, eller om der skal udarbejdes et tillæg til resuméet.

Hvis de nye oplysninger indføjes i det oprindelige resumé, sikrer udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked, at investorerne uden vanskeligheder kan identificere ændringerne, især ved brug af fodnoter.

Artikel 26
Format for basisprospektet og de endelige vilkår

1. Hvis en udsteder, udbyder eller en person, der søger om optagelse til notering på et reguleret marked, i henhold til artikel 5, stk. 4, i direktiv 2003/71/EF vælger at udarbejde et basisprospekt, består basisprospektet af følgende dele i denne rækkefølge:

(1) en klar og detaljeret indholdsfortegnelse

(2) det resumé, der er fastsat i artikel 5, stk. 2, i direktiv 2003/71//EF

(3) risikofaktorer i forbindelse med udsteder og den eller de typer værdipapirer, som udstedelsen omfatter

(4) de øvrige informationspunkter, som indgår i de skemaer og moduler, som prospektet er udarbejdet i henhold til.

2. Udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked, kan uanset stk. 1 selv vælge, i hvilken rækkefølge de krævede oplysninger i de skemaer og moduler, som prospektet udarbejdes efter, skal præsenteres. Oplysningerne om de forskellige værdipapirer i basisprospektet skal være klart adskilt.

3. Hvis punkternes rækkefølge ikke er sammenfaldende med rækkefølgen i de skemaer og moduler, som prospektet er udarbejdet i henhold til, kan den kompetente myndighed i hjemlandet bede udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked, om at udlevere en liste med krydshenvisninger, således at prospektet kan kontrolleres, før det godkendes. I listen bør det angives, på hvilken side hvert enkelt punkt kan findes i prospektet.

4. Hvis udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked tidligere har indgivet et registreringsdokument for en bestemt værdipapirtype og senere vælger at udarbejde et basisprospekt i overensstemmelse med betingelserne i artikel 5, stk. 4, litra a) og b), i direktiv 2003/71/EF, skal basisprospektet indeholde:

(1) de oplysninger, der indgår i det tidligere eller samtidig indgivne og godkendte registreringsdokument, som indarbejdes ved henvisning i henhold til bestemmelserne i denne forordnings artikel 28

(2) de oplysninger, som ellers ville indgå i den relevante værdipapirnote uden de endelige vilkår, hvis de endelige vilkår ikke indgår i basisprospektet.

5. De endelige vilkår, der vedlægges et basisprospekt, præsenteres som et særskilt dokument, der kun indeholder de endelige vilkår, eller de indgår i basisprospektet.

Hvis de endelige vilkår indgår i et særskilt dokument, hvis eneste indhold er de endelige vilkår, kan de indeholde oplysninger, som allerede indgår i det godkendte basisprospekt i henhold til det relevante værdipapirnoteskema, som er anvendt ved udarbejdelsen af basisprospektet. I så fald skal de endelige vilkår præsenteres, således at de enkelt kan identificeres som sådan.

Der indsættes en utvetydig og fremtrædende erklæring om, at de samlede oplysninger om udsteder og tilbuddet kun findes i kombinationen af basisprospektet og de endelige vilkår, og hvor basisprospektet findes.

6. Hvis et basisprospekt omfatter flere forskellige værdipapirer, skal udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked, lade et enkelt resumé indgå i basisprospektet for samtlige værdipapirer. Oplysningerne om de forskellige værdipapirer i resuméet skal imidlertid være klart adskilt.

7. I tilfælde, hvor der skal udarbejdes tillæg

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

til et prospekt i henhold til artikel 16, stk. 1, i direktiv 2003/71/EF, beslutter udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked, i den enkelte sag, om der skal indføjes nye oplysninger i det oprindelige resumé ved at udarbejde et nyt resumé, eller om der skal udarbejdes et tillæg til resuméet.

Hvis de nye oplysninger indføjes i det oprindelige resumé, sikrer udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked, at investorerne uden vanskeligheder kan identificere ændringerne, især ved brug af fodnoter.

8. Udstedere, udbydere eller de personer, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked, kan i et enkelt dokument samle to eller flere forskellige basisprospekter.

KAPITEL IV
Offentliggørelse og integrering ved henvisning

Artikel 27
Offentliggørelse af det dokument, hvortil der henvises i artikel 10, stk. 1, i direktiv 2003/71/EF

1. Udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked, stiller det dokument, hvortil der henvises i artikel 10, stk. 1, i direktiv 2003/71/EF, til rådighed for offentligheden ved at vælge en af de metoder, der er tilladt efter direktivets artikel 14 i udsteders medlemsstat.

2. Dokumentet indgives til hjemlandets kompetente myndighed senest 20 hverdage efter offentliggørelse af årsregnskabet i hjemlandet.

3. I givet fald skal dokumentet indeholde en erklæring om, at visse oplysninger er forældede.

Artikel 28
Metoder til integrering ved henvisning

1. Oplysninger kan integreres ved henvisning i et prospekt eller basisprospekt, især hvis de findes i et af de følgende dokumenter:

(1) årsregnskaber og regnskabsmeddelelser

(2) dokumenter i forbindelse med specifikke transaktioner som for eksempel fusioner eller opdeling af virksomheder

(3) revisionsberetninger og finansielle redegørelser

(4) stiftelsesoverenskomst og vedtægter

(5) tidligere godkendte og offentliggjorte prospekter og/eller basisprospekter

(6) regulerede oplysninger

(7) meddelelser til værdipapirindehaverne.

2. De dokumenter, der indeholder oplysninger, som kan integreres ved henvisning i et prospekt eller basisprospekt eller i de dokumenter, som udgør dette, udfærdiges i henhold til bestemmelserne i artikel 19 i direktiv 2003/71/EF.

3. Hvis et dokument, som kan integreres ved henvisning, indeholder oplysninger, der har ændret sig væsentligt, angives dette tydeligt, og de opdaterede oplysninger anføres.

4. Udsteder, udbyder eller den person, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked, kan integrere oplysninger i et prospekt eller basisprospekt ved henvisning til visse dele af et dokument, såfremt det anføres, at de dele, der ikke er integreret, ikke er relevante for investor eller er dækket i en anden del af prospektet.

5. Når de integrerer oplysninger ved henvisning, skal udstedere, udbydere og personer, der ansøger om optagelse til notering på et reguleret marked, sørge for ikke at bringe investorbeskyttelsen i fare, for så vidt angår oplysningernes forståelighed og tilgængelighed.

KAPITEL V
Offentliggørelse og annoncering

Artikel 29
Offentliggørelse i elektronisk form

1. Ved offentliggørelse af et prospekt eller basisprospekt i elektronisk form i henhold til artikel 14, stk. 2, litra c), d) og e), i di-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

rektiv 2003/71/EF eller som yderligere tilgang skal følgende krav opfyldes:

(1) prospektet eller basisprospektet skal være let tilgængeligt på webstedet

(2) der skal anvendes et sådant filformat, at prospektet eller basisprospektet ikke kan ændres

(3) prospektet eller basisprospektet må ikke indeholde links, bortset fra links til elektroniske adresser, hvor der findes oplysninger, som er integreret ved henvisning

(4) investorerne skal have mulighed for at downloade og udskrive prospektet eller basisprospektet.

Undtagelsen i stk. 1, nr. 3, finder kun anvendelse på dokumenter, der er integreret ved henvisning; der skal være adgang til disse dokumenter ved enkle og umiddelbare tekniske arrangementer.

2. Hvis et prospekt eller basisprospekt for et udbud af værdipapirer til offentligheden anbringes på udstedernes, de finansielle formidleres eller de regulerede markeders websteder, sørger disse for at undgå at henvende sig til personer, som er bosiddende i medlemsstater eller tredjelande, hvor udbuddet af værdipapirer til offentligheden ikke finder sted, herunder ved at indsætte en meddelelse om, hvem tilbuddet er rettet til.

Artikel 30
Offentliggørelse i dagblade

1. For at overholde artikel 14, stk. 2, litra a), i direktiv 2003/71/EF offentliggøres et prospekt eller basisprospekt i et generelt eller finansielt dagblad, som er landsdækkende eller dækker flere regioner.

2. Hvis den kompetente myndighed ikke finder, at det dagblad, som er valgt til offentliggørelsen, opfylder betingelserne i stk. 1, bestemmer den et dagblad, hvis oplag vurderes til at være passende til dette formål under særlig hensyntagen til det geografiske område, antal indbyggere og læsevaner i den enkelte medlemsstat.

Artikel 31
Offentliggørelse af meddelelsen

1. Hvis en medlemsstat benytter den mulighed, hvortil der henvises i artikel 14, stk. 3, i direktiv 2003/71/EF, til at kræve offentliggørelse af en meddelelse om, hvordan prospektet eller basisprospektet er offentliggjort, og hvor offentligheden kan få adgang til det, offentliggøres denne meddelelse i et dagblad, der opfylder kravene til offentliggørelse af prospekter i denne forordnings artikel 30.

Hvis meddelelsen vedrører et prospekt eller basisprospekt, der kun er offentliggjort med henblik på værdipapirers optagelse til notering på et reguleret marked, hvor der allerede noteres værdipapirer i samme klasse, kan den i stedet indrykkes i dette regulerede markeds tidende, uanset om denne offentliggøres i trykt eller elektronisk form.

2. Meddelelsen offentliggøres senest den første hverdag efter offentliggørelsen af prospektet eller basisprospektet i henhold til artikel 14, stk. 1, i direktiv 2003/71/EF.

3. Meddelelsen skal indeholde følgende oplysninger:

(1) udsteders identitet

(2) type, klasse og beløb for de værdipapirer, der udbydes og/eller søges optaget til notering, forudsat disse elementer er bekendt på offentliggørelsestidspunktet for meddelelsen

(3) tidsplan for udbuddet/optagelsen til notering

(4) en erklæring om, at prospektet er offentliggjort, og hvor offentligheden kan få adgang til det

(5) hvis prospektet eller basisprospektet er offentliggjort i trykt form, angives hvor og i hvilket tidsrum offentligheden kan få adgang til disse trykte eksemplarer

(6) hvis prospektet er offentliggjort i elektronisk form, angives den adresse, hvor investorerne skal henvende sig for at anmode om et trykt eksemplar

(7) datoen for meddelelsen.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Artikel 32
Liste over godkendte prospekter

Af den liste over godkendte prospekter og basisprospekter, der i overensstemmelse med artikel 14, stk. 4, i direktiv 2003/71/EF offentliggøres på den kompetente myndigheds websted, skal det fremgå, hvordan sådanne prospekter er blevet gjort tilgængelige, og hvordan der kan fås adgang til dem.

Artikel 33
Offentliggørelse af basisprospekters endelige vilkår

Offentliggørelsesmetoden for de endelige vilkår i forbindelse med et basisprospekt behøver ikke være identisk med offentliggørelsesmetoden for basisprospektet, forudsat der anvendes en af de offentliggørelsesmetoder, som er fastsat i artikel 14 i direktiv 2003/71/EF.

Artikel 34
Annoncering

Annoncer i forbindelse med et udbud af værdipapirer til offentligheden eller optagelse til notering på et reguleret marked kan indrykkes af interesserede parter, herunder udsteder, udbyder eller den person, som ansøger om optagelse til notering, de finansielle formidlere, som medvirker til at placere/garantere værdipapirerne, ved anvendelse af et af de følgende kommunikationsmidler:

(1) Adresseret eller uadresseret tryksag

(2) elektronisk meddelelse eller annoncering via mobiltelefon eller pager

(3) standardbrev

(4) presseannonce med eller uden bestillingsformular

(5) katalog

(6) telefonopkald med eller uden menneskelig medvirken

(7) seminarer og præsentationer

(8) radio

(9) videofon

(10) videotekst

(11) e-mail

(12) telefax (fax)

(13) fjernsyn

(14) meddelelse

(15) opslag

(16) plakat

(17) brochure

(18) internetannoncering, herunder bannerreklamer.

KAPITEL VI
Overgangsbestemmelser og afsluttende bestemmelser

Artikel 35
Historiske regnskabsoplysninger

1. EF-udstederes forpligtelse efter forordning (EF) nr. 1606/2002 til i et prospekt at gengive historiske regnskabsoplysninger opstillet i bilag 1, punkt 20.1, bilag IV, punkt 13.1, bilag VII, punkt 8.2, bilag X, punkt 20.1 og bilag XI, punkt 11.1, finder tidligst anvendelse på en periode fra den 1. januar 2004, eller hvis en udsteder har værdipapirer optaget til omsætning på et reguleret marked den 1. juli 2005, først når udstederen har offentliggjort sine første konsoliderede årsregnskaber i overensstemmelse med forordning (EF) nr. 1606/2002.

2. Hvis en EF-udsteder er underlagt nationale overgangsbestemmelser, der er vedtaget i henhold til artikel 9 i forordning (EF) nr. 1606/2002, finder forpligtelsen til at gengive historiske regnskabsoplysninger i et prospekt tidligst anvendelse fra en periode fra den 1. januar 2006, eller hvis en udsteder har værdipapirer optaget til omsætning på et reguleret marked den 1. juli 2005, først når udstederen har offentliggjort sine første konsoliderede årsregnskaber i overensstemmelse med forordning (EF) nr. 1606/2002.

3. Indtil den 1. januar 2007 finder kravet om gengivelse af historiske regnskabsoplysninger i et prospekt i henhold til forordning (EF) nr. 1606/2002, jf. bilag I, punkt 20.1, bilag IV, punkt 13.1, bilag VII, punkt 8.2, bilag X, punkt 20.1 og bilag XI, punkt 11.1,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ikke anvendelse på udstedere fra tredjelande:

(1) hvis værdipapirer er optaget til notering på et reguleret marked den 1. januar 2007, og

(2) som har fremlagt og udarbejdet historiske regnskabsoplysninger i henhold til de nationale regnskabsstandarder i et tredjeland.

I så fald ledsages de historiske regnskabsoplysninger af mere detaljerede og/eller yderligere oplysninger, hvis de regnskaber, der indgår i prospektet, ikke giver et retvisende billede af udsteders aktiver og passiver, finansielle stilling og resultater.

4. Udstedere i tredjelande, som har udarbejdet historiske regnskabsoplysninger i henhold til

internationalt anerkendte regnskabsstandarder, hvortil der henvises i artikel 9 i forordning (EF) nr. 1606/2002, kan anvende disse oplysninger i prospekter, der indgives før den 1. januar 2007, uden at der stilles krav om gengivelse.

5. Fra den 1. januar 2007 fremlægger udstedere fra tredjelande som omhandlet i stk. 3, første punktum, og i artikel 4 de historiske regnskabsoplysninger, hvortil der henvises i stk. 1, efter at der er skabt ligestilling efter en mekanisme, som Kommissionen opretter. Denne mekanisme oprettes ved udvalgsproceduren i artikel 24 i direktiv 2003/71/EF.

6. Bestemmelserne i denne artikel finder også anvendelse på bilag VI, punkt 3.

Artikel 36
Ikrafttræden

Denne forordning træder i kraft på tyvendedagen efter offentliggørelsen i Den Europæiske Unions Tidende.

Den finder anvendelse fra den 1. juli 2005.

Denne forordning er bindende i alle enkeltheder og gælder umiddelbart i hver medlemsstat.

Udfærdiget i Bruxelles, den 29. april 2004.

På Kommissionens vegne

Frederik BOLˇKESTEIN

Medlem af Kommissionen

Noter:

1) EFT L 184 af 6.7.2001, s. 1. Direktivet er senest ændret ved direktiv 2003/71/EF (EUT L 345 af 31.12.2003, s. 64).

2)CESR blev oprettet ved Kommissionens afgørelse 2001/527/EF af 6. juni 2001, EFT L 191 af 13. juli 2001, s. 43.

L 149/2 Den Europæiske Unions Tidende 30.4.2004 DA

3)EFT L 126 af 26. 5. 2000, s. 1. Direktivet er senest ændret ved tiltrædelsesakten af 2003.

L 149/4 Den Europæiske Unions Tidende 30.4.2004 DA

4)EFT L 243 af 11.9.2002, s.1.

30.4.2004 Den Europæiske Unions Tidende L 149/5 DA

BILAG I

Mindstekrav til oplysninger i aktieregistreringsdokumentet (skema)

1.	ANSVARLIGE
1.1.	Alle personer med ansvar for de oplysninger, der gives i registreringsdokumentet og i givet fald i dele heraf. I så fald angives der, hvilke dele, de har ansvar for. For så vidt angår fysiske personer, herunder medlemmer af udsteders bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan, skal personens navn og funktion anføres, ved juridiske personer skal navn og hovedkontor anføres.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

1.2. En erklæring fra de ansvarlige for registreringsdokumentet, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i registreringsdokumentet efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold. I givet fald en erklæring fra de ansvarlige for dele af registreringsdokumentet, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i den del af registreringsdokumentet, som de er ansvarlige for, efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold.

2. REVISORER

2.1. Navn og adresse på udsteders revisorer for den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger (sammen med deres medlemskab af et fagligt organ).

2.2. Hvis revisorerne er fratrådt, blevet flyttet eller ikke er blevet genudnævnt i den periode, som omfattes af de historiske regnskabsoplysninger, skal alle væsentlige detaljer anføres.

3. UDVALGTE REGNSKABSOPLYSNINGER

3.1. Udvalgte regnskabsoplysninger vedrørende udstederen, som fremlægges for hvert regnskabsår i den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger, samt en eventuel senere delvis regnskabsperiode, i samme valuta som regnskabsoplysningerne.
De udvalgte regnskabsoplysninger skal indeholde de nøgletal, der giver et overblik over udsteders finansielle situation.

3.2. Hvis der gives udvalgte regnskabsoplysninger vedrørende midlertidige perioder, skal der også fremlægges sammenlignelige oplysninger for samme periode i det foregående år, og således at kravet til sammenlignelige balanceoplysninger er opfyldt, hvis der fremlægges balanceoplysninger fra årets udgang.

4. RISIKOFAKTORER
Fremtrædende oplysninger om risikofaktorer, der gælder for udstederen eller dennes branche, gives i en sektion med titlen »risikofaktorer«.

5. OPLYSNINGER OM UDSTEDER

5.1. Udsteders historie og udvikling.

5.1.1. udsteders juridiske navn og binavne

5.1.2. udsteders registrerede hjemsted og registreringsnummer

5.1.3. udsteders indregistreringsdato og levetid, medmindre denne er ubegrænset

5.1.4. udsteders domicil og juridiske form, den lovgivning, som udsteder fungerer under, indregistreringsland samt adresse og telefonnummer til det indregistrerede kontor (eller hovedkontoret, hvis dette ikke er det indregistrerede kontor) og

5.1.5. væsentlige begivenheder i udsteders forretningsmæssige udvikling.

5.2. Investeringer

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

5.2.1. Beskrivelse (herunder beløb) af udsteders væsentlige investeringer i hvert regnskabsår i den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger frem til datoen for registreringsdokumentet.

5.2.2. En beskrivelse af udsteders væsentligste igangværende investeringer, herunder deres geografiske fordeling (hjemland og udland) og finansieringsmetoden (intern eller ekstern)

5.2.3. Oplysninger om udsteders væsentligste fremtidige investeringer, som ledelsesorganerne allerede klart har forpligtet sig til.

6. FORRETNINGSOVERSIGT

6.1. Hovedvirksomhed

6.1.1. Beskrivelse af (herunder væsentligste faktorer i forbindelse med) udsteders virksomhed og væsentligste aktiviteter med angivelse af de væsentligste kategorier af produkter, der forhandles, og/eller tjenester, der ydes for hvert regnskabsår i den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger og

6.1.2. en angivelse af eventuelle væsentlige nye produkter og/eller tjenesteydelser, der er blevet lanceret, med status for udviklingen, såfremt disse nye produkters eller tjenesteydelsers udvikling er blevet offentliggjort.

6.2. Væsentligste markeder
Beskrivelse af de væsentligste markeder, hvor udsteder er aktiv, med angivelse af samlede indtægter per aktivitetskategori og geografisk marked for hvert regnskabsår i den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger.

6.3. Hvis de oplysninger, der gives i medfør af punkt 6.1. og 6.2. er blevet påvirket af ekstraordinære forhold, nævnes dette.

6.4. Der skal gives oplysninger i resuméform om, i hvilket omfang udsteder er afhængig af patenter, licenser, industri-, handels- eller finanskontrakter eller nye fremstillingsprocesser, hvis dette har betydning for udsteders virksomhed eller rentabilitet.

6.5. Grundlaget for eventuelle udtalelser fra udsteder om dennes.

7. ORGANISATIONSSTRUKTUR

7.1. Hvis udsteder indgår i en koncern, skal der gives en kort beskrivelse af koncernen og udsteders plads i koncernen.

7.2. En liste over udsteders væsentlige datterselskaber, herunder navn, indregistrerings- eller bopælsland, kapitalandel og andel af stemmerettighederne, hvis denne adskiller sig fra kapitalandelen.

8. EJENDOMME, ANLÆG OG UDSTYR

8.1. Oplysninger om eventuelle eksisterende eller planlagte investeringer i faste anlægsaktiver, herunder lejede ejendomme og eventuelle væsentlige servitutter.

8.2. Beskrivelse af eventuelle miljøspørgsmål, der kan påvirke udsteders anvendelse af de faste anlægsaktiver.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

9. GENNEMGANG AF DRIFT OG REGNSKABER

9.1. Finansiel tilstand
Hvis dette emne ikke behandles andetsteds i registreringsdokumentet, skal der gives en beskrivelse af udsteders finansielle tilstand, ændringer heri og driftsresultatet for hvert år og den delvise periode, der kræves regnskabsoplysninger for, herunder årsagen til væsentlige ændringer fra år til år i regnskabsoplysningerne i det omfang, som er nødvendigt for at skabe sig et billede af udsteders samlede virksomhed.

9.2. Driftsresultater

9.2.1. Oplysninger om væsentlige faktorer, herunder usædvanlige eller sjældne begivenheder eller nye udviklinger med væsentlig indflydelse på udsteders driftsindtægter med angivelse af, hvilke indtægter der blev påvirket af disse begivenheder.

9.2.2. Hvis regnskaberne udviser væsentlige ændringer i omsætning eller indtægter, skal der gives en redegørelse for årsagen til disse ændringer.

9.2.3. Oplysninger om eventuelle statslige, økonomiske, skattemæssige, monetære eller politiske initiativer, der har eller kan få væsentlig direkte eller indirekte indflydelse på udsteders virksomhed.

10. KAPITALRESSOURCER

10.1. Oplysninger om udsteders kapitalressourcer (både kort- og langsigtede)

10.2. En forklaring vedrørende kilden og størrelsen af udsteders pengestrømme med en udførlig redegørelse for disse pengestrømme.

10.3. Oplysninger om udsteders lånebehov og finansieringsstruktur

10.4. Oplysninger om eventuelle begrænsninger i brugen af kapitalressourcerne, der har eller kan få væsentlig direkte eller indirekte indflydelse på udsteders virksomhed.

10.5. Oplysninger om de forventede kapitalkilder, der kræves for at opfylde forpligtelserne under punkt 5.2.3. og 8.1.

11. FORSKNING OG UDVIKLING, PATENTER OG LICENSER
I nødvendigt omfang skal der gives en beskrivelse af udsteders forsknings- og udviklingspolitikker i hvert regnskabsår i den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger, herunder de beløb, der er anvendt til forsknings- og udviklingsaktiviteter, som udsteder har støttet.

12. TRENDOPLYSNINGER

12.1. De væsentligste nyere tendenser inden for produktion, salg og lagerbeholdninger samt udgifter og salgspriser fra udgangen af sidste regnskabsår til datoen for registreringsdokumentet.

12.2. Oplysninger om eventuelle kendte tendenser, usikkerhed, krav, forpligtelser eller begivenheder, der med rimelighed kan forventes at få en væsentlig indflydelse på udsteders fremtidsudsigter for det igangværende regnskabsår som minimum.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

13. RESULTATFORVENTNINGER ELLER -PROGNOSER
Hvis en udsteder vælger at lade en resultatprognose eller –forventning indgå, skal registreringsdokumentet indeholde oplysningerne i punkt 13.1 og 13.2:

13.1. En erklæring med angivelse af de væsentligste antagelser, som udsteder har baseret sin forventning eller prognose på.
Der skal sondres tydeligt mellem antagelser om faktorer, som medlemmet eller medlemmerne af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan har indflydelse på, og antagelser om faktorer, som fuldstændig ligger uden for medlemmerne af bestyrelses-, direktions- eller tilsynsorganets indflydelse; grundlaget skal være umiddelbart forståeligt for investorerne, de skal være specifikke og præcise, og de må ikke stå i forbindelse med den generelle korrekthed, som gælder for de prognoser, der ligger til grund for forventningen.

13.2. Der bør inkluderes en rapport, som er udarbejdet af uafhængige revisorer, og hvoraf det fremgår, at forventningen eller prognosen efter disse uafhængige revisorers opfattelse er udarbejdet på det anførte grundlag, og at regnskabsgrundlaget for resultatforventningen eller - prognosen er i overensstemmelse med udsteders regnskabsprincipper.

13.3. Resultatforventningen eller -prognosen skal udarbejdes på et grundlag, der er sammenligneligt med de historiske regnskabsoplysninger.

13.4. Hvis udsteder har offentliggjort en resultatforventning i et prospekt, der stadig er i kraft, gives der en udtalelse om, hvorvidt denne forventning stadig var korrekt på datoen for registreringsdokumentet og en forklaring om, hvorfor en sådan forventning ikke længere er gældende, hvis dette måtte være tilfældet.

14. BESTYRELSE, DIREKTION OG TILSYNSORGANER SAMT LEDERE

14.1. Navn, forretningsadresse og stilling hos udstederen skal offentliggøres for følgende personer, og der skal oplyses om deres væsentligste aktiviteter, som ikke udføres hos udsteder, hvis disse aktiviteter har betydning for denne:
a) medlemmer af bestyrelse, direktion eller tilsynsorganer
b) komplementarer i et kommandit-aktieselskab
c) stiftere, hvis udsteder er stiftet for mindre end fem år siden og
d) eventuelle ledende medarbejdere, som kan medvirke til at dokumentere, at udsteder råder over den nødvendige ekspertise og erfaring i udøvelsen af sin virksomhed.
Redegørelse for eventuelt slægtskab mellem sådanne personer.
For så vidt angår de enkelte medlemmer af udsteders bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan og hver person, der er beskrevet i punkt 1, (b) og (d), skal der gives detaljer om hver persons relevante ledelsesekspertise- og erfaring sammen med følgende oplysninger:
(a) navne på samtlige selskaber og partnerskaber, hvor personen har været medlem af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan eller har været partner inden for de seneste fem år med angivelse af, om personen stadig er medlem af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan eller er partner. Det er ikke nødvendigt at redegøre for samtlige udsteders datterselskaber, hvor personen ligeledes er medlem af bestyrelsen, direktionen eller tilsynsorganet
(b) eventuelle domfældelser for svigagtige lovovertrædelser, som minimum inden for de seneste fem år

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

(c) detaljer om eventuelle konkurser, bobehandlinger eller likvidationer, som en person ifølge punkt 1, (a) og (d), der udøvede én af de funktioner, der er nævnt i punkt 1, (a) og (d), som minimum inden for de seneste fem år
(d) detaljer om eventuelle offentlige anklager og/eller offentlige sanktioner over for en sådan person fra myndigheder eller tilsynsorganer (herunder udpegede faglige organer), og hvorvidt en domstol tidligere har frakendt personen retten til at fungere som medlem af en udsteders bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan eller at fungere som leder af en udsteder inden for minimum de seneste fem år
Hvis dette ikke er tilfældet, gives der en udtalelse herom.

14.2. Bestyrelse, direktion og tilsynsorganer samt ledere - interessekonflikter
Potentielle interessekonflikter mellem de personer, der nævnes i punkt 14.1., forpligtelser over for udsteder og deres private interesser og/eller øvrige forpligtelser skal angives tydeligt. Hvis der ikke foreligger sådanne konflikter, skal der ligeledes gives en erklæring herom.
Enhver aftale eller forståelse med større aktionærer, kunder, leverandører eller øvrige, hvorefter en person ifølge punkt 14.1. er blevet medlem af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan eller er blevet leder.
Detaljer om eventuelle restriktioner, som personerne i 14.1. har aftalt, vedrørende afhændelse af deres beholdninger af udsteders værdipapirer inden for en bestemt periode.

15. AFLØNNING OG GODER
Vedrørende det seneste hele finansår for de personer, der henvises til i 14.1., første afsnit, (a) og (d):

15.1. Den udbetalte aflønning (herunder eventuelt betinget eller udskudt vederlag) og goder, disse personer har modtaget fra udsteder og dennes datterselskaber for de tjenester, som de i samtlige deres funktioner har ydet modtager og dennes datterselskaber.
Disse oplysninger skal gives om hver enkelt person, med mindre udsteders hjemland ikke kræver individuel offentliggørelse, og udsteder i øvrigt ikke offentliggør disse oplysninger.

15.2. Det samlede beløb, som udsteder eller dennes datterselskaber har henlagt eller opsparet til pensioner, fratrædelse eller lignende goder.

16. BESTYRELSENS ARBEJDSPRAKSIS
Vedrørende udsteders seneste hele regnskabsår og - medmindre andet er angivet - de personer, der henvises til i 14.1., første afsnit, (a): :

16.1. Eventuel udløbsdato for nuværende embedsperiode og angivelse af den periode, hvor personenhar beklædt dette embede.

16.2. Oplysninger om bestyrelses-, direktions- eller tilsynsorgansmedlemmers tjenestekontrakter med udsteder eller dennes datterselskaber, hvorefter der gives vederlag ved ophør af arbejdsforholdet, eller i modsat fald en erklæring om, at dette ikke er tilfældet.

16.3. Oplysninger om udsteders revisionsudvalg og aflønningsudvalg, herunder medlemmernes navne og et resumé af udvalgets arbejdsrammer.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

16.4. En erklæring om, hvorvidt udsteder opfylder kravene i sit indregistreringslands ordning for god virksomhedsledelse. Hvis udsteder ikke følger en sådan ordning, skal der indgå en erklæring om dette forhold sammen med en forklaring om, hvorfor udsteder ikke følger ordningen.

17. PERSONALE

17.1. Enten antallet af medarbejdere ved periodens udgang eller gennemsnittet for hvert regnskabsår i den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger indtil datoen for registreringsdokumentet (samt eventuelle større ændringer i disse tal) og fordelingen af personale på hvert hovedaktivitetsområde og geografisk område, hvis dette er muligt og
væsentligt. Hvis udsteder anvender et større antal midlertidigt ansatte, skal det gennemsnitlige antal midlertidigt ansatte oplyses, som minimum for det seneste regnskabsår.

17.2. Aktiebeholdninger og aktieoptioner
For hver person, der henvises til i 14.1., første afsnit, (a) og (d), skal der gives oplysninger om aktiebeholdninger og eventuelle optioner i udstederens virksomhed pr. den senest mulige dato.

17.3. Beskrivelse af ordninger vedrørende personalets interesser i udstederens kapital.

18. STØRRE AKTIONÆRER

18.1. I det omfang udsteder har kendskab til dette forhold, skal der oplyses om navnet på andre personer end medlemmer af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan, som enten direkte eller indirekte har en andel, der skal anmeldes efter udsteders nationale lovgivning, i udsteders kapital eller stemmerettigheder sammen med beløbet for personens andel. Hvis dette ikke er tilfældet, skal det ligeledes meddeles.

18.2. Det skal oplyses, om de større aktionærer har forskellige stemmerettigheder. Hvis dette ikke er tilfældet, skal det ligeledes meddeles.

18.3. I det omfang udsteder har kendskab til dette forhold, skal det oplyses, om udsteder direkte eller indirekte ejes eller kontrolleres af andre, herunder hvem og hvordan, og der skal gives en beskrivelse af de foranstaltninger, der er sat i værk med henblik på at forhindre, at denne kontrol ikke misbruges.

18.4. En beskrivelse af aftaler, som udsteder har kendskab til, og som senere kan medføre, at andre overtager kontrollen med udsteder.

19. TRANSAKTIONER MED TILKNYTTEDE PARTNERE
Detaljer om transaktioner med tilknyttede partnere (som i denne forbindelse defineres i henhold til de standarder, der blev vedtaget med forordning (EF) nr. 1606/2002), som udsteder har foretaget i den periode, der er omfattet af de historiske regnskabsoplysninger indtil datoen for registreringsdokumentet, skal offentliggøres i overensstemmelse med den standard, der er valgt i henhold til forordning (EF) nr. 1606/2002, hvis dette er relevant.Hvis sådanne standarder ikke gælder for udsteder, skal følgende oplysninger offentliggøres:
a) Karakteristik og omfang af transaktioner som enkeltvis eller samlet er væsentlige for udsteder. Hvis sådanne transaktioner ikke blev gennemført

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

efter armslængdeprincippet, skal det forklares, hvorfor dette ikke var tilfældet. Ved forpligtelser i form af lån eller alle former for garantier skal det udestående beløb angives.
b) Det beløb eller den procentdel, som transaktionerne med tilknyttede partnere udgør af udsteders omsætning.

20. OPLYSNINGER OM UDSTEDERENS AKTIVER OG PASSIVER, FINANSIELLE STILLING OG RESULTATER

20.1. Historiske regnskabsoplysninger
Reviderede regnskabsoplysninger for de seneste tre regnskabsår (eller den kortere periode, som udsteder måtte have drevet virksomhed i) og revisionsberetningen for hvert år. Sådanne regnskabsoplysninger skal udarbejdes i henhold til forordning (EF) nr. 1606/2002, eller hvis disse ikke er gældende, i henhold til en medlemsstats nationale regnskabsstandarder for udstedere fra Fællesskabet. For udstedere fra tredjelande skal sådanne regnskabsoplysninger udarbejdes efter de internationale regnskabsstandarder, der er antaget i henhold til artikel 3 i forordning (EF) nr. 1606/2002 eller til et tredjelands tilsvarende nationale regnskabsstandarder.
Hvis sådanne regnskabsoplysninger ikke svarer til disse standarder, skal de præsenteres i form af nye regnskaber.
De seneste to års reviderede historiske regnskabsoplysninger skal præsenteres i en form, der er i overensstemmelse med den, som vil blive anvendt i udsteders næste offentliggjorte årsregnskab under henvisning til regnskabsstandarder og -politikker samt den lovgivning, der gælder for sådanne årsregnskaber.
Hvis udsteder har været aktiv på sit nuværende aktivitetsområde i mindre end ét år, skal de reviderede historiske regnskabsoplysninger for den periode være udarbejdet i overensstemmelse med de gældende standarder for årsregnskaber efter forordning (EF) 1606/2002, eller hvis disse ikke er gældende, i henhold til en medlemsstats nationale regnskabsstandarder, hvis udsteder er fra Fællesskabet. For udstedere fra tredjelande skal de historiske regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til de internationale regnskabsstandarder, der er antaget efter proceduren i artikel 3 i forordning (EF) nr. 1606/2002, eller til et tredjelands nationale regnskabsstandarder svarende til disse standarder. Disse historiske regnskabsoplysninger skal være revideret.
Hvis de reviderede regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til nationale regnskabsstandarder, skal regnskabsoplysningerne i denne rubrik som minimum indeholde:
(a) status
(b) resultatopgørelse
(c) en udtalelse om enten ændringer i egenkapitalen eller ændringer i egenkapitalen, bortset fra ændringer, der skyldes kapitaltransaktioner med eller udbetalinger til ejerne
(d) pengestrømsanalyse
(e) regnskabsprincipper og noter.
De historiske regnskabsoplysninger skal revideres uafhængigt, eller der skal gives en uafhængig beretning om, hvorvidt de i forbindelse med registreringsdokumentet giver et retvisende billede i overensstemmelse med de gældende regnskabsstandarder i en medlemsstat eller en lignende standard.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

20.2. Proforma regnskabsoplysninger
I tilfælde af væsentlige bruttoændringer skal der gives en beskrivelse af, hvordan transaktionen kan have påvirket udsteders aktiver og passiver samt indtjening, såfremt transaktionen var blevet gennemført ved begyndelsen af den opgivne periode eller på den opgivne dato.
Dette krav kan normalt opfyldes ved proforma regnskabsoplysninger.
Disse proforma regnskabsoplysninger skal fremlægges som fastsat i bilag II og indeholde de oplysninger, der er angivet deri.
Proforma regnskabsoplysninger skal ledsages af en rapport, som er udarbejdet af uafhængige revisorer.

20.3. Regnskaber
Hvis udsteder udarbejder både et ikke-konsolideret årsregnskab og et konsolideret årsregnskab, skal som minimum det konsoliderede årsregnskab indgå i registreringsdokumentet.

20.4. Revision af historiske årsregnskabsoplysninger

20.4.1. En erklæring om at de historiske regnskabsoplysninger er blevet revideret. Har de autoriserede revisorer nægtet at give de historiske regnskabsoplysninger godkendelsespåtegning, eller har de ved påtegningen taget forbehold, skal denne nægtelse eller disse forbehold gengives ubeskåret og begrundelsen herfor anføres.

20.4.2. Angivelse af de øvrige oplysninger i registreringsdokumentet, som er revideret af revisorerne.

20.4.3. Hvis regnskabsoplysningerne i registreringsdokumentet ikke kommer fra udsteders reviderede regnskaber, skal kilden anføres, og det skal oplyses, at oplysningerne ikke er revideret.

20.5. De seneste regnskabsoplysningers alder

20.5.1. De seneste reviderede regnskabsoplysninger må ikke være ældre end enten:
(a) 18 måneder fra datoen for registreringsdokumentet, hvis udsteder medtager et revideret foreløbigt regnskab i registreringsdokumentet
(b) 15 måneder fra datoen for registreringsdokumentet, hvis udsteder medtager et urevideret foreløbigt regnskab i registreringsdokumentet.

20.6. Midlertidige oplysninger og andre regnskabsoplysninger

20.6.1. Hvis udsteder efter det seneste reviderede årsregnskab har udarbejdet kvartals- eller halvårsregnskaber, skal disse indgå i registreringsdokumentet. Hvis kvartals- eller halvårsregnskabet er blevet kontrolleret eller revideret, skal kontrol- eller revisionsberetningen også indgå. Hvis oplysningerne i kvartals- eller halvårsregnskabet ikke er revideret eller kontrolleret, skal dette anføres.

20.6.2. Hvis registreringsdokumentet er dateret mere end ni måneder efter udgangen af det seneste reviderede regnskabsår, skal der indgå foreløbige regnskabsoplysninger, som kan være ureviderede (i så fald bør dette oplyses), der som minimum dækker regnskabsårets første seks måneder.
De foreløbige regnskabsoplysninger skal indeholde sammenlignelige oplysninger for samme periode i det foregående år, dog således at kravet til sammenlignelige balanceoplysninger er opfyldt, hvis der fremlægges balanceoplysninger fra årets udgang.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

20.7. Udbyttepolitik
En beskrivelse af udsteders udbyttepolitik og eventuelle restriktioner.

20.7.1. Udbytte per aktie for hvert regnskabsår i den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger. Hvis udsteders aktiekapital er ændret, justeres beløbet, så tallene bliver sammenlignelige.

20.8. Rets- og voldgiftssager
Oplysninger om eventuelle stats-, rets- eller voldgiftssager (herunder sager, som er anlagt eller muligvis bliver anlagt, som udsteder har kendskab til) inden for minimum de seneste tolv måneder, som kan få, eller som i den nære fortid har haft væsentlig indflydelse på udsteder og/eller koncernens finansielle stilling eller resultater, eller i modsat fald en erklæring om, at dette ikke er tilfældet.

20.9. Væsentlige ændringer i udsteders finansielle eller handelsmæssige stilling
En beskrivelse af eventuelle væsentlige ændringer i koncernens finansielle eller handelsmæssige stilling siden udgangen af seneste regnskabsperiode, for hvilken der er offentliggjort enten reviderede regnskabsoplysninger eller foreløbige regnskabsoplysninger, eller i modsat fald en erklæring om, at dette ikke er tilfældet.

21. YDERLIGERE OPLYSNINGER

21.1. Aktiekapital
Følgende oplysninger per seneste statusdag skal indgå i de historiske regnskabsoplysninger:

21.1.1. Den udstedte kapital og for hver aktieklasse:
(a) antallet af tilladte aktier
(b) antallet af udstedte og fuldt indbetalte aktier og antallet af udstedte aktier, der ikke er fuldt
Indbetalt
(c) aktiernes pålydende værdi eller oplysning om, at aktierne ikke har en pålydende værdi og
(d) afstemning af antal aktier i omløb ved henholdsvis årets begyndelse og udgang. Hvis mere end 10 af aktiekapitalen er betalt med aktiver i stedet for kontanter i den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger, anføre dette.

21.1.2. Såfremt der findes andele, som ikke repræsenterer kapitalen, anføres deres antal og vigtigste kendetegn.

21.1.3. Antal, bogført værdi og pålydende værdi i udsteder, som ejes af eller på vegne af udsteder selv eller dennes datterselskaber.

21.1.4. Beløb for værdipapirer, der er konvertible, ombyttelige eller med tilknyttede warrants, med anførelse af betingelser og nærmere bestemmelser for konvertering, ombytning eller tegning.

21.1.5. Oplysninger om og betingelser for eventuelle overtagelsesrettigheder og/eller forpligtelser vedrørende tilladt, men ikke-udstedt kapital eller en forpligtelse til at øge kapitalen.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

21.1.6. Oplysninger om koncernmedlems kapital, som er tilknyttet optioner, eller som enten med eller uden betingelser indgår i aftale om at blive tilknyttet optioner samt detaljer om sådanne optioner, herunder de personer, som optionerne står i forbindelse med.

21.1.7. Aktiekapitalens udvikling med vægt på oplysninger om ændringer i den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger.

21.2. Stiftelsesoverenskomst og selskabsvedtægter

21.2.1. Beskrivelse af udstederens vedtægtsmæssige formål med henvisning til, hvor disse findes i stiftelsesoverenskomsten og selskabsvedtægterne.

21.2.2. Resumé af bestemmelser i udsteders vedtægter og øvrige regelsæt, der vedrører medlemmer af bestyrelsen, direktionen eller tilsynsorganet.

21.2.3. En beskrivelse af rettigheder, præferencer og restriktioner, der gælder for hver klasse af de eksisterende aktier.

21.2.4. En beskrivelse af de foranstaltninger, der kræves for at ændre aktionærernes rettigheder med angivelse af, om betingelserne er strengere end lovgivningens krav.

21.2.5. En beskrivelse af bestemmelserne vedrørende ordinære og ekstraordinære generalforsamlinger indkaldes, herunder adgangsbestemmelser.

21.2.6. En kort beskrivelse af bestemmelser i udsteders vedtægter og øvrige regelsæt, der kan medføre, at en ændring i kontrollen med udsteder forsinkes, udskydes eller forhindres.

21.2.7. Angivelse af eventuelle bestemmelser i vedtægterne eller øvrige regelsæt om niveauet for kapitalandele, der skal anmeldes.

21.2.8. En beskrivelse af betingelser i stiftelsesoverenskomsten, vedtægterne og øvrige regelsæt for ændring af kapitalen, for så vidt som betingelserne er snævrere end retsforskrifterne.

22. VÆSENTLIGE KONTRAKTER

Et resumé af hver væsentlig kontrakt udover kontrakter, der indgås som led i den normale virksomhed, som udsteder eller andre koncernmedlemmer har indgået i de to år, der går umiddelbart forud for offentliggørelsen af registreringsdokumentet.

Et resumé af hver øvrig kontrakt (dog ikke kontrakter, der indgås som led i den normale virksomhed), som et koncernmedlem har indgået, og som indeholder bestemmelser, hvorved et koncernmedlem har forpligtelser eller rettigheder, der er væsentlige for koncernen på datoen for registreringsdokumentet.

23. OPLYSNINGER FRA TREDJEMAND, EKSPERTUDTALELSER OG INTERESSEERKLÆRINGER

23.1. Hvis der i registreringsdokumentet indgår en udtalelse eller rapport fra en ekspert, opgives personens navn, erhvervsadresse, kvalifikationer og eventuelle væsentlige interesser i udsteder.

Hvis rapporten er udfærdiget på udsteders foranledning, skal det anføres, at en sådan rapport eller udtalelse indgår, dens form og den sammenhæng, som den indgår i. Dette skal ske med tilsagn fra den person, som har godkendt indholdet af den del af registreringsdokumentet.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

23.2. Hvis oplysningerne stammer fra tredjemand, skal det bekræftes, at de er gengivet korrekt, og at der efter udsteders overbevisning ud fra de oplysninger, der er offentliggjort af tredjemand, ikke er udeladt fakta, som kan medføre, at de gengivne oplysninger er unøjagtige eller vildledende.
Desuden skal kilden til oplysningerne identificeres.

24. DOKUMENTATIONSMATERIALE
En erklæring om, at følgende dokumenter kan besigtiges, mens registreringsdokumentet er gældende:
(1) udsteders stiftelsesoverenskomst og vedtægter
(2) alle rapporter, breve og andre dokumenter, historiske regnskabsoplysninger, vurderinger og ekspertudtalelser, som udsteder har bestilt, og som helt eller delvis indgår
(3) udsteders historiske regnskabsoplysninger for hvert af de to regnskabsår før offentliggørelsen af registreringsdokumentet. Hvis der er tale om en koncern, offentliggøres både udsteders og datterselskabernes oplysninger. Det anføres, hvor dokumentationsmaterialet kan besigtiges, enten fysisk eller elektronisk.

25. OPLYSNINGER OM KAPITALBESIDDELSER
Oplysninger om virksomheder, af hvis aktiekapital udstederen ligger inde med en andel, som kan have en betydelig indflydelse på vurderingen af dennes aktiver og passiver, finansielle stilling og resultater.

BILAG II
Modul for proforma regnskabsoplysninger

1. Proforma oplysningerne skal indeholde en beskrivelse af transaktionen, de virksomheder eller enheder og den periode, som oplysningerne henviser til. Følgende skal klart fremgå:
a) hvilket formål oplysningerne er indsamlet til
b) at de udelukkende fremlægges med vejledende formål
c) at proforma regnskabsoplysninger i sagens natur omhandler en hypotetisk situation og derfor ikke afspejler virksomhedens reelle finansielle stilling eller resultater.

2. Ved fremlæggelsen af proforma regnskabsoplysninger kan der efter omstændighederne medtages balance, resultatopgørelse og forklarende noter.

3. Proforma regnskabsoplysninger skal normalt fremlægges i kolonneform med:
a) historiske, ikke-justerede oplysninger
b) proforma justeringer og
c) proforma resultatet i sidste kolonne.
Kilderne til proforma regnskabsoplysningerne skal anføres, og i givet fald skal de tilkøbte virksomheder eller enheders proforma regnskaber indgå i prospektet.

4. Proforma oplysningerne skal fremlægges i overensstemmelse med de regnskabsprincipper, der er anvendt i udsteders seneste regnskab, og der skal oplyses om følgende:
a) hvilket grundlag oplysningerne er indsamlet på
b) kilden til hver oplysning og justering

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

5. Proforma oplysninger må kun offentliggøres for
a) den nuværende regnskabsperiode
b) den senest afsluttede regnskabsperiode og/eller c) den seneste delvise regnskabsperiode, for hvilken der er eller vil blive offentliggjort relevante ikke-justerede oplysninger i samme dokument.

6. Proforma justeringer i forbindelse med proforma regnskabsoplysningerne skal:
a) vises tydeligt og forklares
b) stå i direkte forbindelse med transaktionen
c) være faktuelt begrundede.
Derudover skal det i forbindelse med proforma resultatopgørelser eller pengestrømsanalyser klart, hvilke af disse oplysninger der forventes fortsat at have konsekvenser for udsteder.

7. I rapporten fra de uafhængige revisorer skal det anføres, at:
a) proforma regnskabsoplysningerne er blevet indsamlet på forsvarlig vis på det beskrevne grundlag
b) dette grundlag er i overensstemmelse med udsteders regnskabspolitikker.

BILAG III
Mindstekrav til oplysninger i værdipapirnoten (skema)

1. ANSVARLIGE

1.1. Alle personer med ansvar for de oplysninger, der gives i prospektet og i givet fald dele heraf. I sidstnævnte tilfælde skal det angives, hvilke dele de er ansvarlige for. For så vidt angår fysiske personer, herunder medlemmer af udsteders bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan, skal personens navn og funktion anføres, ved juridiske personer skal navn og hovedkontor anføres.

1.2. En erklæring fra de ansvarlige for prospektet om, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i prospektet efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold. I givet fald en erklæring fra de ansvarlige for dele af prospektet om, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysninger i den del af prospektet, som de er ansvarlige for, efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold.

2. RISIKOFAKTORER

Fremtrædende oplysninger om risikofaktorer, der er væsentlige for de værdipapirer, der udbydes og/eller optages til notering med henblik på at vurdere markedsrisikoen ved disse værdipapirer, vises i et afsnit med overskriften »Risikofaktorer«.

3. NØGLEOPLYSNINGER

3.1. Erklæring om arbejdskapitalen
Erklæring fra udsteder om, at denne vurderer, at arbejdskapitalen er tilstrækkelig til at dække udsteders nuværende behov. I modsat fald anføres det, hvordan udsteder agter at fremskaffe den nødvendige arbejdskapital.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

3.2. Kapitalisering og gældssituation
Der skal gives en erklæring om kapitalisering og gældssituationen (med skelnen mellem garanteret og ugaranteret, sikret og usikret gæld) på en dato, der ikke må ligge mere end 90 dage før datoen for dokumentet. Gæld omfatter også indirekte og betinget gæld.

3.3. Fysiske og juridiske personers interesse i udstedelsen/tilbuddet
Beskrivelse af eventuelle interesser og interessekonflikter i forbindelse med tilbuddet, der er væsentlige for udsteder, med angivelse af de involverede personer og interessens karakter.

3.4. Årsag til udbydelsen og anvendelsen af provenuet
Årsagen til tilbuddet og i givet fald nettoprovenuet fordelt, planlagt brug af dette provenu fordelt på kategorier i prioriteret rækkefølge. Hvis det er udsteder bekendt, at det forventede provenu ikke er tilstrækkeligt til at dække alle de foreslåede planer, angives det nødvendige beløb, og hvordan det fremskaffes. Der skal gives detaljer om brugen af provenuet, især når dette anvendes til køb af aktiver, der ikke indgår i den normale virksomhed, at finansiere bekendtgjorte overtagelser af andre virksomheder eller at tilbagebetale eller afdrage på gæld.

4. OPLYSNINGER OM DE VÆRDIPAPIRER, DER UDBYDES ELLER OPTAGES TIL NOTERING

4.1. En beskrivelse af den type og klasse værdipapirer, der udbydes og/eller optages til notering, herunder ISIN (International Security Identification Number) eller anden sikkerhedskode til sådan identifikation.

4.2. Det retsgrundlag, som værdipapirerne er udstedt på.

4.3. En angivelse af, om værdipapirerne er navnenoterede eller ihændehaverpapirer, og hvorvidt der er tale om fysiske eller elektroniske værdipapirer. I sidstnævnte tilfælde oplyses navn og adresse på den enhed, der opbevarer registeret.

4.4. Den anvendte valuta ved emissionen.

4.5. En beskrivelse af rettigheder, herunder begrænsninger heri, der gælder for hver af værdipapirerne og proceduren for at udøve disse rettigheder.
Udbytterettigheder:
– dato, fra hvilken der oppebæres udbytte,
– forældelsesfrist for udbytte med angivelse af, hvem dette tilfalder efter forældelse
– udbytterestriktioner og procedurer for aktionærer, der er bosiddende i en anden stat
– udbyttets størrelse eller udregningsmetode, interval, kumulativt eller ikke kumulativt
stemmerettigheder
fortegningsret ved udbydelse af værdipapirer i samme klasse
Ret til at deltage i udsteders udbytte.
ret til at deltage i eventuelt likvidationsprovenu
Indløsningsbestemmelser.
Ombytningsbestemmelser.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

4.6. Ved nyemissioner skal det angives, hvilke beslutninger, bemyndigelser og godkendelser aktierne er eller vil blive udfærdiget og/eller udstedt i medfør af.

4.7. Ved nyemissioner angives værdipapirernes forventede udstedelsesdato.

4.8. En beskrivelse af eventuelle indskrænkninger i værdipapirernes omsættelighed.

4.9. Oplysning om eventuelle obligatoriske overtagelsestilbud og/eller »squeeze-out« og »sell-out« regler i forbindelse med værdipapirerne.

4.10. Angivelse af offentlige overtagelsestilbud vedrørende udsteders aktier, der er fremsat af tredjemand inden for det sidst afsluttede og det løbende regnskabsår. Kursen eller betingelserne ved sådanne tilbud samt resultatet skal anføres.

4.11. For så vidt angår det land, hvor udsteder har sit hjemsted, og det eller de lande, hvor værdipapirerne udbydes eller søges optaget til notering:
- Oplysninger om tilbageholdelsesskat på indtægter fra værdipapirerne
- oplysninger om udstederens eventuelle ansvar for tilbageholdelse af skat.

5. VILKÅR OG BETINGELSER FOR TILBUDDET

5.1. Betingelser, udbudsstatistik, forventet tidsplan og nødvendige foranstaltninger ved benyttelse af tilbuddet

5.1.1. De betingelser, på hvilke værdipapirerne udstedes.

5.1.2. Den samlede værdi af udstedelsen/tilbuddet, hvor der skelnes mellem værdipapirer, der udbydes til henholdsvis salg og tegning, hvis beløbet ikke ligger fast beskrives, hvordan og hvornår offentligheden underrettes om det endelige beløb for tilbuddet.

5.1.3. Den periode, med eventuelle ændringer, hvori tilbuddet står åbent, med en beskrivelse af tegningsprocessen.

5.1.4. Angivelse af hvornår og under hvilke omstændigheder tilbuddet kan annulleres eller suspenderes, og hvorvidt annulleringen kan finde sted, efter handelen er påbegyndt.

5.1.5. En beskrivelse af muligheden for at mindske antallet af tegninger og metoden til
tilbagebetaling af overskydende beløb, som ansøgerne har indbetalt.

5.1.6. Detaljer om det mindste og/eller største beløb, der kan tegnes (antal værdipapirer eller samlet beløb, der kan investeres).

5.1.7. Angivelse af den periode, hvori en ansøgning kan trækkes tilbage, hvis investorerne har denne mulighed.

5.1.8. Metode og tidsfrist for betaling og levering af værdipapirerne.

5.1.9. En uddybende beskrivelse af fremgangsmåde og dato for offentliggørelse af resultatet af tilbuddet.

5.1.10. Procedure for udøvelse af fortegningsretten, tegningsrettighedernes omsættelighed og bestemmelser om ikke benyttede tegningsrettigheder,

5.2. Fordelingsplan og tildeling

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

5.2.1. De forskellige kategorier af potentielle investorer, som får tilbudt værdipapirerne. Hvis tilbuddet fremsættes samtidigt på markedet i flere stater, og hvis en tranche forbeholdes eller blev forbeholdt visse af disse markeder, skal de pågældende trancher angives.

5.2.2. Hvis udsteder har kendskab til dette forhold, skal det oplyses, om større aktionærer, medlemmer af udsteders direktion, tilsynsorgan eller bestyrelse agter at deltage i tegningen, eller om nogen person agter at tegne mere end fem procent af de udbudte papirer.

5.2.3. Oplysninger forud for fordelingen:
a) Tilbuddets opdeling i trancher, herunder institutionelle, private og medarbejdertrancher samt øvrige trancher
b) Betingelserne for tilbagebetaling, det højeste beløb herfor samt eventuelt den mindste procentsats for individuelle trancher.
c) Den eller de fordelingsmetoder, der anvendes for private og udsteders medarbejdertranche ved overtegning af disse trancher.
d) En beskrivelse af forudbestemt særbehandling af visse investorklasser eller særligt tilknyttede grupper (herunder venne- og familieprogrammer) ved fordelingen, den procentdel af tilbuddet, der er afsat til sådan særbehandling, og kriterierne for at indgå i en sådan gruppe.
e) Hvorvidt behandlingen af tegningstilbud kan afgøres på grundlag af, hvilket firma der har fremsat dem.
f) Eventuelle mindstetildelinger inden for privattranchen.
g) Betingelserne for lukning af tilbuddet samt den dato, hvor tilbuddet tidligst kan
lukkes.
h) Om det er tilladt at indgive flere tegningsansøgninger og i modsat fald, hvordan sådanne ansøgninger behandles.

5.2.4. Procedure for anmeldelse til ansøgerne af det tildelte beløb med en angivelse af, hvorvidt handelen må påbegyndes før anmeldelsen er foretaget.

5.2.5. Overtildeling og »green shoe«:
a) Det angives, om der sker overtildeling og/eller »green shoe«.
b) Den periode, hvori der kan ske overtildeling og/eller »green shoe«.
c) Betingelser for overtildeling eller »green shoe«.

5.3. Kursfastsættelse

5.3.1. Angivelse af den kurs, som værdipapirerne tilbydes til. Når kursen ikke er kendt, eller der ikke findes et etableret og/eller likvidt marked for værdipapirerne, angives metoden til at bestemme tilbudskursen, herunder hvem der har fastsat kriterierne eller har formelt ansvar for kursfastsættelsen. Angivelse af eventuelle udgifter og afgifter, der specifikt pålægges køber.

5.3.2. Hvordan tilbudskursen offentliggøres.

5.3.3. Hvis udsteders aktionærer har fortegningsret, og denne ret begrænses eller tilbagekaldes, anføres grundlaget for emissionskursen, såfremt udstedelsen sker mod kontant betaling.
Samtidig oplyses om årsagen til begrænsningen eller tilbagekaldelsen og om, hvem der drager fordel heraf.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

5.3.4. Hvis der foreligger eller kunne foreligge en væsentlig forskel på den offentlige udbudskurs og den reelle kontantkurs for medlemmer af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan, ledende medarbejdere eller tilknyttede personer, for så vidt angår værdipapirer, som de har anskaffet inden for det seneste år, eller har ret til at anskaffe, foretages en sammenligning mellem de offentlige indskud i den foreslåede offentlige emission og det reelle kontantindskud, som disse personer betaler.

5.4. Placering og garanti

5.4.1. Navn og adresse på den, der samordner den samlede emission og de enkelte dele heraf, og hvem der placerer værdipapirerne i de forskellige lande, hvor emissionen finder sted, hvis udsteder har kendskab hertil.

5.4.2. Navn og adresse på eventuelle betalingsformidlere og depositarer i hvert land

5.4.3. Navn og adresse på de virksomheder, som har afgivet bindende tilsagn om at garantere udstedelsen, og navn og adresse på de virksomheder, som har påtaget sig at placere udstedelsen uden forbindende eller »bedst muligt«. Oplysninger om de væsentligste aspekter ved tilsagnene, herunder kvoter. Hvis ikke hele udstedelsen er garanteret, angives den del der ikke er dækket. Angivelse af den samlede udstedelse, der er garanteret, og den del, der er placeret.

5.4.4. Hvornår garantiaftalen er eller vil blive indgået.

6. AFTALER OM OPTAGELSE TIL OMSÆTNING OG HANDEL

6.1. Det anføres, om de udbudte værdipapirer optages til notering, eller om der ansøges om optagelse til notering på et reguleret marked eller lignende markeder, og de pågældende markeder anføres. Disse oplysninger skal nævnes, uden at der gives indtryk af, at optagelsen til notering nødvendigvis bliver godkendt. Der oplyses om datoen for værdipapirernes optagelse til notering, hvis denne dato er kendt.

6.2. Alle de regulerede eller lignende markeder, som udsteder har kendskab til, hvor værdipapirer af samme klasse som de værdipapirer, der udbydes eller optages til notering, allerede er optaget til notering.

6.3. Såfremt der samtidig eller omtrent samtidig med udstedelse af de værdipapirer, der søges optaget på et reguleret marked, tegnes eller placeres værdipapirer af samme klasse, eller såfremt værdipapirer af andre klasser udfærdiges med henblik på offentlig eller privat placering, angives disse transaktioners art og de pågældende værdipapirers antal og kendetegn.

6.4. Detaljer om de virksomheder som har afgivet bindende tilsagn om at fungere som mæglere i sekundær omsætning, som skaber likviditet gennem købs- og salgskurser, og en beskrivelse af hovedvilkårene i deres engagement.

6.5. Stabilisering: Hvis en udsteder eller sælgende aktionær har givet mulighed for overtildeling, eller det i øvrigt foreslås, at der kan udføres kursstabilisering i forbindelse med et tilbud, oplyses følgende:

6.5.1. At stabilisering kan finde sted, at det ikke garanteres, at den vil finde sted, og at den kan stoppes til enhver tid

6.5.2. begyndelsen og afslutningen på den periode, hvor stabilisering kan finde sted

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

6.5.3. identiteten på den stabiliseringsansvarlige for hver relevant jurisdiktion, medmindre denne ikke er kendt på tidspunktet for offentliggørelsen

6.5.4. at stabilisering kan føre til en højere markedskurs end under normale omstændigheder.

7. VÆRDIPAPIRIHÆNDEHAVERE, DER ØNSKER AT SÆLGE

7.1. Navn og forretningsadresse på den person eller virksomhed, som ønsker at sælge værdipapirerne, den stilling eller anden væsentlige forbindelse, som sælger inden for de seneste tre år har haft med udsteder eller dennes forgængere eller forbundne virksomheder.

7.2. Angivelse af antal værdipapirer og klasse, som hver værdipapirindehaver tilbyder.

7.3. Fastfrysningsaftaler
De involverede parter.
Aftalens indhold og undtagelser.
Fastfrysningsperioden anføres.

8. UDGIFTER VED EMISSIONEN

8.1. Samlede nettoindtægter og et estimat over de samlede udgifter ved emissionen/tilbuddet.

9. UDVANDING

9.1 Beløb og procentdel for umiddelbar udvanding som følge af tilbuddet.

9.2. Ved tilbud til nuværende værdipapirindehavere angives beløb og procentdel for umiddelbar udvanding, hvis de ikke tager imod tilbuddet.

10. YDERLIGERE OPLYSNINGER

10.1. Hvis der i værdipapirnoten er nævnt rådgivere, oplyses det, hvilken funktion de har udført.

10.2. Angivelse af de øvrige oplysninger i værdipapirnoten, som er kontrolleret af revisorerne, hvor revisorerne har udarbejdet en beretning. Gengivelse af beretningen eller et resumé heraf, hvis dette tillades af de kompetente myndigheder.

10.3. Hvis der i værdipapirnoten indgår en udtalelse eller rapport fra en ekspert, opgives personens navn, erhvervsadresse, kvalifikationer og eventuelle væsentlige interesser i udsteder. Hvis rapporten er udfærdiget på udsteders foranledning, skal det anføres, at en sådan udtalelse eller rapport indgår, dens form og den sammenhæng, som den indgår i.
Dette skal ske med tilsagn fra den person, som har godkendt indholdet af denne del af værdipapirnoten.

10.4. Hvis oplysningerne stammer fra tredjemand, skal det bekræftes, at de er gengivet korrekt, og at der efter udsteders overbevisning ud fra de oplysninger, der er offentliggjort af tredjemand, ikke er udeladt fakta, som kan medføre, at de gengivne oplysninger er unøjagtige eller vildledende. Desuden skal kilden til oplysningerne identificeres.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

BILAG IV

Mindstekrav til oplysninger i registreringsdokumentet for gældsværdipapirer og derivater (skema)
(Gældsværdipapirer og derivater med pålydende værdi under 50 000 EUR pr. enhed)

1. ANSVARLIGE

1.1. Alle personer med ansvar for de oplysninger, der gives i registreringsdokumentet og i givet fald i dele heraf. I så fald angives der, hvilke dele, de har ansvar for. For så vidt angår fysiske personer, herunder medlemmer af udsteders bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan, skal personens navn og funktion anføres, ved juridiske personer skal navn og hovedkontor anføres.

1.2. En erklæring fra de ansvarlige for registreringsdokumentt, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i registreringsdokumentet efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold. I givet fald en erklæring fra de ansvarlige for dele af registreringsdokumentet, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i den del af registreringsdokumentet, som de er ansvarlige for, efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold.

2. REVISORER

2.1. Navn og adresse på udsteders revisorer for den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger (sammen med deres medlemskab af et fagligt organ).

2.2. Hvis revisorerne er fratrådt, blevet flyttet eller ikke er blevet genudnævnt i den periode, som omfattes af de historiske regnskabsoplysninger, anføres alle væsentlige detaljer.

3. UDVALGTE REGNSKABSOPLYSNINGER

3.1. Udvalgte regnskabsoplysninger vedrørende udstederen, som fremlægges for hvert regnskabsår i den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger, samt en eventuel senere delvis regnskabsperiode, i samme valuta som regnskabsoplysningerne. De udvalgte regnskabsoplysninger skal indeholde nøgletal, der giver et overblik over udsteders finansielle situation.

3.2. Hvis der gives udvalgte regnskabsoplysninger vedrørende midlertidige perioder, skal der også fremlægges sammenlignelige oplysninger for samme periode i det foregående år, dog således at kravet til sammenlignelige balanceoplysninger er opfyldt, hvis der fremlægges balanceoplysninger fra årets udgang.

4. RISIKOFAKTORER
Oplysninger om risikofaktorer, der kan påvirke udsteders evne til at opfylde sine forpligtelser i forbindelse med gældsværdipapirerne, præsenteres tydeligt i et afsnit med overskriften »Risikofaktorer«.

5. OPLYSNINGER OM UDSTEDER

5.1. Udsteders historie og udvikling:

5.1.1. udsteders juridiske navn og binavne

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

5.1.2. udsteders registrerede hjemsted og registreringsnummer

5.1.3. udsteders indregistreringsdato og levetid, medmindre denne er ubegrænset

5.1.4. udsteders domicil og juridiske form, den lovgivning, som udsteder fungerer under, indregistreringsland samt adresse og telefonnummer til det indregistrerede kontor (eller hovedkontoret, hvis dette ikke er det indregistrerede kontor) og

5.1.5. eventuelle begivenheder, der er indtruffet for nylig, og som i væsentlig grad er væsentlige ved bedømmelsen af udsteders solvens.

5.2. Investeringer

5.2.1. En beskrivelse af de væsentligste investeringer, der er foretaget siden datoen for de senest offentliggjorte regnskaber.

5.2.2. Oplysninger om udsteders væsentligste fremtidige investeringer, som ledelsesorganerne allerede klart har forpligtet sig til.

5.2.3. Oplysninger om de forventede kapitalkilder, der kræves for at opfylde forpligtelserne i punkt 5.2.2.

6. FORRETNINGSOVERSIGT

6.1. Hovedvirksomhed:

6.1.1. En beskrivelse af udstederens hovedvirksomhed med anførelse af vigtigste kategorier af solgte varer og/eller erlagte tjenesteydelser og og

6.1.2. en angivelse af nye produkter og/eller nye former for virksomhed, såfremt disse er væsentlige.

6.2. Væsentligste markeder
En kort beskrivelse af de væsentligste markeder, som udsteder er aktiv på.

6.3. Grundlaget for eventuelle udtalelser fra udsteder om dennes.

7. ORGANISATIONSSTRUKTUR

7.1. Hvis udsteder indgår i en koncern, skal der gives en kort beskrivelse af koncernen og udsteders plads i koncernen.

7.2. Hvis udsteder er afhængig af andre enheder i koncernen, skal dette tydeligt fremgå, og der skal redegøres for denne afhængighed.

8. TRENDOPLYSNINGER

8.1. Der gives en erklæring om, at der ikke er sket en forværring i udsteders fremtidsudsigter siden datoen for de senest offentliggjorte regnskaber. Hvis udsteder ikke er i stand til at fremsætte en sådan erklæring, gives der detaljer om en sådan væsentlig forværring.

8.2. Oplysninger om eventuelle kendte tendenser, usikkerhed, krav, forpligtelser eller begivenheder, der med rimelighed kan forventes at få en væsentlig indflydelse på udsteders fremtidsudsigter for det igangværende regnskabsår som minimum.

9. RESULTATFORVENTNINGER ELLER -PROGNOSER
Hvis en udsteder vælger at lade en resultatprognose eller –forventning indgå, skal registreringsdokumentet indeholde oplysningerne i punkt 9,1 og 9,2:

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

9.1. En erklæring med angivelse af de væsentligste antagelser, som udsteder har baseret sin forventning eller prognose på. Der skal sondres tydeligt mellem antagelser om faktorer, som medlemmet eller medlemmerne af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan har indflydelse på, og antagelser om faktorer, som fuldstændig ligger uden for medlemmerne af bestyrelses-, direktions- eller tilsynsorganets indflydelse; grundlaget skal være umiddelbart forståeligt for investorerne, det skal være specifikt og præcist, og det må ikke stå i forbindelse med den generelle korrekthed, som gælder for de prognoser, der ligger til grund for forventningen.

9.2. Der skal indgå en rapport, som er udarbejdet af uafhængige revisorer, og hvoraf det fremgår, at forventningen eller prognosen efter disse uafhængige revisorers opfattelse er udarbejdet på det anførte grundlag, og at regnskabsgrundlaget for resultatforventningen eller -prognosen er i overensstemmelse med udsteders regnskabsprincipper.

9.3. Resultatforventningen eller -prognosen skal udarbejdes på et grundlag, der er sammenligneligt med de historiske regnskabsoplysninger.

10. BESTYRELSE, DIREKTION OG TILSYNSORGANER

10.1. Navn, forretningsadresse og stilling hos udstederen skal offentliggøres for følgende personer, og der skal oplyses om deres væsentligste aktiviteter, som ikke udføres hos denne udsteder, hvis disse aktiviteter har betydning for denne:
(a) medlemmer af bestyrelse, direktion eller tilsynsorganer
(b) medlemmer af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan komplementarer i et kommanditaktieselskab.

10.2. Bestyrelse, direktion og tilsynsorganer - interessekonflikter
Potentielle interessekonflikter mellem de personer, der nævnes i punkt 10,1., forpligtelser over for udsteder og deres private interesser og/eller øvrige forpligtelser skal angives tydeligt. Hvis der ikke foreligger sådanne konflikter, gives der en erklæring herom.

11. BESTYRELSENS ARBEJDSPRAKSIS

11.1. Oplysninger om udsteders revisionsudvalg, herunder medlemmernes navne og et resumé af udvalgets arbejdsrammer.

11.2. En erklæring om, hvorvidt udsteder opfylder kravene i sit indregistreringslands ordning for god virksomhedsledelse. Hvis udsteder ikke følger en sådan ordning, skal der indgå en erklæring om dette forhold sammen med en forklaring om, hvorfor udsteder ikke følger ordningen.

12. STØRRE AKTIONÆRER

12.1. I det omfang udsteder har kendskab til dette forhold, skal det oplyses, om udsteder direkte eller indirekte ejes eller kontrolleres af andre, herunder hvem og hvordan, og der skal gives en beskrivelse af de foranstaltninger, der er sat i værk med henblik på at forhindre, at denne kontrol ikke misbruges.

12.2. En beskrivelse af aftaler, som udsteder har kendskab til, og som senere kan medføre, at andre overtager kontrollen med udsteder.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

13. OPLYSNINGER OM UDSTEDERENS AKTIVER OG PASSIVER, FINANSIELLE STILLING OG RESULTATER

13.1. Historiske regnskabsoplysninger

Reviderede regnskabsoplysninger for de seneste to regnskabsår (eller den kortere periode, som udsteder måtte have drevet virksomhed i) og revisionsberetningen for hvert år. Sådanne regnskabsoplysninger skal udarbejdes i henhold til forordning (EF) nr. 1606/2002, eller hvis disse ikke er gældende, i henhold til en medlemsstats nationale regnskabsstandarder for udstedere fra Fællesskabet. For udstedere fra tredjelande skal sådanne regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til de internationale regnskabsstandarder, der er antaget efter proceduren i artikel 3 i forordning (EF) nr. 1606/2002 eller til et tredjelands nationale regnskabsstandarder svarende til disse standarder. Hvis sådanne regnskabsoplysninger ikke svarer til disse standarder, skal de præsenteres i form af nye regnskaber.

Det seneste års reviderede historiske regnskabsoplysninger skal præsenteres i en form, der er i overensstemmelse med den, som vil blive anvendt i udsteders næste offentliggjorte årsregnskab under henvisning til regnskabsstandarder og -politikker samt den lovgivning, der gælder for sådanne årsregnskaber.

Hvis udsteder har været aktiv på sit nuværende aktivitetsområde i mindre end ét år, skal de reviderede historiske regnskabsoplysninger for den periode være udarbejdet i overensstemmelse med de gældende standarder for årsregnskaber efter forordning (EF) 1606/2002, eller hvis disse ikke er gældende, i henhold til en medlemsstats nationale regnskabsstandarder, hvis udsteder er fra Fællesskabet. For udstedere fra tredjelande skal de historiske regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til de internationale regnskabsstandarder, der er antaget efter proceduren i artikel 3 i forordning (EF) nr. 1606/2002 eller til et tredjelands nationale regnskabsstandarder svarende til disse standarder. Disse historiske regnskabsoplysninger skal være revideret.

Hvis de reviderede regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til nationale regnskabsstandarder, skal regnskabsoplysningerne i denne rubrik som minimum indeholde:

(a) status
(b) resultatopgørelse
(c) pengestrømsanalyse og
(d) regnskabsprincipper og noter.

De historiske regnskabsoplysninger skal være revideret uafhængigt, eller der skal gives en uafhængig beretning om, hvorvidt de i forbindelse med registreringsdokumentet giver et retvisende billede i overensstemmelse med de gældende regnskabsstandarder i en medlemsstat eller en lignende standard.

13.2. Regnskaber

Hvis udsteder udarbejder både et ikke-konsolideret regnskab og et konsolideret årsregnskab, skal som minimum det konsoliderede årsregnskab indgå i registreringsdokumentet.

13.3. Revision af historiske årsregnskabsoplysninger

13.3.1. En erklæring om at de historiske regnskabsoplysninger er blevet revideret. Har de autoriserede revisorer nægtet at give de historiske regnskabsoplysninger godkendelsespåtegning, eller har de ved påtegningen taget forbehold, skal denne nægtelse eller disse forbehold gengives ubeskåret og begrundelsen herfor anføres.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

13.3.2. Angivelse af de øvrige oplysninger i registreringsdokumentet, som er revideret af revisorerne.

13.3.3. Hvis regnskabsoplysningerne i registreringsdokumentet ikke kommer fra udsteders reviderede regnskaber, skal kilden anføres, og det skal oplyses, at oplysningerne ikke er revideret.

13.4. De seneste regnskabsoplysningers alder

13.4.1. De seneste reviderede regnskabsoplysninger må ikke være ældre end 18 måneder fra datoen for registreringsdokumentet.

13.5. Midlertidige oplysninger og andre regnskabsoplysninger

13.5.1. Hvis udsteder efter det seneste reviderede årsregnskab har udarbejdet kvartals- eller halvårsregnskaber, skal disse indgå i registreringsdokumentet. Hvis kvartals- eller halvårsregnskabet er blevet kontrolleret eller revideret, skal kontrol- eller revisionsberetningen også indgå. Hvis oplysningerne i kvartals- eller halvårsregnskabet ikke er revideret eller kontrolleret, skal dette anføres.

13.5.2. Hvis registreringsdokumentet er dateret mere end ni måneder efter udgangen af det seneste reviderede regnskabsår, skal der indgå foreløbige regnskabsoplysninger, der som minimum dækker regnskabsårets første seks måneder. Hvis denne foreløbige opgørelse ikke er revideret, anføres dette.
De foreløbige regnskabsoplysninger skal indeholde sammenlignelige oplysninger for samme periode i det foregående år, dog således at kravet til sammenlignelige balanceoplysninger er opfyldt, hvis der fremlægges balanceoplysninger fra årets udgang.

13.6. Rets- og voldgiftssager
Oplysninger om eventuelle stats-, rets- eller voldgiftssager (herunder sager, som er anlagt eller muligvis bliver anlagt, som udsteder har kendskab til) inden for minimum de seneste tolv måneder, som kan få, eller som i den nære fortid har haft væsentlig indflydelse på udsteder og/eller koncernens finansielle stilling eller resultater, eller i modsat fald en erklæring om, at dette ikke er tilfældet.

13.7. Væsentlige ændringer i udsteders finansielle eller handelsmæssige stilling En beskrivelse af eventuelle væsentlige ændringer i koncernens finansielle eller handelsmæssige stilling siden udgangen af seneste regnskabsperiode, for hvilken der er offentliggjort enten reviderede regnskabsoplysninger eller foreløbige regnskabsoplysninger, eller i modsat fald en erklæring om, at dette ikke er tilfældet.

14. YDERLIGERE OPLYSNINGER

14.1. Aktiekapital

14.1.1. Den samlede udstedte kapital med angivelse af antal aktier og aktieklasser, som den består af, angivelse af deres art, den del af den udstedte kapital, der stadig skal indbetales, med angivelse af antal eller samlet nominel værdi og den type aktier, der endnu ikke er fuldt indbetalt, i givet fald opdelt efter omfanget af indbetalingerne.

14.2. Stiftelsesoverenskomst og selskabsvedtægter

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

14.2.1. Eventuelt register og registreringsnummer og en beskrivelse af udstederens vedtægtsmæssige formål med henvisning til, hvor disse findes i stiftelsesoverenskomsten og selskabsvedtægterne.

15. VÆSENTLIGE KONTRAKTER

Et resumé af alle øvrige, væsentlige kontrakter, der ikke indgås som led i udsteders normale virksomhed, og som kan medføre, at et koncernmedlem påtager sig forpligtelser eller erhverver rettigheder, der påvirker udsteders evne til at overholde sine forpligtelser over for værdipapirindehaverne, for så vidt angår de værdipapirer, der udstedes.

16. OPLYSNINGER FRA TREDJEMAND, EKSPERTUDTALELSER OG INTERESSEERKLÆRINGER

16.1. Hvis der i registreringsdokumentet indgår en udtalelse eller rapport fra en ekspert, opgives personens navn, erhvervsadresse, kvalifikationer og eventuelle væsentlige interesser i udsteder.

Hvis rapporten er udfærdiget på udsteders foranledning, skal det anføres, at en sådan rapport eller udtalelse indgår, dens form og den sammenhæng, som den indgår i. Dette skal ske med tilsagn fra den person, som har godkendt indholdet af den del af registreringsdokumentet.

16.2. Hvis oplysningerne stammer fra tredjemand, skal det bekræftes, at de er gengivet korrekt, og at der efter udsteders overbevisning ud fra de oplysninger, der er offentliggjort af tredjemand, ikke er udeladt fakta, som kan medføre, at de gengivne oplysninger er unøjagtige eller vildledende.

Udsteder skal desuden oplyse kilden til disse oplysninger.

17. DOKUMENTATIONSMATERIALE

En erklæring om, at følgende dokumenter kan besigtiges, mens registreringsdokumentet er gældende:

(a) udsteders stiftelsesoverenskomst og vedtægter

(b) alle rapporter, breve og andre dokumenter, historiske regnskabsoplysninger, vurderinger og ekspertudtalelser, som udsteder har bestilt, og som helt eller delvis indgår,

(c) udsteders historiske regnskabsoplysninger for hvert af de to regnskabsår før offentliggørelsen af registreringsdokumentet. Hvis der er tale om en koncern, offentliggøres både udsteders og datterselskabernes oplysninger.

Det anføres, hvor dokumentationsmaterialet kan besigtiges, enten fysisk eller elektronisk.

BILAG V

Mindstekrav til oplysninger i værdipapirnoten vedrørende gældsværdipapirer(skema)(Gældsværdipapirer med pålydende værdi under 50 000 EUR pr. enhed)

1. ANSVARLIGE

1.1. Alle personer med ansvar for de oplysninger, der gives i prospektet og i givet fald dele heraf. I sidstnævnte tilfælde skal det angives, hvilke dele de er ansvarlige for. For så vidt angår fysiske personer, herunder medlemmer af udsteders bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan, skal personens navn og funktion anføres, ved juridiske personer skal navn og hovedkontor anføres.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

1.2. En erklæring fra de ansvarlige for prospektet om, at de hr gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i prospektet efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold. I givet fald en erklæring fra de ansvarlige for dele af prospektet, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i den del af prospektet, som de er ansvarlige for, efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold.

2. RISIKOFAKTORER

2.1. Fremtrædende oplysninger om risikofaktorer, der er væsentlige for de værdipapirer, der udbydes og/eller optages til notering med henblik på at vurdere markedsrisikoen ved disse værdipapirer, vises i et afsnit med overskriften »Risikofaktorer«.

3. NØGLEOPLYSNINGER

3.1. Fysiske og juridiske personers interesse i udstedelsen/tilbuddet Beskrivelse af eventuelle interesser og interessekonflikter, der er væsentlige for udsteder, med angivelse af de involverede personer og interessens karakter.

3.2. Årsag til udbydelsen og anvendelsen af provenuet Årsagen til tilbuddet, hvis der ikke er tale om at fremskaffe et overskud og/eller dække visse risici. I givet fald oplyses de samlede forventede udgifter til udstedelsen/tilbuddet og det samlede forventede nettoprovenu. Udgifter og provenu fordeles forventet anvendelse og opstilles i kategorier i prioriteret rækkefølge. Hvis det er udsteder bekendt, at det forventede provenu ikke er tilstrækkeligt til at dække alle de foreslåede planer, angives det nødvendige beløb, og hvordan det fremskaffes.

4. OPLYSNINGER OM DE VÆRDIPAPIRER, DER UDBYDES ELLER OPTAGES TIL NOTERING

4.1. En beskrivelse af den type og klasse værdipapirer, der udbydes og/eller optages til notering, herunder ISIN (International Security Identification Number) eller anden sikkerhedskode til sådan identifikation.

4.2. Det retsgrundlag, som værdipapirerne er udstedt på.

4.3. En angivelse af, om værdipapirerne er navnenoterede eller ihændehaverpapirer, og hvorvidt der er tale om fysiske eller elektroniske værdipapirer. I sidstnævnte tilfælde oplyses navn og adresse på den enhed, der opbevarer registeret.

4.4. Den anvendte valuta ved emissionen.

4.5. Prioritering af de værdipapirer, der tilbydes og/eller optages til notering, herunder opsummering af eventuelle bestemmelser, der har til formål at bestemme prioriteringen eller underordne værdipapirerne udsteders fremtidige forpligtelser.

4.6. En beskrivelse af rettigheder, herunder begrænsninger heri, der gælder for hver af værdipapirerne og proceduren for at udøve disse rettigheder.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

4.7. Den nominelle rente og bestemmelserne for rentebetaling.
Dato for forrentningens påbegyndelse samt forfaldsdage.
Forældelsesfrist for krav på renter og hovedstol.
Hvis renten er variabel, beskrives grundlaget og den metode, der anvendes til at forbinde disse, med en angivelse af, hvor der kan findes oplysninger om fortiden og grundlaget samt udsving heri.
En beskrivelse af eventuelle markeds- eller afviklingsforstyrrelser, der påvirker grundlaget
Justeringsregler i forbindelse med begivenheder, der påvirker grundlaget
Navn på den person, der foretager beregningen.
Hvis værdipapiret har en derivatkomponent i rentebetalingen, gives en klar og omfattende beskrivelse, således at investorerne lettere forstår, hvordan værdien af deres investering påvirkes af de underliggende instrumenter, især under de omstændigheder, hvor risikoen fremstår tydeligst.

4.8. Forfaldsdato og nærmere bestemmelser for lånets afvikling, herunder indfrielse. Hvis der er planer om tidlig indfrielse på udstederens eller værdipapirindehaverens initiativ, skal der gøres rede for indfrielsesvilkår og -betingelser.

4.9. Den effektive rentesats anføres. Beregningsmetoden for denne sats angives i korthed

4.10. Repræsentation af gældsværdipapirindehaverne, herunder angivelse af den organisation, der repræsenterer investorerne, og bestemmelser om en sådan organisation. Angivelse af de steder, hvor offentligheden kan få adgang til teksterne til aftalerne om disse former for repræsentation

4.11. Ved nyemissioner skal det angives, hvilke beslutninger, bemyndigelser og godkendelser aktierne er eller vil blive udfærdiget og/eller udstedt i medfør af.

4.12. Ved nyemissioner angives værdipapirernes forventede udstedelsesdato.

4.13. En beskrivelse af eventuelle indskrænkninger i værdipapirernes omsættelighed.

4.14. For så vidt angår det land, hvor udsteder har sit hjemsted, og det eller de lande, hvor værdipapirerne udbydes eller søges optaget til notering:
- Oplysninger om kildeskat på indtægter fra værdipapirerne
- oplysninger om udstederens eventuelle ansvar for tilbageholdelse af skat.

5. VILKÅR OG BETINGELSER FOR TILBUDDET

5.1. Udbudsstatistik, forventet tidsplan og nødvendige foranstaltninger ved benyttelse af tilbuddet

5.1.1. De betingelser, på hvilke værdipapirerne udstedes.

5.1.2. Udstedelsens eller tilbuddets størrelse, hvis beløbet ikke ligger fast beskrives, hvordan og hvornår offentligheden underrettes om det endelige beløb for tilbuddet.

5.1.3. Den periode, med eventuelle ændringer, hvori tilbuddet står åbent, med en beskrivelse af tegningsprocessen.

5.1.4. En beskrivelse af muligheden for at mindske antallet af tegninger og metoden til tilbagebetaling af overskydende beløb, som ansøgerne har indbetalt.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

5.1.5. Detaljer om det mindste og/eller største beløb, der kan tegnes (antal værdipapirer eller samlet beløb, der kan investeres).

5.1.6. Metode og tidsfrist for betaling og levering af værdipapirerne.

5.1.7. En uddybende beskrivelse af fremgangsmåde og dato for offentliggørelse af resultatet af tilbuddet.

5.1.8. Procedure for udøvelse af fortegningsretten, tegningsrettighedernes omsættelighed og bestemmelser om ikke benyttede tegningsrettigheder,

5.2. Fordelingsplan og tildeling

5.2.1. De forskellige kategorier af potentielle investorer, som får tilbudt værdipapirerne. Hvis tilbuddet fremsættes samtidigt på markedet i flere stater, og hvis en tranche forbeholdes eller blev forbeholdt visse af disse markeder, skal de pågældende trancher angives.

5.2.2. Procedure for anmeldelse til ansøgerne af det tildelte beløb med en angivelse af, hvorvidt handelen må påbegyndes før anmeldelsen er foretaget.

5.3. Kursfastsættelse

5.3.1. Angivelse af den forventede kurs, som værdipapirerne udbydes til, eller kursfastsættelsesmetoden og offentliggørelsesprocessen. Angivelse af eventuelle udgifter og afgifter, der specifikt pålægges køber.

5.4. Placering og garanti

5.4.1. Navn og adresse på den/dem, der samordner den samlede emission og de enkelte dele heraf, og på den/dem der placerer værdipapirerne i de forskellige lande, hvor emissionen finder sted, hvis udsteder har kendskab hertil.

5.4.2. Navn og adresse på eventuelle betalingsformidlere og depositarer i hvert land

5.4.3. Navn og adresse på de virksomheder, som har afgivet bindende tilsagn om at garantere udstedelsen, og navn og adresse på de virksomheder, som har påtaget sig at placere udstedelsen uden forbindende eller »bedst muligt«. Oplysninger om de væsentligste aspekter ved tilsagnene, herunder kvoter. Hvis ikke hele udstedelsen er garanteret, angives den del der ikke er dækket. Angivelse af den samlede udstedelse, der er
garanteret, og den del, der er placeret.

5.4.4. Hvornår garantiaftalen er eller vil blive indgået.

6. AFTALER OM OPTAGELSE TIL OMSÆTNING OG HANDEL

6.1. Det anføres, om de udbudte værdipapirer optages til notering, eller om der ansøges om optagelse til notering på et reguleret marked eller lignende markeder, og de pågældende markeder anføres. Disse oplysninger skal nævnes, uden at der gives indtryk af, at optagelsen til notering nødvendigvis bliver godkendt. Hvis datoen for værdipapirernes optagelse til notering er kendt, oplyses denne dato.

6.2. Alle de regulerede eller lignende markeder, som udsteder har kendskab til, hvor værdipapirer af samme klasse som de værdipapirer, der udbydes eller optages til notering, allerede er optaget til notering.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

6.3. Navn og adresse på de virksomheder som har afgivet bindende tilsagn om at fungere som mæglere i sekundær omsætning, som skaber likviditet gennem købs- og salgskurser, og en beskrivelse af hovedvilkårene i deres engagement.

7. YDERLIGERE OPLYSNINGER

7.1. Hvis der i værdipapirnoten er nævnt rådgivere, oplyses det, hvilken funktion de har udført.

7.2. Angivelse af de øvrige oplysninger i værdipapirnoten, som er kontrolleret af revisorerne, hvor revisorerne har udarbejdet en beretning. Gengivelse af beretningen eller et resumé heraf, hvis dette tillades af de kompetente myndigheder.

7.3. Hvis der i værdipapirnoten indgår en udtalelse eller rapport fra en ekspert, opgives personens navn, erhvervsadresse, kvalifikationer og eventuelle væsentlige interesser i udsteder. Hvis rapporten er udfærdiget på udsteders foranledning, skal det anføres, at en sådan udtalelse eller rapport indgår, dens form og den sammenhæng, som den indgår i.
Dette skal ske med tilsagn fra den person, som har godkendt indholdet af denne del af værdipapirnoten.

7.4. Hvis oplysningerne stammer fra tredjemand, skal det bekræftes, at de er gengivet korrekt, og at der efter udsteders overbevisning ud fra de oplysninger, der er offentliggjort af tredjemand, ikke er udeladt fakta, som kan medføre, at de gengivne oplysninger er unøjagtige eller vildledende. Desuden skal kilden til oplysningerne identificeres.

7.5. Den kreditvurdering, som udsteder eller dennes værdipapirer har fået, hvis udsteder har bestilt vurderingen eller samarbejdet i vurderingsprocessen. En kort redegørelse for kreditvurderingens betydning, hvis kreditvurderingsinstituttet tidligere har offentliggjort en sådan.

BILAG VI
Mindstekrav til garantioplysninger
(Yderligere modul)

1. GARANTIENS ART
En beskrivelse af enhver aftale, hvis formål er at sikre, at væsentlige forpligtelser i forbindelse med udstedelsen overholdes, det være sig garanti, sikkerhedsstillelse, udsættelse, specialiseret forsikring og lignende forpligtelser (herefter benævnes disse samlet »garantier«, og den, der stiller disse garantier, benævnes »garant« for nemheds skyld).
Med forbehold for det forudgående afsnits generelle karakter dækker sådanne ordninger over engagementer med henblik på at sikre, at gældsværdipapirer indfries og/eller renter betales, og i beskrivelsen heraf skal det fremgå, hvordan ordningen skal sikre, at de garanterede betalinger vil blive gennemført korrekt.

2. GARANTIENS OMFANG
Der offentliggøres detaljer om vilkår og betingelser for garantien samt dennes omfang. Med forbehold for det forudgående afsnits generelle karakter bør disse detaljer omfatte betingelser for anvendelse af garantien i tilfælde af

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

misligholdelse i henhold til vilkårene for sikkerhedsstillelsen og hovedvilkårene i en specialiseret forsikring eller udsættelsesaftale mellem udsteder og garant.
Der oplyses også om garantens vetoret over for ændringer i værdipapirindehaverens rettigheder, som ofte ses inden for specialiserede forsikringer.

3. OPLYSNINGER OM GARANTEN
Garanten oplyser om sig selv, som om denne var udsteder af den samme type værdipapirer, som er genstand for garantien.

4. DOKUMENTATIONSMATERIALE
Angivelse af de steder, hvor offentligheden kan få adgang til de væsentlige aftaler og andre dokumenter vedrørende garantien.

BILAG VII
Mindstekrav til oplysninger i registreringsdokumentet for værdipapirer med sikkerhedsstillelse i aktiver (skema)

1. ANSVARLIGE

1.1. Alle personer med ansvar for de oplysninger, der gives i registreringsdokumentet og i givet fald i dele heraf. I så fald angives der, hvilke dele, de har ansvar for. For så vidt angår fysiske personer, herunder medlemmer af udsteders bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan, skal personens navn og funktion anføres, ved juridiske personer skal navn og hovedkontor anføres.

1.2. En erklæring fra de ansvarlige for registreringsdokumentet, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i registreringsdokumentet efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold. I givet fald en erklæring fra de ansvarlige for dele af registreringsdokumentet, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i den del af registreringsdokumentet, som de er ansvarlige for, efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold.

2. REVISORER

2.1. Navn og adresse på udsteders revisorer for den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger (sammen med deres medlemskab af et relevant fagligt organ).

3. RISIKOFAKTORER

3.1. Dokumentet skal indeholde fremtrædende oplysninger om risikofaktorer, der gælder for udstederen eller dennes branche, i et afsnit med overskriften »Risikofaktorer«.

4. OPLYSNINGER OM UDSTEDER:

4.1. En erklæring om, hvorvidt udsteder har oprettet et særligt selskab eller enhed med det formål at udstede værdipapirer med sikkerhedsstillelse i aktiver.

4.2. Udsteders juridiske navn og binavne

4.3. Udsteders registrerede hjemsted og registreringsnummer

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

4.4. Udsteders indregistreringsdato og levetid, medmindre denne er ubegrænset

4.5. Udsteders domicil og juridiske form, den lovgivning, som udsteder fungerer under, indregistreringsland samt adresse og telefonnummer til det indregistrerede kontor (eller hovedkontoret, hvis dette ikke er det indregistrerede kontor).

4.6. Angivelse af udsteders [autoriserede og] udstedte kapital og den kapital, der ifølge aftale kan udstedes, samt antal og klasser af værdipapirer, som den består af.

5. FORRETNINGSOVERSIGT

5.1. En kort beskrivelse af udstederens hovedvirksomhed.

5.2. Et samlet overblik over parterne i sekuritiseringsprogrammet, herunder oplysninger om, hvordan parterne deler direkte eller indirekte ejerskab eller kontrol.

6. BESTYRELSE, DIREKTION OG TILSYNSORGANER

6.1. Navn, forretningsadresse og stilling hos udstederen skal offentliggøres for følgende personer, og der skal oplyses om deres væsentligste aktiviteter, som ikke udføres hos denne udsteder, hvis disse aktiviteter har betydning for denne:
(a) medlemmer af bestyrelse, direktion eller tilsynsorganer medlemmer af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan komplementarer i et kommanditaktieselskab.

7. STØRRE AKTIONÆRER

7.1. I det omfang udsteder har kendskab til dette forhold, skal det oplyses, om udsteder direkte eller indirekte ejes eller kontrolleres af andre, herunder hvem og hvordan - og der skal gives en beskrivelse af de foranstaltninger, der skal forhindre, at denne kontrol ikke misbruges.

8. OPLYSNINGER OM UDSTEDERENS AKTIVER OG PASSIVER, FINANSIELLE STILLING OG RESULTATER

8.1. Hvis udstederen siden registrerings- eller stiftelsesdatoen ikke har påbegyndt sin virksomhed, og der ikke er udarbejdet regnskaber ved datoen for registreringsdokumentet, oplyses dette i registreringsdokumentet.

8.2. Historiske regnskabsoplysninger
Hvis udsteder siden registrerings- eller stiftelsesdatoen har påbegyndt sin virksomhed, og der er udarbejdet regnskaber, skal registreringsdokumentet indeholde reviderede regnskabsoplysninger for de seneste to regnskabsår (eller den kortere periode, som udsteder måtte have drevet virksomhed i) og revisionsberetningen for hvert år. Sådanne regnskabsoplysninger skal udarbejdes i henhold til forordning (EF) nr. 1606/2002, eller hvis disse ikke er gældende, i henhold til en medlemsstats nationale regnskabsstandarder for udstedere fra Fællesskabet. For udstedere fra tredjelande skal sådanne regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til de internationale regnskabsstandarder, der er antaget efter proceduren i artikel 3 i forordning (EF) nr. 1606/2002 eller til et tredjelands nationale regnskabsstandarder svarende til disse standarder.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Hvis sådanne regnskabsoplysninger ikke svarer til disse standarder, skal de præsenteres i form af nye regnskaber.
Det seneste års reviderede historiske regnskabsoplysninger skal præsenteres i en form, der er i overensstemmelse med den, som vil blive anvendt i udsteders næste offentliggjorte årsregnskab under henvisning til regnskabsstandarder og -politikker samt den lovgivning, der gælder for sådanne årsregnskaber.
Hvis udsteder har været aktiv på sit nuværende aktivitetsområde i mindre end ét år, skal de reviderede historiske regnskabsoplysninger for den periode være udarbejdet i overensstemmelse med de gældende standarder for årsregnskaber efter forordning (EF) 1606/2002, eller hvis disse ikke er gældende, i henhold til en medlemsstats nationale regnskabsstandarder, hvis udsteder er fra Fællesskabet. For udstedere fra tredjelande skal de historiske regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til de internationale regnskabsstandarder, der er antaget efter proceduren i artikel 3 i forordning (EF) nr. 1606/2002 eller til et tredjelands nationale regnskabsstandarder svarende til disse standarder. Disse historiske regnskabsoplysninger skal være revideret.
Hvis de reviderede regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til nationale regnskabsstandarder, skal regnskabsoplysningerne i denne rubrik som minimum indeholde følgende:
(a) status
(b) resultatopgørelse
(d) regnskabsprincipper og noter.
De historiske regnskabsoplysninger skal revideres uafhængigt, eller der skal gives en uafhængig beretning om, hvorvidt de i forbindelse med registreringsdokumentet giver et retvisende billede i overensstemmelse med de gældende regnskabsstandarder i en medlemsstat eller en lignende standard.

8.2 a Dette afsnit gælder kun ved udstedelse af værdipapirer med sikkerhedsstillelse i aktiver med pålydende værdi på mindst 50 000 EUR pr. enhed.
Hvis udsteder siden registrerings- eller stiftelsesdatoen har påbegyndt sin virksomhed, og der er udarbejdet regnskaber, skal registreringsdokumentet indeholde reviderede regnskabsoplysninger for de seneste to regnskabsår (eller den kortere periode, som udsteder måtte have drevet virksomhed i) og revisionsberetningen for hvert år. Sådanne regnskabsoplysninger skal udarbejdes i henhold til forordning (EF) nr. 1606/2002, eller hvis disse ikke er gældende, i henhold til en medlemsstats nationale regnskabsstandarder for udstedere fra Fællesskabet. For udstedere fra tredjelande skal sådanne regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til de internationale regnskabsstandarder, der er antaget efter proceduren i artikel 3 i forordning (EF) nr. 1606/2002, eller til et tredjelands nationale regnskabsstandarder svarende til disse standarder. I øvrige tilfælde skal følgende oplysninger indgå i registreringsdokumentet:
(a) en fremtrædende erklæring om, at regnskabsoplysningerne i registreringsdokumentet ikke er udarbejdet efter de internationale regnskabsstandarder, der er antaget efter proceduren i artikel 3 i forordning (EF) nr. 1606/2002, og at regnskabsoplysningerne kunne udvise væsentlige differencer, hvis forordning (EF) nr. 1606/2002 var blevet anvendt på de historiske regnskabsoplysninger

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

(b) umiddelbart efter de historiske regnskabsoplysninger en uddybende beskrivelse af forskellen mellem de internationale regnskabsstandarder, der er antaget efter proceduren i artikel 3 i forordning (EF) nr. 1606/2002, og de regnskabsprincipper, som udsteder har valgt ved udarbejdelsen af årsregnskaberne.
Det seneste års reviderede historiske regnskabsoplysninger skal præsenteres i en form, der er i overensstemmelse med den, som vil blive anvendt i udsteders næste årsregnskab under henvisning til regnskabsstandarder og -politikker samt den lovgivning, der gælder for sådanne årsregnskaber.
Hvis de reviderede regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til nationale regnskabsstandarder, skal regnskabsoplysningerne i denne rubrik som minimum indeholde følgende:
(a) status
(b) resultatopgørelse,
(c) regnskabsprincipper og noter.

De historiske regnskabsoplysninger skal revideres uafhængigt, eller der skal gives en uafhængig beretning om, hvorvidt de i forbindelse med registreringsdokumentet giver et retvisende billede i overensstemmelse med de gældende regnskabsstandarder i en medlemsstat eller en lignende standard. Ellers skal følgende oplysninger indgå i registreringsdokumentet:
a) en fremtrædende erklæring om de anvendte regnskabsstandarder
b) en forklaring af eventuelle væsentlige afvigelser fra de internationale revisionsstandarder.

8.3. Rets- og voldgiftssager
Oplysninger om eventuelle stats-, rets- eller voldgiftssager (herunder sager, som er anlagt eller muligvis bliver anlagt, som virksomheden har kendskab til) inden for minimum de seneste tolv måneder, som kan få, eller som i den nære fortid har haft væsentlig indflydelse på udsteder og/eller koncernens finansielle stilling eller resultater, eller i modsat fald en erklæring om, at dette ikke er tilfældet.

8.4. Væsentlige forværringer af udsteders finansielle stilling
Hvis udsteder har udarbejdet regnskaber, gives der en erklæring om, at der ikke er sket en forværring i udsteders fremtidsudsigter siden datoen for de senest reviderede regnskaber. Hvis der er sket en væsentlig forværring, skal dette oplyses i registreringsdokumentet.

9. OPLYSNINGER FRA TREDJEMAND, EKSPERTUDTALELSER OG INTERESSEERKLÆRINGER

9.1. Hvis der i registreringsdokumentet indgår en udtalelse eller rapport fra en ekspert, opgives personens navn, erhvervsadresse, kvalifikationer og eventuelle væsentlige interesser i udsteder.
Hvis rapporten er udfærdiget på udsteders foranledning, skal det anføres, at en sådan rapport eller udtalelse indgår, dens form og den sammenhæng, som den indgår i. Dette skal ske med tilsagn fra den person, som har godkendt indholdet af den del af registreringsdokumentet.

9.2. Hvis oplysningerne stammer fra tredjemand, skal det bekræftes, at de er gengivet korrekt, og at der efter udsteders overbevisning ud fra de oplysninger, der er offentliggjort af tredjemand, ikke er udeladt fakta, som kan medføre, at de gengivne oplysninger er unøjagtige eller vildledende. Derudover skal udsteder oplyse kilden til disse oplysninger.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

10. DOKUMENTATIONSMATERIALE

10.1. En erklæring om, at følgende dokumenter kan besigtiges, mens registreringsdokumentet er gældende:
a udsteders stiftelsesoverenskomst og vedtægter
b alle rapporter, breve og andre dokumenter, historiske regnskabsoplysninger, vurderinger og ekspertudtalelser, som udsteder har bestilt, og som helt eller delvis indgår,
c udsteders historiske regnskabsoplysninger for hvert af de to regnskabsår før offentliggørelsen af registreringsdokumentet. Hvis der er tale om en koncern, offentliggøres både udsteders og datterselskabernes oplysninger.
Det anføres, hvor dokumentationsmaterialet kan besigtiges, enten fysisk eller elektronisk.

BILAG VIII
Mindstekrav til oplysninger i det yderligere modul for værdipapirer medsikkerhedsstillelse i aktiver

1. VÆRDIPAPIRERNE

1.1. Mindstebeløb for en udstedelse

1.2. Hvis der gives oplysninger om en virksomhed/debitor, som ikke deltager i udstedelsen, skal det bekræftes, at oplysningerne om virksomheden/debitor er nøjagtigt gengivet fra

materialet, som virksomheden/debitor har offentliggjort. Så vidt udsteder er bekendt og har kunnet udlede af de oplysninger, virksomheden/debitoren har offentliggjort, er der ikke udeladt fakta, som kunne gøre de gengivne oplysninger vildledende.
Desuden anfører udsteder kilden til oplysningerne i den værdipapirnote, der er gengivet fra de oplysninger, som virksomheden/debitor har offentliggjort.

2. DE UNDERLIGGENDE AKTIVER

2.1. Bekræftelse af, at de aktiver, der ligger til grund for udstedelsen, er i stand til at skabe afkast til brug ved afbetalinger i forbindelse med værdipapirerne.

2.2. For så vidt angår en pulje afgrænsede aktiver, der ligger til grund for udstedelsen:

2.2.1. Den jurisdiktion, som aktivpuljen hører ind under

2.2.2. (a) Hvis der er tale om et lille antal debitorer, der let kan identificeres, gives der en generel beskrivelse af hver enkelt debitor.
(b) I øvrige tilfælde gives der en beskrivelse af: debitorernes generelle karakteristika og det generelle økonomiske miljø og samlede statistiske data for de aktiver, der ligger til grund for udstedelsen.

2.2.3. aktivernes juridiske art

2.2.4. aktivernes udløbs- eller forfaldsdato

2.2.5. aktivernes samlede værdi

2.2.6. sikkerhedsstillelsens værdi i forhold til lånets størrelse

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

2.2.7. metoden for aktivernes tilvejebringelse og for låne- og kreditaftaler, væsentligste lånekriterier med angivelse af, hvilke lån der ikke opfylder disse kriterier samt eventuelle rettigheder eller pligter til at betale yderligere forskud

2.2.8. en angivelse af væsentlige oplysninger og sikkerhedsstillelse, som er tildelt udsteder i forbindelse med aktiverne

2.2.9. eventuel ret til at erstatte aktiverne med en beskrivelse af metoden og den type aktiver, der kan erstattes på denne måde, hvis der er mulighed for at erstatte aktiver med aktier af en anden klasse eller kvalitet, skal der gives en erklæring herom med en beskrivelse af konsekvenserne af en sådan erstatning,

2.2.10. en beskrivelse af relevante forsikringspolicer for aktiverne. Der skal oplyses om eventuel koncentration hos et enkelt forsikringsselskab, hvis dette er væsentligt for transaktionen.

2.2.11. Hvis aktiverne omfatter forpligtelser med op til 5 debitorer, som er juridiske personer, eller hvis en debitor står for 20 af aktiverne derover, eller hvis en debitor står for en væsentlig del af aktiverne, så vidt udsteder ved og/eller kan udlede af de oplysninger, som debitor har offentliggjort, offentliggøres et af følgende punkter:
(a) oplysninger om hver debitor, som om denne er en udsteder, der udarbejder et registreringsdokument for gældsværdipapirer og derivater med en pålydende værdi på mindst 50 000 EUR
(b) hvis en debitor eller garant har værdipapirer, der allerede er optaget til notering på et reguleret eller lignende marked, eller forpligtelserne er garanteret af en virksomhed, der noteres på et reguleret eller lignende marked, opgives navn, adresse, indregistreringsland, virksomhedens formål og navnet på det marked, hvor værdipapirerne er optaget til notering.

2.2.12. Hvis der består et forhold mellem udsteder, garanten og debitoren, som er væsentligt for udstedelsen, gives der detaljer om de væsentligste vilkår for dette forhold.

2.2.13. Hvis aktiverne omfatter fordringer, der ikke er noteret på et reguleret eller lignende marked, gives der en beskrivelse af de væsentligste vilkår og betingelser for disse fordringer.

2.2.14. Hvis aktiverne omfatter aktier, som er optaget til notering på et reguleret eller lignende marked, gives der:
e) en beskrivelse af værdipapirerne
f) en beskrivelse af det marked, hvor de omsættes, herunder stiftelsesdato, offentliggørelse af kursoplysninger, angivelse af daglig omsætning, oplysning om markedets status i hjemlandet og navnet på markedets reguleringsmyndighed
g) hvor ofte kursen på de relevante værdipapirer offentliggøres.

2.2.15. Hvis mere end ti (10) procent af aktiverne udgøres af aktiver, der ikke handles på et reguleret eller lignende marked, gives der en beskrivelse af disse aktiver og oplysninger i lighed med de informationer, der gives i bilaget til aktieregistreringsdokumentet for hver udsteder af disse værdipapirer.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

2.2.16. Hvis en væsentlig del af aktiverne er garanteret eller sikret af fast ejendom, gives en vurderingsrapport for denne ejendom med redegørelse for både ejendomsvurderingen samt penge- og indtægtsstrømmen.
Der kræves ikke offentliggørelse, hvis udstedelsen gælder værdipapirer med sikkerhedsstillelse i prioritetslån, hvor der ikke er foretaget nyvurdering af ejendommen i forbindelse med udstedelsen, og hvor det klart fremgår, at vurderingen er foretaget på den dato, hvor det oprindelige prioritetslån blev udstedt.

2.3. For så vidt angår en styret aktivpulje, der ligger til grund for udstedelsen, gives der:

2.3.1. Oplysninger af samme kvalitet som efter punkt 2.1 og 2.2, så der kan foretages en vurdering af type, kvalitet, tilstrækkelighed og likviditet af de aktiver i porteføljen, der skal sikre udstedelsen

2.3.2. de parametre, som investeringerne foretages inden for, navn og beskrivelse af den virksomhed, der er ansvarlig for styringen, herunder en beskrivelse af virksomhedens ekspertise og erfaring, et resumé af opsigelsesbestemmelserne for en sådan virksomhed og udpegelse af en ny virksomhed, der foretager styringen, og en beskrivelse af denne virksomheds forbindelser med andre parter i udstedelsen.

2. 4. Hvis en udsteder agter at udstede yderligere værdipapirer med sikkerhedsstillelse i de samme aktiver, og medmindre disse yderligere værdipapirer kan ombyttes med eller er underordnet de eksisterende gældsklasser, beskrives det, hvordan indehaverne af papirerne i denne klasse vil blive underrettet.

3. STRUKTUR OG PENGESTRØMME

3.1. Beskrivelse af transaktionens struktur, om nødvendigt med et strukturdiagram.

3.2. Beskrivelse af de virksomheder, der medvirker ved udstedelsen, og af de funktioner, som de skal udføre.

3.3. Beskrivelse af salgsmetode og -dato, overførsel, udskiftning eller tildeling af aktiver eller rettigheder og/eller forpligtelser i forbindelse med aktiverne til udsteder eller i påkommende tilfælde metode og tidsrum, hvor indtægterne fra udstedelsen investeres fuldt ud af udsteder.

3.4. En forklaring af pengestrømmene, herunder:

3.4.1. Hvordan pengestrømmen fra aktiverne opfylder udsteders forpligtelser over for værdipapirindehaverne, om nødvendigt med en tabel over finansielle tjenester og en beskrivelse af de forudsætninger, tabellen bygger på,

3.4.2. Oplysninger om eventuelle kreditforbedringer, angivelse af væsentlige risici for likviditetsmangel og mulighed for at trække på likviditetsstøtte og anførelse af hensættelser, der er beregnet til at dække væsentlige risici for manglende betaling af renter/hovedstol

3.4.3. med forbehold for punkt 3.4.2 gives detaljer om eventuel underordnet gældsfinansiering

3.4.4. det angives, hvilke investeringsparametre der anvendes ved investering af midlertidig overskydende likviditet, og der gives en beskrivelse af de parter, der er ansvarlige for en sådan investering

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

3.4.5. hvordan betalingerne for aktiverne opkræves

3.4.6. prioritering af betalinger fra udsteder til indehaverne af den pågældende værdipapirklasse

3.4.7. detaljer om øvrige aftaler, som betalinger af renter og afdrag til investorerne er afhængige af.

3.5. Detaljer om navn, adresse og væsentlige forretningsaktiviteter for ophavet til de aktiver, der anvendes som sikkerhedsstillelse.

3.6. Hvis afkast og/eller afdrag på værdipapirerne er afhængig af kursudvikling eller værdi af andre aktiver, som ikke er udsteders aktiver, er punkt 2.2 og 2.3 nødvendige

3.7. detaljer om navn, adresse og væsentlige forretningsaktiviteter for administrator, den, der foretager beregningerne, eller lignende personer. Disse detaljer ledsages af et resumé af disse personers ansvar, deres forbindelse med ophavet til aktiverne og et resumé af opsigelsesbestemmelserne for disse funktioner og udpegelse af en ny administrator/beregner

3.8. navn, adresse og kort beskrivelse af:
(a) de øvrige parter i en swap-aftale og parter, der sørger for yderligere væsentlige kredit- eller likviditetsmuligheder
(b) de banker, som står for de væsentligste konti i forbindelse med transaktionen.

4. OPLYSNING EFTER UDSTEDELSEN

4.1. I prospektet skal det oplyses, om der efter udstedelsen vil blive givet transaktionsoplysninger om værdipapirer, der skal optages til notering, og kursudviklingen på sikkerhedsstillelsen. Hvis udsteder har tilkendegivet, at der foreligger planer om at offentliggøre sådanne oplysninger, fremgår det af prospektet, hvilke oplysninger der vil blive givet, hvor sådanne oplysninger kan fås, og hvor ofte de vil blive fremlagt.

BILAG IX
Mindstekrav til oplysninger i registreringsdokumentet for gældsværdipapirer ogderivater (skema)
(Gældsværdipapirer og derivater med pålydende værdi på mindst 50 000 EUR pr. enhed)

1. ANSVARLIGE

1.1. Alle personer med ansvar for de oplysninger, der gives i registreringsdokumentet og i givet fald i dele heraf. I så fald angives der, hvilke dele, de har ansvar for. For så vidt angår fysiske personer, herunder medlemmer af udsteders bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan, skal personens navn og funktion anføres, ved juridiske personer skal navn og hovedkontor anføres.

1.2. En erklæring fra de ansvarlige for registreringsdokumentet, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i registreringsdokumentet efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold. I givet fald en erklæring fra de ansvarlige for dele af registreringsdokumentet, at de har gjort deres

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

bedste for at sikre, at oplysningerne i den del af registreringsdokumentet, som de er ansvarlige for, efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold.

2. REVISORER

2.1. Navn og adresse på udsteders revisorer for den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger (sammen med deres medlemskab af et fagligt organ).

2.2. Hvis revisorerne er fratrådt, blevet flyttet eller ikke er blevet genudnævnt i den periode, som omfattes af de historiske regnskabsoplysninger, anføres alle væsentlige detaljer.

3. RISIKOFAKTORER

3.1. Oplysninger om risikofaktorer, der kan påvirke udsteders evne til at opfylde sine forpligtelser i forbindelse med gældsværdipapirerne, præsenteres tydeligt i et afsnit med overskriften »Risikofaktorer«.

4. OPLYSNINGER OM UDSTEDER

4.1. Udsteders historie og udvikling:

4.1.1. udsteders juridiske navn og binavne

4.1.2. udsteders registrerede hjemsted og registreringsnummer

4.1.3. udsteders indregistreringsdato og levetid, medmindre denne er ubegrænset

4.1.4. udsteders domicil og juridiske form, den lovgivning, som udsteder fungerer under, indregistreringsland samt adresse og telefonnummer til det indregistrerede kontor (eller hovedkontoret, hvis dette ikke er det indregistrerede kontor),

4.1.5. eventuelle begivenheder, der er indtruffet for nylig, og som i væsentlig grad er væsentlige ved bedømmelsen af udsteders solvens.

5. FORRETNINGSOVERSIGT

5.1. Hovedvirksomhed:

5.1.1. En kort beskrivelse af udstederens hovedvirksomhed med anførelse af vigtigste kategorier af solgte varer og/eller erlagte tjenesteydelser og

5.1.2. Grundlaget for eventuelle udtalelser i registreringsdokumentet fra udsteder om dennes konkurrencestilling.

6. ORGANISATIONSSTRUKTUR

6.1. Hvis udsteder indgår i en koncern, skal der gives en kort beskrivelse af koncernen og udsteders plads i koncernen.

6.2. Hvis udsteder er afhængig af andre enheder i koncernen, skal dette tydeligt fremgå, og der skal redegøres for denne afhængighed.

7. TRENDOPLYSNINGER

7.1. Der gives en erklæring om, at der ikke er sket en forværring i udsteders fremtidsudsigter siden datoen for de senest offentliggjorte regnskaber.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Hvis udsteder ikke er i stand til at fremsætte en sådan erklæring, gives der detaljer om en sådan væsentlig forværring.

8. RESULTATFORVENTNINGER ELLER -PROGNOSER
Hvis en udsteder vælger at lade en resultatprognose eller –forventning indgå, skal registreringsdokumentet indeholde oplysningspunkterne i 8.1 og 8.2:

8.1. En erklæring med angivelse af de væsentligste antagelser, som udsteder har bas eret sin forventning eller prognose på.
Der skal sondres tydeligt mellem antagelser om faktorer, som medlemmet eller medlemmerne af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan har indflydelse på, og antagelser om faktorer, som fuldstændig ligger uden for medlemmerne af bestyrelses-, direktions- eller tilsynsorganets indflydelse, de skal være umiddelbart forståelige for investorerne, de skal være specifikke og præcise, og de må ikke stå i forbindelse med den generelle korrekthed, som gælder for de prognoser, der ligger til grund for forventningen.

8.2. En eventuel resultatprognose i registreringsdokumentet skal ledsages af en erklæring om, at prognosen er udarbejdet forsvarligt og på det anførte grundlag, samt at regnskabsgrundlaget er i overensstemmelse med udsteders regnskabsprincipper.

8.3. Resultatforventningen eller -prognosen skal udarbejdes på et grundlag, der er sammenligneligt med de historiske regnskabsoplysninger.

9. BESTYRELSE, DIREKTION OG TILSYNSORGANER

9.1. Navn, forretningsadresse og stilling hos udstederen skal offentliggøres for følgende personer, og der skal oplyses om deres væsentligste aktiviteter, som ikke udføres hos denne udsteder, hvis disse aktiviteter har betydning for denne:
(a) medlemmer af bestyrelse, direktion eller tilsynsorganer
(b) medlemmer af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan komplementarer i et kommandit-aktieselskab.

9.2. Bestyrelse, direktion og tilsynsorganer – interessekonflikter
Potentielle interessekonflikter mellem de personer, der nævnes i punkt 9,1., forpligtelser over for udsteder og deres private interesser og/eller øvrige forpligtelser skal angives tydeligt.
Hvis der ikke foreligger sådanne konflikter, gives der en erklæring herom.

10. STØRRE AKTIONÆRER

10.1. I det omfang udsteder har kendskab til dette forhold, skal det oplyses, om udsteder direkte eller indirekte ejes eller kontrolleres af andre, herunder hvem og hvordan, og der skal gives en beskrivelse af de foranstaltninger, der er sat i værk med henblik på at forhindre, at denne kontrol ikke misbruges.

10.2. En beskrivelse af aftaler, som udsteder har kendskab til, og som senere kan medføre, at andre overtager kontrollen med udsteder.

11. OPLYSNINGER OM UDSTEDERENS AKTIVER OG PASSIVER, FINANSIELLE STILLING OG RESULTATER

11.1. Historiske regnskabsoplysninger
Reviderede regnskabsoplysninger for de seneste to regnskabsår (eller den

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

kortere periode, som udsteder måtte have drevet virksomhed i) og revisionsberetningen for hvert år. Sådanne regnskabsoplysninger skal udarbejdes i henhold til forordning (EF) nr. 1606/2002, eller hvis disse ikke er gældende, i henhold til en medlemsstats nationale regnskabsstandarder for udstedere fra Fællesskabet. For udstedere fra tredjelande skal sådanne regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til de internationale regnskabsstandarder, der er antaget efter proceduren i artikel 3 i forordning (EF) nr. 1606/2002, eller til et tredjelands nationale regnskabsstandarder svarende til disse standarder. I øvrige tilfælde skal følgende oplysninger indgå i registreringsdokumentet:
(a) en fremtrædende erklæring om, at regnskabsoplysningerne i registreringsdokumentet ikke er udarbejdet efter de internationale regnskabsstandarder, der er antaget efter proceduren i artikel 3 i forordning (EF) nr. 1606/2002, og at regnskabsoplysningerne kunne udvise væsentlige differencer, hvis forordning (EF) nr. 1606/2002 var blevet anvendt på de historiske regnskabsoplysninger
(b) umiddelbart efter de historiske regnskabsoplysninger en uddybende beskrivelse af forskellen mellem de internationale regnskabsstandarder, der er antaget efter proceduren i artikel 3 i forordning (EF) nr. 1606/2002, og de regnskabsprincipper, som udsteder har valgt ved udarbejdelsen af årsregnskaberne.
Det seneste års reviderede historiske regnskabsoplysninger skal præsenteres i en form, der er i overensstemmelse med den, som vil blive anvendt i udsteders næste offentliggjorte årsregnskab under henvisning til regnskabsstandarder og -politikker samt den lovgivning, der gælder for sådanne årsregnskaber.
Hvis de reviderede regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til nationale regnskabsstandarder, skal regnskabsoplysningerne i denne rubrik som minimum indeholde følgende:
(a) status
(b) resultatopgørelse
(d) regnskabsprincipper og noter.
De historiske regnskabsoplysninger skal revideres uafhængigt, eller der skal gives en uafhængig beretning om, hvorvidt de i forbindelse med registreringsdokumentet giver et retvisende billede i overensstemmelse med de gældende regnskabsstandarder i en medlemsstat eller en lignende standard. I øvrige tilfælde skal følgende oplysninger indgå i registreringsdokumentet:
a) en fremtrædende erklæring om de anvendte regnskabsstandarder
b) en forklaring af eventuelle væsentlige afvigelser fra de internationale revisionsstandarder.

11.2. Regnskaber
Hvis udsteder udarbejder både et ikke-konsolideret regnskab og et konsolideret årsregnskab, skal som minimum det konsoliderede årsregnskab indgå i registreringsdokumentet.

11.3. Revision af historiske årsregnskabsoplysninger

11.3.1. En erklæring om at de historiske regnskabsoplysninger er blevet revideret. Har de autoriserede revisorer nægtet at give de historiske regnskabsoplysninger godkendelsespåtegning, eller har de ved påtegningen taget forbehold, skal denne nægtelse eller disse forbehold gengives ubeskåret og begrundelsen herfor anføres.

11.3.2. Angivelse af de øvrige oplysninger i registreringsdokumentet, som er revideret af revisorerne.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

11.3.3. Hvis regnskabsoplysningerne i registreringsdokumentet ikke kommer fra udsteders reviderede regnskaber, skal kilden anføres, og det skal oplyses, at oplysningerne ikke er revideret.

11.4. De seneste regnskabsoplysningers alder

11.4.1. De seneste reviderede regnskabsoplysninger må ikke være ældre end 18 måneder fra datoen for registreringsdokumentet.

11.5. Rets- og voldgiftssager
Oplysninger om eventuelle stats-, rets- eller voldgiftssager (herunder sager, som er anlagt eller muligvis bliver anlagt, som udsteder har kendskab til) inden for minimum de seneste tolv måneder, som kan få, eller som i den nære fortid har haft væsentlig indflydelse på udsteder og/eller koncernens finansielle stilling eller resultater, eller i modsat fald en erklæring om, at dette ikke er tilfældet.

11.6. Væsentlige ændringer i udsteders finansielle eller handelsmæssige stilling
En beskrivelse af eventuelle væsentlige ændringer i koncernens finansielle eller handelsmæssige stilling siden udgangen af seneste regnskabsperiode, for hvilken der er offentliggjort enten reviderede regnskabsoplysninger eller foreløbige regnskabsoplysninger, eller i modsat fald en erklæring om, at dette ikke er tilfældet.

12. VÆSENTLIGE KONTRAKTER
Et resumé af alle øvrige, væsentlige kontrakter, der ikke indgås som led i udsteders normale virksomhed, og som kan medføre, at et koncernmedlem påtager sig forpligtelser eller erhverver rettigheder, der påvirker udsteders evne til at overholde sine forpligtelser over for værdipapirindehaverne, for så vidt angår de værdipapirer, der udstedes.

13. OPLYSNINGER FRA TREDJEMAND, EKSPERTUDTALELSER OG INTERESSEERKLÆRINGER

13.1. Hvis der i registreringsdokumentet indgår en udtalelse eller rapport fra en ekspert, opgives personens navn, erhvervsadresse, kvalifikationer og eventuelle væsentlige interesser i udsteder. Hvis rapporten er udfærdiget på udsteders foranledning, skal det anføres, at en sådan rapport eller udtalelse indgår, dens form og den sammenhæng, som den indgår i. Dette skal ske med tilsagn fra den person, som har godkendt indholdet af den del af registreringsdokumentet.

13.2. OPLYSNINGER FRA TREDJEMAND
Hvis oplysningerne stammer fra tredjemand, skal det bekræftes, at de er gengivet korrekt, og at der efter udsteders overbevisning ud fra de oplysninger, der er offentliggjort af tredjemand, ikke er udeladt fakta, som kan medføre, at de gengivne oplysninger er unøjagtige eller vildledende. Desuden skal kilden til oplysningerne identificeres.

14. DOKUMENTATIONSMATERIALE
En erklæring om, at følgende dokumenter kan besigtiges, mens registreringsdokumentet er gældende:
(a) udsteders stiftelsesoverenskomst og vedtægter
(b) alle rapporter, breve og andre dokumenter, historiske regnskabsoplysninger, vurderinger og ekspertudtalelser, som udsteder har bestilt, og som helt eller delvis indgår,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

(c) udsteders historiske regnskabsoplysninger for hvert af de to regnskabsår før offentliggørelsen af registreringsdokumentet. Hvis der er tale om en koncern, offentliggøres både udsteders og datterselskabernes oplysninger.
Det anføres, hvor det dokumentationsmateriale vedrørende udsteder, hvortil der henvises i registreringsdokumentet, kan besigtiges, enten fysisk eller elektronisk.

BILAG X
Mindstekrav til oplysninger om aktiecertifikater (skema)
OPLYSNINGER OM UDSTEDER AF DE UNDERLIGGENDE AKTIER:

1. ANSVARLIGE

1.1. Alle personer med ansvar for de oplysninger, der gives i registreringsdokumentet og i givet fald i dele heraf. I så fald angives der, hvilke dele, de har ansvar for. For så vidt angår fysiske personer, herunder medlemmer af udsteders bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan, skal personens navn og funktion anføres, ved juridiske personer skal navn og hovedkontor anføres.

1.2. En erklæring fra de ansvarlige for prospektet om, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i prospektet efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold. I givet fald en erklæring fra de ansvarlige for dele af prospektet om, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysninger i den del af prospektet, som de er ansvarlige for, efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold.

2. REVISORER

2.1. Navn og adresse på udsteders revisorer for den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger (sammen med deres medlemskab af et fagligt organ).

2.2. Hvis revisorerne er fratrådt, blevet flyttet eller ikke er blevet genudnævnt i den periode, som omfattes af de historiske regnskabsoplysninger, anføres alle væsentlige detaljer.

3. UDVALGTE REGNSKABSOPLYSNINGER

3.1. Udvalgte regnskabsoplysninger vedrørende udstederen, som fremlægges for hvert regnskabsår i den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger, samt en eventuel senere delvis regnskabsperiode, i samme valuta som regnskabsoplysningerne.
De udvalgte regnskabsoplysninger skal indeholde de nøgletal, der giver et overblik over udsteders finansielle situation.

3.2. Hvis der gives udvalgte regnskabsoplysninger vedrørende midlertidige perioder, skal der også fremlægges sammenlignelige oplysninger for samme periode i det foregående år, dog således at kravet til sammenlignelige balanceoplysninger er opfyldt, hvis der fremlægges balanceoplysninger fra årets udgang.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

4. RISIKOFAKTORER
Fremtrædende oplysninger om risikofaktorer, der gælder for udstederen eller dennes branche, i et afsnit med overskriften »Risikofaktorer«.

5. OPLYSNINGER OM UDSTEDER

5.1. Udsteders historie og udvikling.

5.1.1. udsteders juridiske navn og binavne

5.1.2. udsteders registrerede hjemsted og registreringsnummer

5.1.3. udsteders indregistreringsdato og levetid, medmindre denne er ubegrænset

5.1.4. udsteders domicil og juridiske form, den lovgivning, som udsteder fungerer under, indregistreringsland samt adresse og telefonnummer til det indregistrerede kontor (eller hovedkontoret, hvis dette ikke er det indregistrerede kontor) og

5.1.5. væsentlige begivenheder i udsteders forretningsmæssige udvikling.

5.2. Investeringer

5.2.1. Beskrivelse (herunder beløb) af udsteders væsentlige investeringer i hvert regnskabsår i den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger frem til datoen for prospektet.

5.2.2. En beskrivelse af udsteders væsentligste nuværende investeringer, herunder deres geografiske fordeling (hjemland og udland) og finansieringsmetoden (intern eller ekstern)

5.2.3. Oplysninger om udsteders væsentligste fremtidige investeringer, som ledelsesorganerne allerede klart har forpligtet sig til.

6. FORRETNINGSOVERSIGT

6.1. Hovedvirksomhed

6.1.1. Beskrivelse af (herunder væsentligste faktorer i forbindelse med) udsteders virksomhed og væsentligste aktiviteter med angivelse af de væsentligste kategorier af produkter, der forhandles, og/eller tjenester, der ydes for hvert regnskabsår i den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger

6.1.2. en angivelse af eventuelle væsentlige nye produkter og/eller tjenesteydelser, der er blevet lanceret, med status for udviklingen, såfremt disse nye produkters eller tjenesteydelsers udvikling er blevet offentliggjort.

6.2. Væsentligste markeder
Beskrivelse af de væsentligste markeder, hvor udsteder er aktiv, med angivelse af samlede indtægter per aktivitetskategori og geografisk marked for hvert regnskabsår i den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger.

6.3. Hvis de oplysninger, der gives i medfør af punkt 6.1. og 6.2. er blevet påvirket af ekstraordinære forhold, nævnes dette.

6.4. Der skal gives oplysninger i resuméform om, i hvilket omfang udsteder er afhængig af patenter, licenser, industri-, handels- eller finanskontrakter eller nye fremstillingsprocesser, hvis dette har betydning for udsteders virksomhed eller rentabilitet.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

6.5. Grundlaget for eventuelle udtalelser fra udsteder om dennes konkurrencestilling.

7. ORGANISATIONSSTRUKTUR

7.1. Hvis udsteder indgår i en koncern, skal der gives en kort beskrivelse af koncernen og udsteders plads i koncernen.

7.2. En liste over udsteders væsentlige datterselskaber, herunder navn, indregistrerings- eller bopælsland, kapitalandel og andel af stemmerettighederne, hvis denne adskiller sig fra kapitalandelen.

8. EJENDOMME, ANLÆG OG UDSTYR

8.1. Oplysninger om eventuelle eksisterende eller planlagte investeringer i faste anlægsaktiver, herunder lejede ejendomme og eventuelle væsentlige servitutter.

8.2. Beskrivelse af eventuelle miljøspørgsmål, der kan påvirke udsteders anvendelse af de faste anlægsaktiver.

9. GENNEMGANG AF DRIFT OG REGNSKABER

9.1. Finansiel tilstand
Hvis dette emne ikke behandles andetsteds i prospektet, skal der gives en beskrivelse af udsteders finansielle tilstand, ændringer heri og driftsresultatet for hvert år og den delvise periode, der kræves regnskabsoplysninger for, herunder årsagen til væsentlige ændringer fra år til år i regnskabsoplysningerne i det omfang, som er nødvendigt for at skabe sig et billede af udsteders samlede virksomhed.

9.2. Driftsresultater

9.2.1. Oplysninger om væsentlige faktorer, herunder usædvanlige eller sjældne begivenheder eller nye udviklinger med væsentlig indflydelse på udsteders driftsindtægter med angivelse af, hvilke indtægter der blev påvirket af disse begivenheder.

9.2.2. Hvis regnskaberne udviser væsentlige ændringer i omsætning eller indtægter, skal der gives en redegørelse for årsagen til disse ændringer.

9.2.3. Oplysninger om eventuelle statslige, økonomiske, skattemæssige, monetære eller politiske initiativer, der har eller kan få væsentlig direkte eller indirekte indflydelse på udsteders virksomhed.

10. KAPITALRESSOURCER

10.1. Oplysninger om udsteders kapitalressourcer (både kort- og langsigtede)

10.2. En forklaring vedrørende kilden og størrelsen af udsteders pengestrømme med en udførlig redegørelse for disse pengestrømme.

10.3. Oplysninger om udsteders lånebehov og finansieringsstruktur

10.4. Oplysninger om eventuelle begrænsninger i brugen af kapitalressourcerne, der har eller kan få væsentlig direkte eller indirekte indflydelse på udsteders virksomhed.

10.5. Oplysninger om de forventede kapitalkilder, der kræves for at opfylde forpligtelserne under punkt 5.2.3. og 8.1.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

11. FORSKNING OG UDVIKLING, PATENTER OG LICENSER
I nødvendigt omfang skal der gives en beskrivelse af udsteders forsknings- og udviklingspolitikker i hvert regnskabsår i den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger, herunder de beløb, der er anvendt til forsknings- og udviklingsaktiviteter, som udsteder har støttet.

12. TRENDOPLYSNINGER

12.1. De væsentligste nyere tendenser inden for produktion, salg og lagerbeholdninger samt udgifter og salgspriser fra udgangen af sidste regnskabsår til datoen for prospektet.

12.2. Oplysninger om eventuelle kendte tendenser, usikkerhed, krav, forpligtelser eller begivenheder, der med rimelighed kan forventes at få en væsentlig indflydelse på udsteders fremtidsudsigter for det igangværende regnskabsår som minimum.

13. RESULTATFORVENTNINGER ELLER –PROGNOSER
Hvis en udsteder vælger at lade en resultatprognose eller –forventning indgå, skal prospektet indeholde oplysningerne i punkt 13.1 og 13.2:

13.1. En erklæring med angivelse af de væsentligste antagelser, som udsteder har baseret sin forventning eller prognose på.
Der skal sondres tydeligt mellem antagelser om faktorer, som medlemmet eller medlemmerne af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan har indflydelse på, og antagelser om faktorer, som fuldstændig ligger uden for medlemmerne af bestyrelses-, direktions- eller tilsynsorganets indflydelse; grundlaget skal være umiddelbart forståeligt for investorerne, det skal være specifikt og præcist, og det må ikke stå i forbindelse med den generelle korrekthed, som gælder for de prognoser, der ligger til grund for forventningen.

13.2. Der bør inkluderes en rapport, som er udarbejdet af uafhængige revisorer, og hvoraf det fremgår, at forventningen eller prognosen efter disse uafhængige revisorers opfattelse er udarbejdet på det anførte grundlag, og at regnskabsgrundlaget for resultatforventningen eller -prognosen er i overensstemmelse med udsteders regnskabsprincipper.

13.3. Resultatforventningen eller -prognosen udarbejdes på et grundlag, der er sammenligneligt med de historiske regnskabsoplysninger.

13.4. Hvis udsteder har offentliggjort en resultatforventning i et prospekt, der stadig er i kraft, gives der en udtalelse om, hvorvidt denne forventning stadig var korrekt på datoen for prospektet og en forklaring om, hvorfor en sådan forventning ikke længere er gældende, hvis dette måtte være tilfældet.

14. BESTYRELSE, DIREKTION OG TILSYNSORGANER SAMT LEDERE

14.1. Navn, forretningsadresse og stilling hos udstederen skal offentliggøres for følgende personer, og der skal oplyses om deres væsentligste aktiviteter, som ikke udføres hos udsteder, hvis disse aktiviteter har betydning for denne:
(a) medlemmer af bestyrelse, direktion eller tilsynsorganer
(b) medlemmer af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan komplementarer i et kommanditaktieselskab
(c) stiftere, hvis udsteder er stiftet for mindre end fem år siden

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

(d) eventuelle ledende medarbejdere, som kan medvirke til at dokumentere, at udsteder råder over den nødvendige ekspertise og erfaring i udøvelsen af sin virksomhed.
Redegørelse for eventuelt slægtskab mellem sådanne personer.
For så vidt angår de enkelte medlemmer af udsteders bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan og personer, der er beskrevet i punkt 1, (b) og (d), skal der gives detaljer om hver persons relevante ledelsesekspertise- og erfaring sammen med følgende oplysninger:
(a) navne på samtlige selskaber og partnerskaber, hvor personen har været medlem af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan eller har været partner inden for de seneste fem år med angivelse af, om personen stadig er medlem af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan eller er partner. Det er ikke nødvendigt at redegøre for samtlige udsteders datterselskaber, hvor personen ligeledes er medlem af bestyrelsen, direktionen eller tilsynsorganet
(b) eventuelle domfældelser for svigagtige lovovertrædelser, som minimum inden for de seneste fem år
(c) detaljer om eventuelle konkurser, bobehandlinger eller likvidationer, som en person ifølge punkt 1, (a) og (d), der udøvede én af de funktioner, der er nævnt i punkt 1, (a) og (d), som medlem af bestyrelse, direktion og tilsynsorgan inden for de seneste fem år som minimum
(d) detaljer om eventuelle offentlige anklager og/eller offentlige sanktioner over for en sådan person fra myndigheder eller tilsynsorganer (herunder uddpegede faglige organer), og hvorvidt en domstol tidligere har frakendt personen retten til at fungere som medlem af en udsteders bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan eller at fungere som leder af en udsteder inden for minimum de seneste fem år
Hvis dette ikke er tilfældet, skal der gives en udtalelse herom.

14.2. Bestyrelse, direktion og tilsynsorganer samt ledere – interessekonflikter
Potentielle interessekonflikter mellem de personer, der nævnes i første afsnit, punkt 14.1., forpligtelser over for udsteder og deres private interesser og/eller øvrige forpligtelser skal angives tydeligt. Hvis der ikke foreligger sådanne konflikter, gives der en erklæring herom.
Enhver aftale eller forståelse med større aktionærer, kunder, leverandører eller øvrige, hvorefter en person ifølge første afsnit, punkt 14.1. er blevet medlem af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan eller er blevet leder.

15. AFLØNNING OG GODER
Vedrørende det seneste hele finansår for de personer, der henvises til i 14.1., første afsnit, (a) og (d):

15.1. Den udbetalte aflønning (herunder eventuelt betinget eller udskudt vederlag) og goder, disse personer har modtaget fra udsteder og dennes datterselskaber for de tjenester, som de i samtlige deres funktioner har ydet modtager og dennes datterselskaber.
Disse oplysninger skal gives om hver enkelt person, med mindre udsteders hjemland ikke kræver individuel offentliggørelse, og udsteder i øvrigt ikke offentliggør disse oplysninger.

15.2. Det samlede beløb, som udsteder eller dennes datterselskaber har henlagt eller opsparet til pensioner, fratrædelse eller lignende goder.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

16. BESTYRELSENS ARBEJDSPRAKSIS
Vedrørende udsteders seneste hele regnskabsår og - medmindre andet er angivet – de personer, der henvises til i første afsnit, punkt 14.1., (a): :

16.1. Eventuel udløbsdato for nuværende embedsperiode og angivelse af den periode, hvor personen har beklædt dette embede.

16.2. Oplysninger om bestyrelses-, direktions- eller tilsynsorgansmedlemmers tjenestekontrakter med udsteder eller dennes datterselskaber, hvorefter der gives vederlag ved ophør af arbejdsforholdet, eller i modsat fald en erklæring om, at dette ikke er tilfældet.

16.3. Oplysninger om udsteders revisionsudvalg og aflønningsudvalg, herunder medlemmernes navne og et resumé af udvalgets arbejdsrammer.

16.4. En erklæring om, hvorvidt udsteder opfylder kravene i sit indregistreringslands ordning for god virksomhedsledelse. Hvis udsteder ikke følger en sådan ordning, skal der indgå en erklæring om dette forhold sammen med en forklaring om, hvorfor udsteder ikke følger ordningen.

17. PERSONALE

17.1. Enten antallet af medarbejdere ved periodens udgang eller gennemsnittet for hvert regnskabsår i den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger indtil datoen for prospektet (samt eventuelle større ændringer i disse tal) og fordelingen af personale på hvert hovedaktivitetsområde og geografisk område, hvis dette er muligt og væsentligt. Hvis udsteder anvender et større antal midlertidigt ansatte, skal det gennemsnitlige antal midlertidigt ansatte oplyses, som minimum for det seneste regnskabsår.

17.2. Aktiebeholdninger og aktieoptioner
For hver person, der henvises til i punkt 14.1., første afsnit, (a) og (d), skal der gives oplysninger om aktiebeholdninger og eventuelle optioner i udstederens virksomhed pr. den senest mulige dato.

17.3. Beskrivelse af ordninger vedrørende personalets interesser i udstederens kapital.

18. STØRRE AKTIONÆRER

18.1. I det omfang udsteder har kendskab til dette forhold, skal der oplyses om navnet på andre personer end medlemmer af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan, som enten direkte eller indirekte har en andel, der skal anmeldes efter udsteders nationale lovgivning, i udsteders kapital eller stemmerettigheder sammen med beløbet for personens andel. Hvis dette ikke er tilfældet, skal det ligeledes meddeles.

18.2. Det skal oplyses, om de større aktionærer har forskellige stemmerettigheder. Hvis dette ikke er tilfældet, skal det ligeledes meddeles.

18.3. I det omfang udsteder har kendskab til dette forhold, skal det oplyses, om udsteder direkte eller indirekte ejes eller kontrolleres af andre, herunder hvem og hvordan, og der skal gives en beskrivelse af de foranstaltninger, der er sat i værk med henblik på at forhindre, at denne kontrol ikke misbruges.

18.4. En beskrivelse af aftaler, som udsteder har kendskab til, og som senere kan medføre, at andre overtager kontrollen med udsteder.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

19. TRANSAKTIONER MED TILKNYTTEDE PARTNERE

Detaljer om transaktioner med tilknyttede partnere (som i denne forbindelse defineres i henhold til de standarder, der blev vedtaget med forordning (EF) nr. 1606/2002), som udsteder har foretaget i den periode, der er omfattet af de historiske regnskabsoplysninger indtil datoen for prospektet, skal offentliggøres i overensstemmelse med den standard, der er valgt i henhold til forordning (EF) nr. 1606/2002, hvis dette er relevant.

Hvis sådanne standarder ikke gælder for udsteder, skal følgende oplysninger offentliggøres:

(a) Karakteristik og omfang af transaktioner som enkeltvis eller samlet er væsentlige for udsteder. Hvis sådanne transaktioner ikke blev gennemført efter armslængdeprincippet, skal det forklares, hvorfor dette ikke var tilfældet. Ved forpligtelser i form af lån eller alle former for garantier skal det udestående beløb angives.

(b) Det beløb eller den procentdel, som transaktionerne med tilknyttede partnere udgør af udsteders omsætning.

20. OPLYSNINGER OM UDSTEDERENS AKTIVER OG PASSIVER, FINANSIELLE STILLING OG RESULTATER

20.1. Historiske regnskabsoplysninger

Reviderede regnskabsoplysninger for de seneste tre regnskabsår (eller den kortere periode, som udsteder måtte have drevet virksomhed i) og revisionsberetningen for hvert år. Sådanne regnskabsoplysninger skal udarbejdes i henhold til forordning (EF) nr. 1606/2002, eller hvis disse ikke er gældende, i henhold til en medlemsstats nationale regnskabsstandarder for udstedere fra Fællesskabet. For udstedere fra tredjelande skal sådanne regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til de internationale regnskabsstandarder, der er antaget efter proceduren i artikel 3 i forordning (EF) nr. 1606/2002, eller til et tredjelands nationale regnskabsstandarder svarende til disse standarder. Hvis sådanne regnskabsoplysninger ikke svarer til disse standarder, skal de præsenteres i form af nye regnskaber.

De seneste to års reviderede historiske regnskabsoplysninger skal udarbejdes og præsenteres i en form, der er i overensstemmelse med den, som vil blive anvendt i udsteders næste offentliggjorte årsregnskab under henvisning til regnskabsstandarder og - politikker samt den lovgivning, der gælder for sådanne årsregnskaber.

Hvis udsteder har været aktiv på sit nuværende aktivitetsområde i mindre end ét år, skal de reviderede historiske regnskabsoplysninger for den periode være udarbejdet i overensstemmelse med de gældende standarder for årsregnskaber efter forordning (EF) 1606/2002, eller hvis disse ikke er gældende, i henhold til en medlemsstats nationale regnskabsstandarder, hvis udsteder er fra Fællesskabet. For udstedere fra tredjelande skal de historiske regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til de internationale regnskabsstandarder, der er antaget efter proceduren i artikel 3 i forordning (EF) nr. 1606/2002, eller til et tredjelands nationale regnskabsstandarder svarende disse standarder. Disse historiske regnskabsoplysninger skal være revideret.

Hvis de reviderede regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til nationale regnskabsstandarder, skal regnskabsoplysningerne i denne rubrik som minimum indeholde følgende:

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

(a) status
(b) resultatopgørelse
(c) en udtalelse om enten ændringer i egenkapitalen eller ændringer i egenkapitalen, bortset fra ændringer, der skyldes kapitaltransaktioner med eller udbetalinger til ejerne
(d) pengestrømsanalyse
(e) regnskabsprincipper og noter.
De historiske regnskabsoplysninger skal revideres uafhængigt, eller der skal gives en uafhængig beretning om, hvorvidt de i forbindelse med prospektet giver et retvisende billede i overensstemmelse med de gældende regnskabsstandarder i en medlemsstat eller en lignende standard.

20.1 a Dette afsnit gælder kun ved udstedelse af aktiecertifikater med pålydende værdi på mindst 50 000 EUR pr. enhed.
Reviderede regnskabsoplysninger for de seneste tre regnskabsår (eller den kortere periode, som udsteder måtte have drevet virksomhed i) og revisionsberetningen for hvert år.
Sådanne regnskabsoplysninger skal udarbejdes i henhold til forordning (EF) nr. 1606/2002, eller hvis disse ikke er gældende, i henhold til en medlemsstats nationale regnskabsstandarder for udstedere fra Fællesskabet. For udstedere fra tredjelande skal sådanne regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til de internationale regnskabsstandarder, der er antaget efter proceduren i artikel 3 i forordning (EF) nr. 1606/2002, eller til et tredjelands nationale regnskabsstandarder svarende til disse standarder. I øvrige tilfælde skal følgende oplysninger indgå i prospektet:
a) en fremtrædende erklæring om, at regnskabsoplysningerne i registreringsdokumentet ikke er udarbejdet efter de internationale regnskabsstandarder, der er antaget efter proceduren i artikel 3 i forordning (EF) nr. 1606/2002, og at regnskabsoplysningerne kunne udvise væsentlige differencer, hvis forordning (EF) nr. 1606/2002 var blevet anvendt på de historiske regnskabsoplysninger
b) umiddelbart efter de historiske regnskabsoplysninger en uddybende beskrivelse af forskellen mellem de internationale regnskabsstandarder, der er antaget efter proceduren i artikel 3 i forordning (EF) nr. 1606/2002, og de regnskabsprincipper, som udsteder har valgt ved udarbejdelsen af årsregnskaberne. De seneste to års reviderede historiske regnskabsoplysninger skal præsenteres i en form, der er i overensstemmelse med den, som vil blive anvendt i udsteders næste offentliggjorte årsregnskab under henvisning til regnskabsstandarder og -politikker samt den lovgivning, der gælder for sådanne årsregnskaber.
Hvis de reviderede regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til nationale regnskabsstandarder, skal regnskabsoplysningerne i denne rubrik som minimum indeholde følgende:
(a) status
(b) resultatopgørelse
(c) en udtalelse om enten ændringer i egenkapitalen eller ændringer i egenkapitalen, bortset fra ændringer, der skyldes kapitaltransaktioner med eller udbetalinger til ejerne
(d) pengestrømsanalyse (e) regnskabsprincipper og noter.
De historiske regnskabsoplysninger skal revideres uafhængigt, eller der skal gives en uafhængig beretning om, hvorvidt de i forbindelse med prospektet

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

giver et retvisende billede i overensstemmelse med de gældende regnskabsstandarder i en medlemsstat eller en lignende standard. I øvrige tilfælde skal følgende oplysninger indgå i registreringsdokumentet:
a) en fremtrædende erklæring om de anvendte regnskabsstandarder
b) en forklaring af eventuelle væsentlige afvigelser fra de internationale revisionsstandarder.

20.2. Regnskaber
Hvis udsteder udarbejder både et ikke-konsolideret årsregnskab og et konsolideret årsregnskab, skal som minimum det konsoliderede årsregnskab indgå i prospektet.

20.3. Revision af historiske årsregnskabsoplysninger

20.3.1. En erklæring om at de historiske regnskabsoplysninger er blevet revideret. Har de autoriserede revisorer nægtet at give de historiske regnskabsoplysninger godkendelsespåtegning, eller har de ved påtegningen taget forbehold, skal denne nægtelse eller disse forbehold gengives ubeskåret og begrundelsen herfor anføres.

20.3.2. Angivelse af de øvrige oplysninger i prospektet, som er kontrolleret af revisorerne.

20.3.3. Hvis regnskabsoplysningerne i prospektet ikke kommer fra udsteders reviderede regnskaber, skal kilden anføres, og det skal oplyses, at oplysningerne ikke er revideret.

20.4. De seneste regnskabsoplysningers alder

20.4.1. De seneste reviderede regnskabsoplysninger må ikke være ældre end:
(a) 18 måneder fra datoen for prospektet, hvis udsteder medtager et revideret foreløbigt regnskab i prospektet
(b) 15 måneder fra datoen for prospektet, hvis udsteder medtager et urevideret foreløbigt regnskab i prospektet.

20.5. Midlertidige oplysninger og andre regnskabsoplysninger

20.5.1. Hvis udsteder efter det seneste reviderede årsregnskab har udarbejdet kvartals- eller halvårsregnskaber, skal disse indgå i prospektet. Hvis kvartals- eller halvårsregnskabet er blevet kontrolleret eller revideret, skal kontrol- eller revisionsberetningen også indgå. Hvis oplysningerne i kvartals- eller halvårsregnskabet ikke er revideret eller kontrolleret, skal dette anføres.

20.5.2. Hvis prospektet er dateret mere end ni måneder efter udgangen af det seneste reviderede regnskabsår, skal der indgå foreløbige regnskabsoplysninger, som kan være ureviderede (i så fald skal dette oplyses), der som minimum dækker regnskabsårets første seks måneder.
De foreløbige regnskabsoplysninger skal indeholde sammenlignelige oplysninger for samme periode i det foregående år, dog således at kravet til sammenlignelige balanceoplysninger er opfyldt, hvis der fremlægges balanceoplysninger fra årets udgang.

20.6. Udbyttepolitik
En beskrivelse af udsteders udbyttepolitik og eventuelle restriktioner.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

20.6.1. Udbytte per aktie for hvert regnskabsår i den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger. Hvis udsteders aktiekapital er ændret, justeres beløbet, så tallene bliver sammenlignelige.

20.7. Rets- og voldgiftssager
Oplysninger om eventuelle stats-, rets- eller voldgiftssager (herunder sager, som er anlagt eller muligvis bliver anlagt, som udsteder har kendskab til) inden for minimum de seneste tolv måneder, som kan få, eller som i den nære fortid har haft væsentlig indflydelse på udsteder og/eller koncernens finansielle stilling eller resultater, eller i modsat fald en erklæring om, at dette ikke er tilfældet.

20.8. Væsentlige ændringer i udsteders finansielle eller handelsmæssige stilling
En beskrivelse af eventuelle væsentlige ændringer i koncernens finansielle eller handelsmæssige stilling siden udgangen af seneste regnskabsperiode, for hvilken der er offentliggjort enten reviderede regnskabsoplysninger eller foreløbige regnskabsoplysninger, eller i modsat fald en erklæring om, at dette ikke er tilfældet.

21. YDERLIGERE OPLYSNINGER

21.1. Aktiekapital
Følgende oplysninger per seneste statusdag skal indgå i de historiske regnskabsoplysninger:

21.1.1. Den udstedte kapital og for hver aktieklasse:
(a) antallet af tilladte aktier
(b) antallet af udstedte og fuldt indbetalte aktier og antallet af udstedte aktier, der ikke er fuldt indbetalt
(c) aktiernes pålydende værdi eller oplysning om, at aktierne ikke har en pålydende værdi
(d) afstemning af antal aktier i omløb ved henholdsvis årets begyndelse og udgang. Hvis mere end 10 af aktiekapitalen er betalt med aktiver i stedet for kontanter i den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger, anføre dette.

21.1.2. Såfremt der findes andele, som ikke repræsenterer kapitalen, anføres deres antal og vigtigste kendetegn.

21.1.3. Antal, bogført værdi og pålydende værdi i udsteder, som ejes af eller på vegne af udsteder selv eller dennes datterselskaber.

21.1.4. Beløb for værdipapirer, der er konvertible, ombyttelige eller med tilknyttede warrants, med anførelse af betingelser og nærmere bestemmelser for konvertering, ombytning eller tegning.

21.1.5. Oplysninger om og betingelser for eventuelle overtagelsesrettigheder og/eller forpligtelser vedrørende tilladt, men ikke-udstedt kapital eller en forpligtelse til at øge kapitalen.

21.1.6. Oplysninger om koncernmedlems kapital, som er tilknyttet optioner, eller som enten med eller uden betingelser indgår i aftale om at blive tilknyttet optioner samt detaljer om sådanne optioner, herunder de personer, som optionerne står i forbindelse med.

21.1.7. Aktiekapitalens udvikling med vægt på oplysninger om ændringer i den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

21.2. Stiftelsesoverenskomst og selskabsvedtægter

21.2.1. Beskrivelse af udstederens vedtægtsmæssige formål med henvisning til, hvor disse findes i stiftelsesoverenskomsten og selskabsvedtægterne.

21.2.2. Resumé af bestemmelser i udsteders vedtægter eller øvrige regelsæt, der vedrører medlemmer af bestyrelsen, direktionen eller tilsynsorganet.

21.2.3. En beskrivelse af rettigheder, præferencer og restriktioner, der gælder for hver klasse af de eksisterende aktier.

21.2.4. En beskrivelse af de foranstaltninger, der kræves for at ændre aktionærernes rettigheder med angivelse af, om betingelserne er strengere end lovgivningens krav.

21.2.5. En beskrivelse af bestemmelserne vedrørende ordinære og ekstraordinære generalforsamlinger indkaldes, herunder adgangsbestemmelser.

21.2.6. En kort beskrivelse af bestemmelser i udsteders vedtægter og øvrige regelsæt, der kan medføre, at en ændring i kontrollen med udsteder forsinkes, udskydes eller forhindres.

21.2.7. Angivelse af eventuelle bestemmelser i vedtægterne eller øvrige regelsæt om niveauet for kapitalandele, der skal anmeldes.

21.2.8. En beskrivelse af betingelser i stiftelsesoverenskomsten, vedtægterne og øvrige regelsæt for ændring af kapitalen, for så vidt som betingelserne er snævrere end retsforskrifterne.

22. VÆSENTLIGE KONTRAKTER

Et resumé af hver væsentlig kontrakt udover kontrakter, der indgås som led i den normale virksomhed, som udsteder eller andre koncernmedlemmer har indgået i de to år, der går umiddelbart forud for offentliggørelsen af prospektet.

Et resumé af hver øvrig kontrakt (dog ikke kontrakter, der indgås som led i den normale virksomhed), som et koncernmedlem har indgået, og som indeholder bestemmelser, hvorved et koncernmedlem har forpligtelser eller rettigheder, der er væsentlige for koncernen på datoen for prospektet.

23. OPLYSNINGER FRA TREDJEMAND, EKSPERTUDTALELSER OG INTERESSEERKLÆRINGER

23.1 Hvis der i prospektet indgår en udtalelse eller rapport fra en ekspert, opgives personens navn, erhvervsadresse, kvalifikationer og eventuelle væsentlige interesser i udsteder. Hvis rapporten er udfærdiget på udsteders foranledning, skal det anføres, at en sådan rapport eller udtalelse indgår, dens form og den sammenhæng, som den indgår i. Dette skal ske med tilsagn fra den person, som har godkendt indholdet af den del af prospektet.

23.2 Hvis oplysningerne stammer fra tredjemand, skal det bekræftes, at de er gengivet korrekt, og at der efter udsteders overbevisning ud fra de oplysninger, der er offentliggjort af tredjemand, ikke er udeladt fakta, som kan medføre, at de gengivne oplysninger er unøjagtige eller vildledende. Udsteder skal desuden oplyse kilden til disse oplysninger.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

24. DOKUMENTATIONSMATERIALE

En erklæring om, at følgende dokumenter (eventuelt i kopiform) kan besigtiges, mens prospektet er gældende:

(a) udsteders stiftelsesoverenskomst og vedtægter

(b) alle rapporter, breve og andre dokumenter, historiske regnskabsoplysninger, vurderinger og ekspertudtalelser, som udsteder har bestilt, og som helt eller delvis indgår, eller hvortil der henvises i prospektet

(c) udsteders historiske regnskabsoplysninger for hvert af de to regnskabsår før offentliggørelsen af prospektet. Hvis der er tale om en koncern, offentliggøres både udsteders og datterselskabernes oplysninger. Det anføres, hvor dokumentationsmaterialet kan besigtiges, enten fysisk eller elektronisk.

25. OPLYSNINGER OM KAPITALBESIDDELSER

25.1. Oplysninger om virksomheder, af hvis aktiekapital udstederen ligger inde med en andel, som kan have en betydelig indflydelse på vurderingen af dennes aktiver og passiver, finansielle stilling og resultater.

26. OPLYSNINGER OM UDSTEDER AF AKTIECERTIFIKATERNE

26.1. Navn, hjemsted og administrativt hovedsæde, såfremt dette ikke er det samme som hjemstedet.

26.2. Stiftelsesdato, og såfremt udstederens eksistens er af begrænset varighed, angivelse af denne.

26.3. Den lovgivning, under hvilken udstederen driver virksomhed, samt den retlige form, som er antaget inden for rammerne af denne lovgivning.

27. OPLYSNINGER OM DE UNDERLIGGENDE AKTIER

27.1. En beskrivelse af den underliggende type og klasse aktier, herunder ISIN (International Security Identification Number) eller anden sikkerhedskode til sådan identifikation.

27.2. Det retsgrundlag, som de underliggende aktier er udstedt på.

27.3. En angivelse af, om de underliggende aktier er navnenoterede eller ihændehaverpapirer, og hvorvidt de underliggende aktier er fysiske eller elektroniske værdipapirer. I sidstnævnte tilfælde oplyses navn og adresse på den enhed, der opbevarer registeret.

27.4. Den valuta, de underliggende aktier er udstedt i.

27.5. En beskrivelse af rettigheder, herunder begrænsninger heri, der gælder for de underliggende aktier og proceduren for udøvelsen af disse rettigheder.

27.6. Udbytterettigheder:

(a) Dato, fra hvilken der oppebæres udbytte

(b) forældelsesfrist for udbytte med angivelse af, hvem dette tilfalder efter forældelse

(c) udbytterestriktioner og procedurer for bosiddende i en anden stat

(d) udbyttets størrelse eller udregningsmetode, interval, kumulativt eller ikke-kumulativt.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

27.7. Stemmerettigheder
fortegningsret ved udbydelse af værdipapirer i samme klasse
Ret til at deltage i udsteders udbytte.
ret til at deltage i eventuelt likvidationsprovenu
Indløsningsbestemmelser.
Ombytningsbestemmelser.

27.8. De underliggende aktiers udstedelsesdato, hvis der udstedes nye aktier ved udstedelsen af aktiecertifikaterne, og disse aktier ikke fandtes, da aktiecertifikaterne udstedtes.

27.9. Hvis der udfærdiges nye underliggende aktier ved udstedelsen af aktiecertifikaterne, skal det angives, hvilke beslutninger, bemyndigelser og godkendelser de nye underliggende aktier er eller vil blive udfærdiget og/eller udstedt i medfør af.

27.10. En beskrivelse af eventuelle indskrænkninger i de underliggende aktiers omsættelighed.

27.11. For så vidt angår det land, hvor udsteder har sit hjemsted, og det eller de lande, hvor værdipapirerne udbydes eller søges optaget til notering:
(a) oplysninger om tilbageholdelsesskat på indtægter fra de underliggende aktier
(b) oplysninger om udstederens eventuelle ansvar for tilbageholdelse af kildeskat.

27.12. Oplysning om eventuelle obligatoriske overtagelsestilbud og/eller »squeeze-out« og »sellout« regler i forbindelse med de underliggende aktier.

27.13. Angivelse af offentlige overtagelsestilbud vedrørende udsteders aktier, der er fremsat af tredjemand inden for det sidst afsluttede og det løbende regnskabsår. Kursen eller betingelserne ved sådanne tilbud samt resultatet skal anføres.

27.14. Fastfrysningsaftaler: de involverede parter aftalens indhold og undtagelser fastfrysningsperioden anføres.

27.15. Eventuelle oplysninger om aktionærer, der ønsker at sælge

27.15.1. Navn og forretningsadresse på den person eller virksomhed, som ønsker at sælge de underliggende aktier, den stilling eller anden væsentlige forbindelse, som sælger inden for de seneste tre år har haft med udsteder eller dennes forgængere eller forbundne virksomheder.

27.16. Udvanding

27.16.1. Beløb og procentdel for umiddelbar udvanding som følge af tilbuddet om aktiecertifikater.

27.16.2. Hvis tilbuddet om tegning af aktiecertifikater gælder nuværende aktionærer, angives beløb og procentdel for umiddelbar udvanding, hvis de ikke tager imod tilbuddet om tegning af aktiecertifikater.

27.17. Der gives yderligere oplysninger, hvis der samtidig eller omtrent samtidig foreligger et tilbud eller optagelse til notering af underliggende aktier af samme klasse som de underliggende aktier, aktiecertifikaterne udstedes for.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

27.17.1. Såfremt der samtidig eller omtrent samtidig med udstedelse af de aktiecertifikater, der søges optaget på et reguleret marked, tegnes eller placeres underliggende aktier af samme klasse som de underliggende aktier, som aktiecertifikaterne tegnes eller placeres på grundlag af, angives af arten af disse transaktioner og af de pågældende underliggende aktiers antal og kendetegn.

27.17.2. Der oplyses om alle regulerede markeder eller lignende markeder, som udstederen af aktiecertifikaterne har kendskab til, hvor underliggende aktier af samme klasse som de aktiecertifikater, der udbydes eller optages til notering.

27.17.3. Hvis udstedere af aktiecertifikaterne har kendskab til dette forhold, skal det oplyses, om større aktionærer, medlemmer af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan agter at deltage i tegningen, eller om nogen person agter at tegne mere end fem procent af de udbudte papirer.

28. OPLYSNINGER OM AKTIECERTIFIKATERNE

28.1. En beskrivelse af den type og klasse aktiecertifikater, der udbydes og/eller optages til omsætning.

28.2. Det retsgrundlag, som aktiecertifikaterne er udstedt på.

28.3. En angivelse af, om aktiecertifikaterne er navnenoterede eller ihændehaverpapirer, og hvorvidt aktiecertifikaterne er fysiske eller elektroniske værdipapirer. I sidstnævnte tilfælde skal der oplyses om navn og adresse på den enhed, der opbevarer registeret.

28.4. Den anvendte valuta ved udstedelsen af aktiecertifikaterne.

28.5. En beskrivelse af rettigheder, herunder begrænsninger heri, der gælder for hver af aktiecertifikaterne, og proceduren for udøvelsen af disse rettigheder.

28.6. Hvis udbytterettighederne for aktiecertifikaterne adskiller sig fra de udbytteregler, der er oplyst i forbindelse med de underliggende aktier, oplyses følgende vedrørende udbytterettighederne:
(a) Dato, fra hvilken der oppebæres udbytte
(b) forældelsesfrist for udbytte med angivelse af, hvem dette tilfalder efter forældelse
(c) udbytterestriktioner og procedurer for bosiddende i en anden stat
(d) udbyttets størrelse eller udregningsmetode, interval, kumulativt eller ikke-kumulativt.

28.7. Hvis stemmerettighederne for aktiecertifikaterne adskiller sig fra de stemmerettigheder, der er oplyst i forbindelse med de underliggende aktier, oplyses følgende om stemmerettighederne:
Stemmerettigheder
fortegningsret ved udbydelse af værdipapirer i samme klasse
Ret til at deltage i udsteders udbytte.
ret til at deltage i eventuelt likvidationsprovenu
Indløsningsbestemmelser.
Ombytningsbestemmelser.

28.8. Der gives en beskrivelse af udøvelsen og omfanget af rettigheder knyttet til de underliggende aktier, navnlig stemmeret, betingelser for certifikatudstederens udøvelse af sådanne rettigheder og foranstaltninger til fremskaffelse af certifikatihændehavernes instruktioner samt ret til andel i overskud og likvidationsprovenu.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

28.9. Forventet udstedelsesdato for aktiecertifikaterne

28.10. En beskrivelse af eventuelle indskrænkninger i aktiecertifikaternes omsættelighed.

28.11. For så vidt angår det land, hvor udsteder har sit hjemsted, og det eller de lande, hvor værdipapirerne udbydes eller søges optaget til notering:
(a) oplysninger om tilbageholdelsesskat på indtægter fra aktiecertifikaterne
(b) oplysninger om udstederens eventuelle ansvar for tilbageholdelse af kildeskat.

28.12. Sikkerhed stillet af banker eller andre og knyttet til aktiecertifikaterne med henblik på at sikre en god afvikling af udstederens forpligtelser.

28.13. Mulighed for ombytning af aktiecertifikaterne med de originale værdipapirer og nærmere bestemmelser for denne ombytning.

29. OPLYSNINGER OM VILKÅR OG BETINGELSER FOR TILBUDDET OM AKTIECERTIFIKATERNE

29.1. Udbudsstatistik, forventet tidsplan og nødvendige foranstaltninger ved benyttelse af tilbuddet

29.1.1. Den samlede værdi af udstedelsen/tilbuddet, hvor der skelnes mellem værdipapirer, der udbydes til henholdsvis salg og tegning, hvis beløbet ikke ligger fast beskrives, hvordan og hvornår offentligheden underrettes om det endelige beløb for tilbuddet.

29.1.2. Den periode, med eventuelle ændringer, hvori tilbuddet står åbent, med en beskrivelse af tegningsprocessen.

29.1.3. Angivelse af hvornår og under hvilke omstændigheder tilbuddet kan annulleres eller suspenderes, og hvorvidt annulleringen kan finde sted, efter handelen er påbegyndt.

29.1.4. En beskrivelse af muligheden for at mindske antallet af tegninger og metoden til tilbagebetaling af overskydende beløb, som ansøgerne har indbetalt.

29.1.5. Detaljer om det mindste og/eller største beløb, der kan tegnes (antal værdipapirer eller samlet beløb, der kan investeres).

29.1.6. Angivelse af den periode, hvori en ansøgning kan trækkes tilbage, hvis investorerne har denne mulighed.

29.1.7. Metode og tidsfrist for betaling og levering af værdipapirerne.

29.1.8. En uddybende beskrivelse af fremgangsmåde og dato for offentliggørelse af resultatet af tilbuddet.

29.1.9. Procedure for udøvelse af fortegningsretten, tegningsrettighedernes omsættelighed og bestemmelser om ikke benyttede tegningsrettigheder,

29.2. Fordelingsplan og tildeling

29.2.1. De forskellige kategorier af potentielle investorer, som får tilbudt værdipapirerne. Hvis tilbuddet fremsættes samtidigt på markedet i flere stater, og hvis en tranche forbeholdes eller blev forbeholdt visse af disse markeder, skal de pågældende trancher angives.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

29.2.2. Hvis udsteder har kendskab til dette forhold, skal det oplyses, om større aktionærer, medlemmer af udsteders direktion, tilsynsorgan eller bestyrelse agter at deltage i tegningen, eller om nogen person agter at tegne mere end fem procent af de udbudte papirer.

29.2.3. Oplysninger forud for fordelingen:

29.2.3.1. Tilbuddets opdeling i trancher, herunder institutionelle, private og medarbejdertrancher samt øvrige trancher

29.2.3.2. Betingelserne for tilbagebetaling, det højeste beløb herfor samt eventuelt den mindste procentsats for individuelle trancher.

29.2.3.3. Den eller de fordelingsmetoder, der anvendes for private og udsteders medarbejdertranche ved overtegning af disse trancher.

29.2.3.4. En beskrivelse af forudbestemt særbehandling af visse investorklasser eller særligt tilknyttede grupper (herunder venne- og familieprogrammer) ved fordelingen, den procentdel af tilbuddet, der er afsat til sådan særbehandling, og kriterierne for at indgå i en sådan gruppe.

29.2.3.5. Hvorvidt behandlingen af tegningstilbud kan afgøres på grundlag af, hvilket firma der har fremsat dem.

29.2.3.6. Eventuelle mindstetildelinger inden for privattranchen.

29.2.3.7. Betingelserne for lukning af tilbuddet samt den dato, hvor tilbuddet tidligst kan lukkes.

29.2.3.8. Om det er tilladt at indgive flere tegningsansøgninger og i modsat fald, hvordan sådanne ansøgninger behandles.

29.2.3.9. Procedure for anmeldelse til ansøgerne af det tildelte beløb med en angivelse af, hvorvidt handelen må påbegyndes før anmeldelsen er foretaget.

29.2.4. Overtildeling og »green shoe«:

29.2.4.1. Det angives, om der sker overtildeling og/eller »green shoe«.

29.2.4.2. Den periode, hvori der kan ske overtildeling og/eller »green shoe«.

29.2.4.3. Betingelser for overtildeling eller »green shoe«.

29.3. Kursfastsættelse

29.3.1. Angivelse af den kurs, som værdipapirerne tilbydes til. Når kursen ikke er kendt, eller der ikke findes et etableret og/eller likvidt marked for værdipapirerne, angives metoden til at bestemme tilbudskursen, herunder hvem der har fastsat kriterierne eller har formelt ansvar for at bestemme disse. Angivelse af eventuelle udgifter og afgifter, der specifikt pålægges køber.

29.3.2. Hvordan tilbudskursen offentliggøres.

29.3.3 Hvis der foreligger eller kunne foreligge en væsentlig forskel på den offentlige udbudskurs og den reelle kontantkurs for medlemmer af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan, ledende medarbejdere eller tilknyttede personer, for så vidt angår værdipapirer, som de har anskaffet inden for det seneste år, eller har ret til at anskaffe, foretages en sammenligning mellem de offentlige indskud i den foreslåede offentlige emission og det reelle kontantindskud, som disse personer betaler.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

29.4. Placering og garanti

29.4.1. Navn og adresse på den/dem, der samordner den samlede emission og enkelte dele heraf, og på den/dem, der placerer værdipapirerne i de forskellige lande, hvor emissionen finder sted, hvis udsteder eller tilbudsgiver har kendskab hertil.

29.4.2. Navn og adresse på eventuelle betalingsformidlere og depositarer i hvert land

29.4.3. Navn og adresse på de virksomheder, som har afgivet bindende tilsagn om at garantere udstedelsen, og navn og adresse på de virksomheder, som har påtaget sig at placere udstedelsen uden forbindende eller »bedst muligt«. Oplysninger om de væsentligste aspekter ved tilsagnene, herunder kvoter. Hvis ikke hele udstedelsen er garanteret, angives den del der ikke er dækket. Angivelse af den samlede udstedelse, der er garanteret, og den del, der er placeret.

29.4.4. Hvornår garantiaftalen er eller vil blive indgået.

30. AFTALER OM OPTAGELSE TIL OMSÆTNING VEDRØRENDE AKTIECERTIFIKATERNE

30.1. Det anføres, om de udbudte værdipapirer optages til notering, eller om der ansøges om optagelse til notering på et reguleret marked eller lignende markeder, og de pågældende markeder anføres. Disse oplysninger skal nævnes, uden at der gives indtryk af, at optagelsen til notering nødvendigvis bliver godkendt. Der skal oplyses om datoen for værdipapirernes optagelse til notering, hvis denne dato er kendt.

30.2. Alle de regulerede eller lignende markeder, som udsteder har kendskab til, hvor værdipapirer af samme klasse som de værdipapirer, der udbydes eller optages til notering, allerede er optaget til notering.

30.3. Såfremt der samtidig eller omtrent samtidig med udstedelse af de værdipapirer, der søges optaget på et reguleret marked, tegnes eller placeres værdipapirer af samme klasse, eller såfremt værdipapirer af andre klasser udfærdiges med henblik på offentlig eller privat placering, skal disse transaktioners art og de pågældende værdipapirers antal og kendetegn anføres.

30.4. Navn og adresse på de virksomheder som har afgivet bindende tilsagn om at fungere som mæglere i sekundær omsætning, som skaber likviditet gennem købs- og salgskurser, og en beskrivelse af hovedvilkårene i deres engagement.

30.5. Stabilisering: Hvis en udsteder eller sælgende aktionær har givet mulighed for overtildeling, eller det i øvrigt foreslås, at der kan udføres kursstabilisering i forbindelse med et tilbud, oplyses følgende:

30.6. At stabilisering kan finde sted, at det ikke garanteres, at den vil finde sted, og at den kan stoppes til enhver tid

30.7. Begyndelsen og afslutningen på den periode, hvor stabilisering kan finde sted

30.8. Identiteten på den stabiliseringsansvarlige for hver relevant jurisdiktion, medmindre denne ikke er kendt på tidspunktet for offentliggørelsen

30.9. At stabilisering kan føre til en højere markedskurs end under normale omstændigheder.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

31. VÆSENTLIGSTE OPLYSNINGER OM UDSTEDER AF AKTIECERTIFIKATERNE

31.1. Årsag til udbydelsen og anvendelsen af provenuet

31.1.1. Årsagen til tilbuddet og i givet fald nettoprovenuet fordelt, planlagt brug af dette provenu fordelt på kategorier i prioriteret rækkefølge. Hvis det er udsteder bekendt, at det forventede provenu ikke er tilstrækkeligt til at dække alle de foreslåede planer, angives det nødvendige beløb, og hvordan det fremskaffes. Der skal gives detaljer om brugen af provenuet, især når dette anvendes til køb af aktiver, der ikke indgår i den normale virksomhed, at finansiere bekendtgjorte overtagelser af andre virksomheder eller at tilbagebetale eller afdrage på gæld.

31.2. Fysiske og juridiske personers interesse i udstedelsen/tilbuddet

31.2.1. Beskrivelse af eventuelle interesser og interessekonflikter, der er væsentlige for udsteder, med angivelse af de involverede personer og interessens karakter.

31.3. Risikofaktorer

31.3.1. Fremtrædende oplysninger om risikofaktorer, der er væsentlige for de værdipapirer, der udbydes og/eller optages til notering med henblik på at vurdere markedsrisikoen ved disse værdipapirer, vises i et afsnit med overskriften »Risikofaktorer«.

32. UDGIFTER VED UDSTEDELSEN/UDBYDELSEN AF AKTIECERTIFIKATERNE

32.1. Samlet nettoprovenu og et estimat over de samlede udgifter ved emissionen/tilbuddet.

BILAG XI
MINDSTEKRAV TIL OPLYSNINGER I BANKREGISTRERINGSDOKUMENTET (SKEMA)

1. ANSVARLIGE

1.1. Alle personer med ansvar for de oplysninger, der gives i registreringsdokumentet og i givet fald i dele heraf. I så fald angives der, hvilke dele, de har ansvar for. For så vidt angår fysiske personer, herunder medlemmer af udsteders bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan, skal personens navn og funktion anføres, ved juridiske personer skal navn og hovedkontor anføres.

1.2. En erklæring fra de ansvarlige for registreringsdokumentet, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i registreringsdokumentet efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold. I givet fald en erklæring fra de ansvarlige for dele af registreringsdokumentet, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i den del af registreringsdokumentet, som de er ansvarlige for, efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

2. REVISORER

2.1. Navn og adresse på udsteders revisorer for den periode, der omfattes af de historiske regnskabsoplysninger (sammen med deres medlemskab af et fagligt organ).

2.2. Hvis revisorerne er fratrådt, blevet flyttet eller ikke er blevet genudnævnt i den periode, som omfattes af de historiske regnskabsoplysninger, anføres alle væsentlige detaljer.

3. RISIKOFAKTORER

3.1. Oplysninger om risikofaktorer, der kan påvirke udsteders evne til at opfylde sine forpligtelser i forbindelse med værdipapirerne, præsenteres tydeligt i et afsnit med overskriften »Risikofaktorer«.

4. OPLYSNINGER OM UDSTEDER

4.1. Udsteders historie og udvikling:

4.1.1. udsteders juridiske navn og binavne

4.1.2. udsteders registrerede hjemsted og registreringsnummer

4.1.3. udsteders indregistreringsdato og levetid, medmindre denne er ubegrænset

4.1.4. udsteders domicil og juridiske form, den lovgivning, som udsteder fungerer under, indregistreringsland samt adresse og telefonnummer til det indregistrerede kontor (eller hovedkontoret, hvis dette ikke er det indregistrerede kontor) og

4.1.5. eventuelle begivenheder, der er indtruffet for nylig, og som i væsentlig grad er væsentlige ved bedømmelsen af udsteders solvens.

5. FORRETNINGSOVERSIGT

5.1. Hovedvirksomhed:

5.1.1. En kort beskrivelse af udstederens hovedvirksomhed med anførelse af vigtigste kategorier af solgte varer og/eller erlagte tjenesteydelser og

5.1.2. en angivelse af nye produkter og/eller nye former for virksomhed, såfremt disse er væsentlige.

5.1.3. Væsentligste markeder
En kort beskrivelse af de væsentligste markeder, som udsteder er aktiv på.

5.1.4. Grundlaget for eventuelle udtalelser i registreringsdokumentet fra udsteder om dennes konkurrencestilling.

6. ORGANISATIONSSTRUKTUR

6.1. Hvis udsteder indgår i en koncern, skal der gives en kort beskrivelse af koncernen og udsteders plads i koncernen.

6.2. Hvis udsteder er afhængig af andre enheder i koncernen, skal dette tydeligt fremgå, og der skal redegøres for denne afhængighed.

7. TRENDOPLYSNINGER

7.1. Der gives en erklæring om, at der ikke er sket en forværring i udsteders fremtidsudsigter siden datoen for de senest offentliggjorte regnskaber.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Hvis udsteder ikke er i stand til at fremsætte en sådan erklæring, gives der detaljer om en
sådan væsentlig forværring.

7.2. Oplysninger om eventuelle kendte tendenser, usikkerhed, krav, forpligtelser eller begivenheder, der med rimelighed kan forventes at få en væsentlig indflydelse på udsteders fremtidsudsigter for det igangværende regnskabsår som minimum.

8. RESULTATFORVENTNINGER ELLER –PROGNOSER
Hvis en udsteder vælger at lade en resultatprognose eller –forventning indgå, skal registreringsdokumentet indeholde oplysningspunkterne i 8.1 og 8.2:

8.1. En erklæring med angivelse af de væsentligste antagelser, som udsteder har baseret sin forventning eller prognose på.
Der skal sondres tydeligt mellem antagelser om faktorer, som medlemmet eller medlemmerne af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan har indflydelse på, og antagelser om faktorer, som fuldstændig ligger uden for medlemmerne af bestyrelses-, direktionseller tilsynsorganets indflydelse, de skal være umiddelbart forståelige for investorerne, de skal være specifikke og præcise, og de må ikke stå i forbindelse med den generelle korrekthed, som gælder for de prognoser, der ligger til grund for forventningen.

8.2. Der bør inkluderes en rapport, som er udarbejdet af uafhængige revisorer, og hvoraf det fremgår, at forventningen eller prognosen efter disse uafhængige revisorers opfattelse er udarbejdet på det anførte grundlag, og at regnskabsgrundlaget for resultatforventningen eller -prognosen er i overensstemmelse med udsteders regnskabsprincipper.

8.3. Resultatforventningen eller -prognosen skal udarbejdes på et grundlag, der er sammenligneligt med de historiske regnskabsoplysninger.

9. BESTYRELSE, DIREKTION OG TILSYNSORGANER

9.1. Navn, forretningsadresse og stilling hos udstederen skal offentliggøres for følgende personer, og der skal oplyses om deres væsentligste aktiviteter, som ikke udføres hos denne udsteder, hvis disse aktiviteter har betydning for denne:
(a) medlemmer af bestyrelse, direktion eller tilsynsorganer medlemmer af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan komplementarer i et kommanditaktieselskab.

9.2. Bestyrelse, direktion og tilsynsorganer – interessekonflikter
Potentielle interessekonflikter mellem de personer, der nævnes i punkt 9,1., forpligtelser over for udsteder og deres private interesser og/eller øvrige forpligtelser skal angives tydeligt. Hvis der ikke foreligger sådanne konflikter, gives der en erklæring herom.

10. STØRRE AKTIONÆRER

10.1. I det omfang udsteder har kendskab til dette forhold, skal det oplyses, om udsteder direkte eller indirekte ejes eller kontrolleres af andre, herunder hvem og hvordan, og der skal gives en beskrivelse af de foranstaltninger, der er sat i værk med henblik på at forhindre, at denne kontrol ikke misbruges.

10.2. En beskrivelse af aftaler, som udsteder har kendskab til, og som senere kan medføre, at andre overtager kontrollen med udsteder.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

11. OPLYSNINGER OM UDSTEDERENS AKTIVER OG PASSIVER, FINANSIELLE STILLING OG RESULTATER

11.1. Historiske regnskabsoplysninger

Reviderede regnskabsoplysninger for de seneste to regnskabsår (eller den kortere periode, som udsteder måtte have drevet virksomhed i) og revisionsberetningen for hvert år.

Sådanne regnskabsoplysninger skal udarbejdes i henhold til forordning (EF) nr. 1606/2002, eller hvis disse ikke er gældende, i henhold til en medlemsstats nationale regnskabsstandarder for udstedere fra Fællesskabet. For udstedere fra tredjelande skal sådanne regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til de internationale regnskabsstandarder, der er antaget efter proceduren i artikel 3 i forordning (EF) nr. 1606/2002, eller til et tredjelands nationale regnskabsstandarder svarende til disse standarder. Hvis sådanne regnskabsoplysninger ikke svarer til disse standarder, skal de præsenteres i form af nye regnskaber.

Det seneste års reviderede historiske regnskabsoplysninger skal præsenteres i en form, der er i overensstemmelse med den, som vil blive anvendt i udsteders næste offentliggjorte årsregnskab under henvisning til regnskabsstandarder og -politikker samt den lovgivning, der gælder for sådanne årsregnskaber.

Hvis udsteder har været aktiv på sit nuværende aktivitetsområde i mindre end ét år, skal de reviderede historiske regnskabsoplysninger for den periode være udarbejdet i overensstemmelse med de gældende standarder for årsregnskaber efter forordning (EF) 1606/2002, eller hvis disse ikke er gældende, i henhold til en medlemsstats nationale regnskabsstandarder, hvis udsteder er fra Fællesskabet. For udstedere fra tredjelande skal de historiske regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til de internationale regnskabsstandarder, der er antaget efter proceduren i artikel 3 i forordning (EF) nr. 1606/2002, eller til et tredjelands nationale regnskabsstandarder svarende til disse standarder. Disse historiske regnskabsoplysninger skal være revideret.

Hvis de reviderede regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til nationale regnskabsstandarder, skal regnskabsoplysningerne i denne rubrik som minimum indeholde følgende:

(a) status

(b) resultatopgørelse

(c) i tilfælde af optagelse til omsætning på et reguleret marked skal der forelægges et prospekt

(d) regnskabsprincipper og noter.

De historiske regnskabsoplysninger skal revideres uafhængigt, eller der skal gives en uafhængig beretning om, hvorvidt de i forbindelse med registreringsdokumentet giver et retvisende billede i overensstemmelse med de gældende regnskabsstandarder i en medlemsstat eller en lignende standard.

11.2. Regnskaber

Hvis udsteder udarbejder både et ikke-konsolideret regnskab og et konsolideret årsregnskab, skal som minimum det konsoliderede årsregnskab indgå i registreringsdokumentet.

11.3. Revision af historiske årsregnskabsoplysninger

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

11.3.1. En erklæring om at de historiske regnskabsoplysninger er blevet revideret. Har de autoriserede revisorer nægtet at give de historiske regnskabsoplysninger godkendelsespåtegning, eller har de ved påtegningen taget forbehold, skal denne nægtelse eller disse forbehold gengives ubeskåret og begrundelsen herfor anføres.

11.3.2. Angivelse af de øvrige oplysninger i registreringsdokumentet, som er revideret af revisorerne.

11.3.3. Hvis regnskabsoplysningerne i registreringsdokumentet ikke kommer fra udsteders reviderede regnskaber, skal kilden anføres, og det skal oplyses, at oplysningerne ikke er revideret.

11.4. De seneste regnskabsoplysningers alder

11.4.1. De seneste reviderede regnskabsoplysninger må ikke være ældre end 18 måneder fra datoen for registreringsdokumentet.

11.5. Midlertidige oplysninger og andre regnskabsoplysninger

11.5.1. Hvis udsteder efter det seneste reviderede årsregnskab har udarbejdet kvartals- eller halvårsregnskaber, skal disse indgå i registreringsdokumentet. Hvis kvartals- eller halvårsregnskabet er blevet kontrolleret eller revideret, skal kontrol- eller revisionsberetningen også indgå. Hvis oplysningerne i kvartals- eller halvårsregnskabet ikke er revideret eller kontrolleret, skal dette anføres.

11.5.2. Hvis registreringsdokumentet er dateret mere end ni måneder efter udgangen af det seneste reviderede regnskabsår, skal der indgå foreløbige regnskabsoplysninger, der som minimum dækker regnskabsårets første seks måneder. Hvis denne foreløbige opgørelse ikke er revideret, anføres dette.
De foreløbige regnskabsoplysninger skal indeholde sammenlignelige oplysninger for samme periode i det foregående år, dog således at kravet til sammenlignelige balanceoplysninger er opfyldt, hvis der fremlægges balanceoplysninger fra årets udgang.

11.6. Rets- og voldgiftssager
Oplysninger om eventuelle stats-, rets- eller voldgiftssager (herunder sager, som er anlagt eller muligvis bliver anlagt, som udsteder har kendskab til) inden for minimum de seneste tolv måneder, som kan få, eller som i den nære fortid har haft væsentlig indflydelse på udsteder og/eller koncernens finansielle stilling eller resultater, eller i modsat fald en erklæring om, at dette ikke er tilfældet.

11.7. Væsentlige forandringer i udsteders finansielle stilling
En beskrivelse af eventuelle væsentlige ændringer i koncernens finansielle stilling siden udgangen af seneste regnskabsperiode, for hvilken der er offentliggjort enten reviderede regnskabsoplysninger eller foreløbige regnskabsoplysninger, eller i modsat fald en erklæring om, at dette ikke er tilfældet.

12. VÆSENTLIGE KONTRAKTER
Et resumé af alle øvrige, væsentlige kontrakter, der ikke indgås som led i udsteders normale virksomhed, og som kan medføre, at et koncernmedlem påtager sig forpligtelser eller erhverver rettigheder, der påvirker udsteders evne til at overholde sine forpligtelser over for værdipapirindehaverne, for så vidt angår de værdipapirer, der udstedes.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

13. OPLYSNINGER FRA TREDJEMAND, EKSPERTUDTALELSER OG INTERESSEERKLÆRINGER

13.1. Hvis der i registreringsdokumentet indgår en udtalelse eller rapport fra en ekspert, opgives personens navn, erhvervsadresse, kvalifikationer og eventuelle væsentlige interesser i udsteder. Hvis rapporten er udfærdiget på udsteders foranledning, skal det anføres, at en sådan rapport eller udtalelse indgår, dens form og den sammenhæng, som den indgår i. Dette skal ske med tilsagn fra den person, som har godkendt indholdet af den del af registreringsdokumentet.

13.2. Hvis oplysningerne stammer fra tredjemand, skal det bekræftes, at de er gengivet korrekt, og at der efter udsteders overbevisning ud fra de oplysninger, der er offentliggjort af tredjemand, ikke er udeladt fakta, som kan medføre, at de gengivne oplysninger er unøjagtige eller vildledende. Derudover skal udsteder oplyse kilden til disse oplysninger.

14. DOKUMENTATIONSMATERIALE

En erklæring om, at følgende dokumenter kan besigtiges, mens registreringsdokumentet er gældende:

(a) udsteders stiftelsesoverenskomst og vedtægter

(b) alle rapporter, breve og andre dokumenter, historiske regnskabsoplysninger, vurderinger og ekspertudtalelser, som udsteder har bestilt, og som helt eller delvis indgår,

(c) udsteders historiske regnskabsoplysninger for hvert af de to regnskabsår før offentliggørelsen af registreringsdokumentet. Hvis der er tale om en koncern, offentliggøres både udsteders og datterselskabernes oplysninger.

Det anføres, hvor dokumentationsmaterialet kan besigtiges, enten fysisk eller elektronisk.

BILAG XII:
MINDSTEKRAV TIL OPLYSNINGER I VÆRDIPAPIRNOTEN FOR DERIVATER (SKEMA)

1. ANSVARLIGE

1.1. Alle personer med ansvar for de oplysninger, der gives i prospektet og i givet fald dele heraf. I sidstnævnte tilfælde skal det angives, hvilke dele de er ansvarlige for. For så vidt angår fysiske personer, herunder medlemmer af udsteders bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan, skal personens navn og funktion anføres, ved juridiske personer skal navn og hovedkontor anføres.

1.2. En erklæring fra de ansvarlige for prospektet om, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i prospektet efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold. I givet fald en erklæring fra de ansvarlige for dele af prospektet om, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysninger i den del af prospektet, som de er ansvarlige for,
efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

2. RISIKOFAKTORER

Fremtrædende oplysninger om risikofaktorer, der er væsentlige for de værdipapirer, der tilbydes/optages til handel gives i et afsnit med overskriften »Risikofaktorer«, således at markedsrisikoen ved disse værdipapirer kan vurderes. Heri skal der indgå en advarsel om, at investorerne helt eller delvis kan miste det investerede beløb og/eller, hvorvidt investors ansvar ikke er begrænset til det investerede beløb sammen med en beskrivelse af de omstændigheder, hvorunder et sådant ansvar kan opstå samt de mulige finansielle følger.

3. NØGLEOPLYSNINGER

3.1. Fysiske og juridiske personers interesse i udstedelsen/tilbuddet Beskrivelse af eventuelle interesser og interessekonflikter i forbindelse med tilbuddet, der er væsentlige for udsteder, med angivelse af de involverede personer og interessens karakter.

3.2. Årsagen til udbydelsen og anvendelsen af provenuet, når der ikke er tale om at fremskaffe overskud og/eller dække visse risici. Hvis årsagen til udbydelsen og anvendelsen af provenuet angives, skal der oplyses om det samlede nettoprovenu og de samlede udgifter ved udbydelsen/tilbuddet.

4. OPLYSNINGER OM DE VÆRDIPAPIRER, DER UDBYDES ELLER OPTAGES TIL NOTERING

4.1 Oplysninger om værdipapirerne

4.1.1. En beskrivelse af den type og klasse værdipapirer, der udbydes og/eller optages til notering, herunder ISIN (International Security Identification Number) eller anden sikkerhedskode til sådan identifikation.

4.1.2. En klar og omfattende beskrivelse, således at investorerne lettere forstår, hvordan værdien af deres investering påvirkes af de underliggende instrumenter, især under de omstændigheder, hvor risikoen fremstår tydeligst, medmindre værdipapirerne har en pålydende værdi på mindst 50 000 EUR pr. enhed eller kun kan erhverves for mindst 50 000 EUR pr. værdipapir.

4.1.3. Det retsgrundlag, som værdipapirerne er udstedt på.

4.1.4. En angivelse af, om værdipapirerne er navnenoterede eller ihændehaverpapirer, og hvorvidt der er tale om fysiske eller elektroniske værdipapirer. I sidstnævnte tilfælde oplyses navn og adresse på den enhed, der opbevarer registeret.

4.1.5. Den anvendte valuta ved emissionen.

4.1.6. Rangorden for de værdipapirer, der udbydes og/eller optages til notering, herunder resumé af eventuelle bestemmelser med henblik på at påvirke rangordenen eller underordne værdipapirerne udsteders nuværende eller fremtidige forpligtelser.

4.1.7. En beskrivelse af rettigheder, herunder begrænsninger heri, der gælder for værdipapirerne, og proceduren for udøvelse af disse rettigheder.

4.1.8. Ved nyemissioner skal det angives, hvilke beslutninger, bemyndigelser og godkendelser aktierne er eller vil blive udfærdiget og/eller udstedt i medfør af.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

4.1.9. Værdipapirernes udstedelsesdato.

4.1.10. En beskrivelse af eventuelle indskrænkninger i værdipapirernes omsættelighed.

4.1.11. - Derivaternes udløbsdato
- udførelsesdato eller sidste referencedato

4.1.12. En beskrivelse af afregningsproceduren for derivaterne.

4.1.13. En beskrivelse af, hvordan eventuelt udbytte fra derivaterne udbetales, udbetalings- eller leveringsdato og beregningsmetode.

4.1.14. For så vidt angår det land, hvor udsteder har sit hjemsted, og det eller de lande, hvor værdipapirerne udbydes eller søges optaget til notering:
(a) Oplysninger om tilbageholdelsesskat på indtægter fra værdipapirerne
(b) oplysninger om udstederens eventuelle ansvar for tilbageholdelse af kildeskat.

4.2. Oplysninger om grundlaget

4.2.1. Udøvelseskursen eller den endelige referencekurs for de underliggende værdipapirer.

4.2.2. en erklæring om de underliggende værdipapirers art og detaljer om, hvor der kan findes oplysninger herom.
$ en angivelse af, hvor der kan findes oplysninger om fortidig og fremtidig kursudvikling for de underliggende værdipapirer og udsving heri
$ hvis grundlaget udgøres af værdipapirer
» udsteders navn »
ISIN (International Security Identification Number) eller en lignende sikkerhedsidentifikationskode
$ hvis grundlaget er et indeks
″ indeksets navn og en beskrivelse heraf, hvis det udarbejdes af udsteder. I modsat fald anføres det, hvor oplysningerne kan fås.
$ hvis grundlaget er en rentesats
″ en beskrivelse af rentesatsen
$ øvrige
hvis grundlaget ikke falder inden for de nævnte kategorier, skal værdipapirnoten
indeholde lignende oplysninger
$ hvis grundlaget udgøres af en kurv med forskellige grundlag
″ oplysninger om den relevante vægtning af hvert element i kurven.

4.2.3. En beskrivelse af eventuelle markeds- eller afviklingsforstyrrelser, der påvirker beregningsgrundlaget.

4.2.4. Justeringsregler i forbindelse med begivenheder, der påvirker grundlaget.

5. VILKÅR OG BETINGELSER FOR TILBUDDET

5.1. Betingelser, udbudsstatistik, forventet tidsplan og nødvendige foranstaltninger ved benyttelse af tilbuddet

5.1.1. De betingelser, på hvilke værdipapirerne udstedes.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

5.1.2. Udstedelsens eller tilbuddets størrelse, hvis beløbet ikke ligger fast, beskrives, hvordan og hvornår offentligheden underrettes om beløbet for tilbuddet.

5.1.3. Den periode, med eventuelle ændringer, hvori tilbuddet står åbent, med en beskrivelse af tegningsprocessen.

5.1.4. Detaljer om det mindste og/eller største beløb, der kan tegnes (antal værdipapirer eller samlet beløb, der kan investeres).

5.1.5. Metode og tidsfrist for betaling og levering af værdipapirerne.

5.1.6. En uddybende beskrivelse af fremgangsmåde og dato for offentliggørelse af resultatet af tilbuddet.

5.2. Fordelingsplan og tildeling

5.2.1. De forskellige kategorier af potentielle investorer, som får tilbudt værdipapirerne. Hvis tilbuddet fremsættes samtidigt på markedet i flere stater, og hvis en tranche forbeholdes eller blev forbeholdt visse af disse markeder, skal de pågældende trancher angives.

5.2.2. Procedure for anmeldelse til ansøgerne af det tildelte beløb med en angivelse af, hvorvidt handelen må påbegyndes før anmeldelsen er foretaget.

5.3. Kursfastsættelse
Angivelse af den forventede kurs, som værdipapirerne udbydes til, eller kursfastsættelsesmetoden og offentliggørelsesprocessen. Angivelse af eventuelle udgifter og afgifter, der specifikt pålægges køber.

5.4. Placering og garanti

5.4.1. Navn og adresse på den/dem, der samordner den samlede emission og de enkelte dele heraf, og på den/dem, der placerer værdipapirerne i de forskellige lande, hvor emissionen finder sted, hvis udsteder har kendskab hertil.

5.4.2. Navn og adresse på eventuelle betalingsformidlere og depositarer i hvert land

5.4.3. Virksomheder, der har afgivet bindende tilsagn om at garantere udstedelsen, og virksomheder, der har påtaget sig at placere udstedelsen uden forbindende eller »bedst muligt«. Hvis ikke hele udstedelsen er garanteret, angives den del der ikke er dækket.

5.4.4. Hvornår garantiaftalen er eller vil blive indgået.

5.4.5. Navn og adresse på den person, der foretager beregningen

6. AFTALER OM OPTAGELSE TIL OMSÆTNING OG HANDEL

6.1. Det anføres, om de udbudte værdipapirer optages til notering, eller om der ansøges om optagelse til notering på et reguleret marked eller lignende markeder, og de pågældende markeder anføres. Disse oplysninger nævnes, uden at der gives indtryk af, at optagelsen til notering nødvendigvis bliver godkendt. Der oplyses om datoen for værdipapirernes optagelse til notering, hvis denne dato er kendt.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

6.2. Alle de regulerede eller lignende markeder, som udsteder har kendskab til, hvor værdipapirer af samme klasse som de værdipapirer, der udbydes eller optages til notering, allerede er optaget til notering.

6.3. Navn og adresse på de virksomheder som har afgivet bindende tilsagn om at fungere som mæglere i sekundær omsætning, som skaber likviditet gennem købs- og salgskurser, og en beskrivelse af hovedvilkårene i deres engagement.

7. YDERLIGERE OPLYSNINGER

7.1. Hvis der i værdipapirnoten er nævnt rådgivere, oplyses det, hvilken funktion de har udført.

7.2. Angivelse af de øvrige oplysninger i værdipapirnoten, som er kontrolleret af revisorerne, hvor revisorerne har udarbejdet en beretning. Gengivelse af beretningen eller et resumé heraf, hvis dette tillades af de kompetente myndigheder.

7.3. Hvis der i værdipapirnoten indgår en udtalelse eller en rapport fra en ekspert, opgives personens navn, erhvervsadresse, kvalifikationer og eventuelle væsentlige interesser i udsteder. Hvis rapporten er udfærdiget på udsteders foranledning, skal det anføres, at en sådan udtalelse eller rapport indgår, dens form og den sammenhæng, som den indgår i. Dette skal ske med tilsagn fra den person, som har godkendt indholdet af denne del af værdipapirnoten.

7.4. Hvis oplysningerne stammer fra tredjemand, skal det bekræftes, at de er gengivet korrekt, og at der efter udsteders overbevisning ud fra de oplysninger, der er offentliggjort af tredjemand, ikke er udeladt fakta, som kan medføre, at de gengivne oplysninger er unøjagtige eller vildledende. Udsteder skal desuden oplyse kilden til disse oplysninger.

7.5. Det angives i prospektet, om der foreligger planer om at udsende oplysninger efter udstedelsen. Har udsteder angivet, at dette er tilfældet, skal denne i prospektet anføre, hvilke oplysninger der vil blive givet, og hvor sådanne oplysninger kan findes.

BILAG XIII
MINDSTEKRAV TIL OPLYSNINGER I VÆRDIPAPIRNOTEN OM GÆLDSVÆRDIPAPIRER MED EN PÅLYDENDE VÆRDI PÅ MINDST 50 000 EUR PR. ENHED
(SKEMA)

1. ANSVARLIGE

1.1. Alle personer med ansvar for de oplysninger, der gives i prospektet og i givet fald dele heraf. I sidstnævnte tilfælde skal det angives, hvilke dele de er ansvarlige for. For så vidt angår fysiske personer, herunder medlemmer af udsteders bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan, skal personernes navn og funktion anføres, ved juridiske personer skal navn og hovedkontor anføres.

1.2. En erklæring fra de ansvarlige for prospektet om, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i prospektet efter deres bedste vidende er i

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold. I givet fald en erklæring fra de ansvarlige for dele af prospektet, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i den del af prospektet, som de er ansvarlige for, efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold.

2. RISIKOFAKTORER
Beskrivelse af risikofaktorer, som er væsentlige for de værdipapirer, der optages til notering, således at markedsrisikoen ved disse værdipapirer kan vurderes, præsenteres tydeligt i et afsnit med overskriften »Risikofaktorer«.

3. NØGLEOPLYSNINGER
Fysiske og juridiske personer, der deltager i udstedelsen En beskrivelse af eventuelle interesser og interessekonflikter, som er væsentlige for udstedelsen, med angivelse af de involverede personer og interessens karakter.

4. OPLYSNINGER OM DE VÆRDIPAPIRER, DER OPTAGES TIL NOTERING

4.1. Samlet værdi af de værdipapirer, der optages til notering.

4.2. En beskrivelse af den type og klasse værdipapirer, der optages til notering, herunder ISIN (International Security Identification Number) eller anden sikkerhedskode til sådan identifikation.

4.3. Det retsgrundlag, som værdipapirerne er udstedt på.

4.4. En angivelse af, om værdipapirerne er navnenoterede eller ihændehaverpapirer, og hvorvidt der er tale om fysiske eller elektroniske værdipapirer. I sidstnævnte tilfælde oplyses navn og adresse på den enhed, der opbevarer registeret.

4.5. Den anvendte valuta ved emissionen.

4.6. Rangorden for de værdipapirer, der optages til notering, herunder resumé af eventuelle bestemmelser med henblik på at påvirke rangordenen eller underordne værdipapirerne udsteders nuværende eller fremtidige forpligtelser.

4.7. En beskrivelse af rettigheder, herunder begrænsninger heri, der gælder for værdipapirerne, og proceduren for udøvelse af disse rettigheder.

4.8. Den nominelle rente og bestemmelserne for rentebetaling.
Dato for forrentningens påbegyndelse samt forfaldsdage.
Forældelsesfrist for krav på renter og hovedstol.
Hvis renten er variabel, beskrives beregningsgrundlaget og -metoden.
En beskrivelse af eventuelle markeds- eller afviklingsforstyrrelser, der påvirker grundlaget
Justeringsregler i forbindelse med begivenheder, der påvirker grundlaget
Navn på den person, der foretager beregningen.

4.9. Forfaldsdato og nærmere bestemmelser for lånets afvikling, herunder indfrielse.
Hvis der er planer om tidlig indfrielse på udsteders eller værdipapirindehaverens initiativ, skal der gøres rede for indfrielsesvilkår og -betingelser.

4.10. Den effektive rentesats anføres.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

4.11. Repræsentation af gældsværdipapirindehaverne, herunder angivelse af den organisation, der repræsenterer investorerne, og bestemmelser om en sådan organisation. Angivelse af de steder, hvor offentligheden kan få adgang til teksterne til aftalerne om disse former for repræsentation.

4.12. Det anføres, hvilke beslutninger, bemyndigelser og godkendelser, værdipapirerne er udfærdiget og/eller udstedt.

4.13. Værdipapirernes udstedelsesdato.

4.14. En beskrivelse af eventuelle indskrænkninger i værdipapirernes omsættelighed.

5.1. Det anføres, hvilket marked værdipapirerne vil blive noteret på, og som prospektet er udstedt for. Hvis datoen for værdipapirernes optagelse til notering er kendt, oplyses denne dato.

5.2. Navn og adresse på eventuelle betalingsformidlere og depositarer i hvert land

6. UDGIFTER VED OPTAGELSE TIL NOTERING
Et estimat over de samlede udgifter ved optagelse til notering.

7. YDERLIGERE OPLYSNINGER

7.1. Hvis der i værdipapirnoten er nævnt rådgivere, oplyses det, hvilken funktion de har udført.

7.2. En angivelse af de øvrige oplysninger i værdipapirnoten, som er kontrolleret eller revideret af revisorerne, hvor revisorerne har udarbejdet en beretning. Gengivelse af beretningen eller et resumé heraf, hvis dette tillades af de kompetente myndigheder.

7.3. Hvis der i værdipapirnoten indgår en udtalelse eller en rapport fra en ekspert, opgives personens navn, erhvervsadresse, kvalifikationer og eventuelle væsentlige interesser i udsteder. Hvis rapporten er udfærdiget på udsteders foranledning, skal det anføres, at en sådan udtalelse eller rapport indgår, dens form og den sammenhæng, som den indgår i. Dette skal ske med tilsagn fra den person, som har godkendt indholdet af denne del af værdipapirnoten.

7.4. Hvis oplysningerne stammer fra tredjemand, skal det bekræftes, at de er gengivet korrekt, og at der efter udsteders overbevisning ud fra de oplysninger, der er offentliggjort af tredjemand, ikke er udeladt fakta, som kan medføre, at de gengivne oplysninger er unøjagtige eller vildledende. Desuden skal kilden til oplysningerne identificeres.

7.5. Den kreditvurdering, som udsteder eller dennes værdipapirer har fået, hvis udsteder har bestilt vurderingen eller samarbejdet i vurderingsprocessen.

BILAG XIV
YDERLIGERE OPLYSNINGSMODUL VEDRØRENDE UNDERLIGGENDE AKTIER FOR VISSE GÆLDSVÆRDIPAPIRER

1. Beskrivelse af de underliggende aktier

1.1. Beskrivelse af aktietype og –klasse

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

1.2. det retsgrundlag, som aktierne er blevet eller vil blive udstedt på

1.3. En angivelse af, om værdipapirerne er navnenoterede eller ihændehaverpapirer, og hvorvidt der er tale om fysiske eller elektroniske værdipapirer. I sidstnævnte tilfælde skal der oplyses navn og adresse på den enhed, der opbevarer registeret

1.4. den anvendte valuta ved aktieemissionen

1.5. En beskrivelse af de rettigheder, herunder begrænsninger heri, der gælder for værdipapirerne, og proceduren for udøvelse af disse rettigheder.
– Udbytterettigheder:
– Dato, fra hvilken der oppebæres udbytte,
– forældelsesfrist for udbytte med angivelse af, hvem dette tilfalder efter forældelse
– udbytterestriktioner og procedurer for bosiddende i en anden stat
– udbyttets størrelse eller udregningsmetode, interval, kumulativt eller ikke kumulativt
– Stemmerettigheder
– fortegningsret ved udbydelse af værdipapirer i samme klasse
– Ret til at deltage i udsteders udbytte.
– ret til at deltage i eventuelt likvidationsprovenu
– indløsningsbestemmelser
– ombytningsbestemmelser

1.6. Ved nyemissioner skal det angives, hvilke beslutninger, bemyndigelser og godkendelser værdipapirerne er udfærdiget og/eller udstedt i medfør af, og udstedelsesdatoen skal angives

1.7. hvor og hvornår aktierne vil blive eller er blevet optaget til notering

1.8. beskrivelse af eventuelle indskrænkninger i aktiernes omsættelighed

1.9. Oplysning om eventuelle obligatoriske overtagelsestilbud og/eller regler om »squeeze-out« samt »sell-out« i forbindelse med aktierne

1.10. Angivelse af offentlige overtagelsestilbud vedrørende udsteders aktier, der er fremsat af tredjemand inden for det sidst afsluttede og det løbende regnskabsår. Kursen eller betingelserne ved sådanne tilbud samt resultatet skal anføres

1.11. konsekvenser for udsteder af de underliggende aktier ved udøvelsen af rettigheden og den potentielle udvanding for aktionærerne.

2. Hvis udsteder af de underliggende værdipapirer tilhører samme koncern, skal oplysningerne om udsteder være de samme som i skemaet for aktieregistreringsdokumentet.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

BILAG XV

Mindstekrav til oplysningerne i registreringsdokumentet for værdipapirer, der udstedes af kollektive investeringsselskaber af den lukkede type (skema)

Ud over de oplysninger, der kræves i dette skema, skal de kollektive investeringsselskaber give de oplysninger, der kræves i punkt 1, 2, 3, 4, 5.1, 7, 9.1, 9.2.1, 9.2.3, 10.4, 13, 14, 15, 16, 17.2, 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25 i bilag I (skema over mindstekrav til oplysninger i aktieregistreringsdokumentet).

1.0. Investeringsmål og –politik

1.2. Det kollektive investeringsselskabs låne- og/eller gearingslofter. Hvis der ikke anvendes sådanne lofter, gives der en erklæring herom.

1.3. Det kollektive investeringsselskabs reguleringsmæssige status med navnet på den eventuelle reguleringsmyndighed i hjemlandet.

1.4. Profil på den typiske investor, som det kollektive investeringsselskab henvender sig til.

2.1. En erklæring om eventuelle investeringsbegrænsninger, der gælder for det kollektive investeringsselskab med angivelse af, hvordan værdipapirindehaverne bliver informeret om de initiativer, den investeringsansvarlige vil tage i tilfælde af overtrædelser.

2.2. Hvis mere end 20 af det kollektive investeringsselskabs bruttoaktiver (bortset fra tilfælde, hvor punkt 2.3 eller 2.5 gælder) kan:

(a) enten direkte eller indirekte investeres eller lånes til en enkelt underliggende udsteder (herunder den underliggende udsteders datterselskaber eller tilknyttede selskaber) eller

(b) investeres i et eller flere kollektive investeringsselskaber, som kan investere mere end 20 af sine bruttoaktiver i andre kollektive investeringsselskaber (af den åbne og/eller lukkede type) eller

(c) påvirkes af en partners kreditværdighed eller solvens (herunder datterselskaber eller tilknyttede virksomheder, skal følgende oplysninger gives:

(i) oplysninger om hver underliggende udsteder/kollektivt investeringsselskab/partner, som om denne var en udsteder efter skemaet for aktieregistreringsdokumentet (ved (a)) eller mindstekravene til oplysninger for skemaet over aktieregistreringsdokumentet for værdipapirer, der udstedes af kollektive investeringsselskaber af den lukkede type (ved (b)) eller mindstekravene til oplysninger I skemaet over registreringsdokumentet for gældsværdipapirer og derivater med en pålydende værdi på mindst 50 000 EUR pr. enhed (ved (c)) eller

(ii) hvis de værdipapirer, der udstedes af en underliggende udsteder/kollektivt investeringsselskab/partner allerede er optaget til notering på et reguleret eller lignende marked, eller forpligtelserne er garanteret af en virksomhed, der noteres på et reguleret eller lignende marked, opgives navn, adresse, indregistreringsland, virksomhedens formål og navnet på det marked, hvor værdipapirerne er optaget til notering.

Denne bestemmelse finder ikke anvendelse, hvis loftet på 20 overskrides som følge af op- eller nedskrivninger, valutakursudsving eller på grund af, at der gives rettigheder, bonus, kapitalgoder eller øvrige initiativer, der påvirker alle indehavere af denne investering, såfremt den investeringsansvarlige tager hensyn til loftet, når der overvejes ændringer af investeringsporteføljen.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

2.3. Hvis et kollektivt investeringsselskab kan investere mere end 20 af sine bruttoaktiver i andre kollektive investeringsselskaber (af den åbne og/eller lukkede type), gives en beskrivelse af, om og hvordan risikoen spredes ved sådanne investeringer. Derudover finder punkt 2.2 samlet anvendelse på de underliggende investeringer, som om disse investeringer var foretaget direkte.

2.4. Hvis der stilles sikkerhed med henblik på at dække den del af risikoen i forbindelse med en partner, der overstiger 20 af det kollektive investeringsselskabs bruttoaktiver, skal der under henvisning til punkt 2.2, (c), gives detaljer om sådanne sikkerhedsengagementer.

2.5. Hvis et kollektivt investeringsselskab kan investere mere end 40 af sine bruttoaktiver i et andet kollektivt investeringsselskab, skal en af følgende oplysninger gives:
(a) oplysninger om hvert underliggende kollektivt investeringsselskab, som om det var en udsteder efter mindstekravene til oplysninger i skemaet over registreringsdokumentet for værdipapirer, der udstedes af kollektive investeringsselskaber af den lukkede type
(b) hvis de værdipapirer, der udstedes af et underliggende kollektivt investeringsselskab allerede er optaget til notering på et reguleret eller lignende marked, eller forpligtelserne er garanteret af en virksomhed, der noteres på et reguleret eller lignende marked, opgives navn, adresse, indregistreringsland, virksomhedens formål og navnet på det marked, hvor værdipapirerne er optaget til notering.

2.6. Fysiske råvarer
Hvis et kollektivt investeringsselskab investerer direkte i fysiske råvarer, oplyses dette med en angivelse af den procentdel, der investeres således.

2.7. Kollektive ejendomsinvesteringsselskaber
Hvis et kollektivt investeringsselskab er et kollektivt ejendomsinvesteringsselskab, oplyses dette med angivelse af den procentdel af porteføljen, der vil blive investeret i fast ejendom, og der gives en beskrivelse af ejendommen og eventuelle væsentlige udgifter ved at anskaffe og indehave en sådan ejendom. Derudover skal der indgå en vurderingsrapport for ejendommene.
Oplysninger efter punkt 4.1. finder anvendelse på:
(a) vurderingsenheden
(b) en eventuel anden enhed med ansvar for ejendommens administration.

2.8. Derivater/pengemarkedsinstrumenter/valuta
Hvis et kollektivt investeringsselskab investerer i derivater, pengemarkedsinstrumenter eller valuta med andet formål end porteføljestyring for øje (dvs. udelukkende med henblik på at mindske, overføre eller fjerne investeringsrisiciene i det kollektive investeringsselskabs underliggende investeringer, herunder teknikker eller instrumenter, der beskytter mod valuta- og kreditrisici), gives der en erklæring om, hvorvidt sådanne investeringer anvendes til kurssikrings- eller investeringsformål, og en beskrivelse af, om og hvordan risikoen spredes ved sådanne investeringer.

2.9. Punkt 2.2 finder ikke anvendelse på investeringer i værdipapirer, der er udstedt eller garanteret af en regering, et regeringsorgan eller andet organ for en medlemsstat, dennes regionale eller lokale myndigheder eller en OECD-medlemsstat.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

2.10. Punkt 2.2, (a), finder ikke anvendelse på et kollektivt investeringsselskab, hvis formål er uden væsentlige afvigelser at følge et bredt baseret og anerkendt offentliggjort indeks. Der skal gives en beskrivelse af indeksets sammensætning.

3. Ansøgers leverandører af tjenesteydelser

3.1. Det faktiske eller beregnede maksimum for alle væsentlige gebyrer, som det kollektive investeringsselskab direkte eller indirekte skal betale for eventuelle tjenesteydelser ifølge aftaler, der er indgået ved eller før datoen for registreringsdokumentet, med en beskrivelse af, hvordan disse gebyrer beregnes.

3.2. En beskrivelse af eventuelle gebyrer, som det kollektive forsikringsselskab direkte eller indirekte skal betale, som ikke kan opgøres under punkt 3.1, og som kan være væsentlige.

3.3. Hvis en leverandør af tjenesteydelser til det kollektive investeringsselskab har modtaget betaling fra tredjemand (ud over det kollektive investeringsselskab) for at levere tjenester til det kollektive investeringsselskab, og disse betalinger ikke må overføres til det kollektive investeringsselskab, skal der gives en erklæring herom i givet fald med angivelse af navnet på tredjemand og med en beskrivelse af disse ydelsers art.

3.4. Navnet på den leverandør af tjenesteydelser, som er ansvarlig for at fastslå og beregne de kollektive investeringsselskabs nettoaktivværdi.

3.5. En beskrivelse af eventuelle væsentlige interessekonflikter, som leverandørerne af tjenesteydelser til det kollektive investeringsselskab kan have mellem deres forpligtelser over for det kollektive investeringsselskab, tredjemands forpligtelser over for dem og deres øvrige interesser. En beskrivelse af eventuelle mekanismer, der er etableret for at håndtere sådanne potentielle interessekonflikter.

4. Investeringsansvarlige/rådgivere

4.1. Hvad angår eventuelle investeringsansvarlige, skal oplysningerne herom gives i punkt 5.1.1 til 5.1.4 og, hvis dette er væsentligt, i punkt 5.1.5 bilag I sammen med en beskrivelse af vedkommendes reguleringsmæssige status og erfaring.

4.2. Hvad angår en enhed, der yder investeringsrådgivning vedrørende det kollektive investeringsselskabs aktiver, gives dennes navn og en kort beskrivelse.

5. Depot

5.1. En fuldstændig beskrivelse af, hvordan det kollektive investeringsselskabs aktiver opbevares og af hvem samt af eventuelle tillidsforhold og lignende mellem det kollektive investeringsselskab og tredjemand i forbindelse med depotet:
Hvis der udpeges en ansvarlig for depot, aktiver eller lignende tillidsforhold
(a) skal der gives de oplysninger, som kræves i punkt 5.1.1 til 5.1.4 og, hvis dette er væsentligt, i punkt 5.1.5 bilag I
(b) beskrives denne parts forpligtelser i forbindelse med depotet eller et lignende engagement
(c) oplyses der om uddelegerede depotaftaler
(d) sådanne parters og delegaters reguleringsmæssige status.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

5.2. Hvis det kollektive investeringsselskabs aktiver opbevares af andre enheder end dem, som er beskrevet i punkt 5.1, gives en beskrivelse af, hvordan de opbevares sammen med en beskrivelse af eventuelle risici.

6. Værdiansættelse

6.1. En beskrivelse af hyppighed, vurderingsprincipperne og den metode, der anvendes til at fastslå det kollektive investeringsselskabs nettoaktivværdi med sondring mellem investeringskategorierne og en erklæring om, hvordan investorerne vil blive informeret om denne nettoaktivværdi.

6.2. Detaljer om samtlige omstændigheder, hvor vurderingerne kan opsættes med en erklæring om, hvordan investorerne vil blive informeret om dette.

7. Krydshæftelse

7.1. Ved overordnede kollektive investeringsselskaber skal der afgives en erklæring om eventuel krydshæftelse, som kan forekomme mellem klasser eller investeringer i andre kollektive investeringsselskaber, og eventuelle foranstaltninger med henblik på at begrænse en sådan hæftelse.

8. Regnskabsoplysninger

8.1. Hvis det kollektive investeringsselskab siden registrerings- eller stiftelsesdatoen ikke har påbegyndt sin virksomhed, og der ikke er udarbejdet regnskaber ved datoen for registreringsdokumentet, skal dette oplyses.
Hvis et kollektivt investeringsselskab har påbegyndt sin virksomhed, finder bestemmelserne i punkt 20 i bilag I om mindstekravene til oplysninger i aktieregistreringsdokumentet anvendelse.

8.2. En omfattende og meningsfuld analyse af det kollektive investeringsselskabs portefølje (det skal klart angives, hvis den ikke er revideret).

8.3. En angivelse af hvert værdipapirs seneste nettoaktivværdi skal indgå i skemaet for værdipapirnoten (det skal klart angives, hvis den ikke er revideret).

BILAG XVI

Mindstekrav til oplysningerne i registreringsdokumentet for værdipapirer, der udstedes af medlemsstater, tredjelande og deres regionale og lokale myndigheder (skema)

1. ANSVARLIGE

1.1. Alle personer med ansvar for de oplysninger, der gives i registreringsdokumentet og i givet fald i dele heraf. I så fald angives der, hvilke dele, de har ansvar for. For så vidt angår fysiske personer, herunder medlemmer af udsteders bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan, skal personens navn og funktion anføres, ved juridiske personer skal navn og hovedkontor anføres.

1.2. En erklæring fra de ansvarlige for registreringsdokumentet, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i registreringsdokumentet efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold. I givet fald en erklæring fra de ansvarlige for dele af registreringsdokumentet, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i den del af registreringsdokumentet, som de er ansvarlige for, efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

2. RISIKOFAKTORER
Oplysninger om risikofaktorer, der kan påvirke udsteders evne til at opfylde sine forpligtelser i forbindelse med værdipapirerne, præsenteres tydeligt i et afsnit med overskriften »Risikofaktorer«.

3. OPLYSNINGER OM UDSTEDER

3.1. Udsteders formelle navn med en kort beskrivelse af udsteders stilling inden for nationalstatens rammer

3.2. udsteders hjemsted eller geografiske beliggenhed og retlige form samt kontaktadresse og telefonnummer

3.3. eventuelle begivenheder i den seneste tid, der er relevante for vurderingen af udsteders solvens.

3.4. en beskrivelse af udsteders økonomi, herunder:
a) økonomistruktur med detaljer om hovedsektorerne i økonomien
b) bruttonationalprodukt fordelt på udsteders økonomiske sektorer for de seneste to finansår.

3.5. en overordnet beskrivelse af udsteders politiske system og regering, herunder detaljer om udsteders styringsorgan.

4. OFFENTLIGE FINANSER OG HANDEL
Oplysninger for de to finansår før datoen for registreringsdokumentet om følgende:
a) skatte- og budgetsystem
b) offentlig gæld netto, herunder et historisk resumé over gæld, forfaldsstruktur af udestående gæld (især angives gæld med en resterende løbetid på mindre end et år), og tilbagebetaling af gæld, de andele af gælden, der er udstedt i udstederens nationale valuta, og den del, der er udstedt i fremmed valuta
c) udenrigshandel og betalingsbalance
d) valutareserver og eventuelle hæftelser tilknyttet sådanne reserver i forbindelse med terminsforretninger eller derivater
e) finansiel stilling og ressourcer, herunder kontante indeståender i national valuta
f) indtægter og udgifter
Beskrivelse af revisionsprocedurer eller uafhængig revision af udsteders regnskaber.

5. VÆSENTLIGE ÆNDRINGER

5.1. Detaljer om eventuelle væsentlige ændringer i de oplysninger, der skal gives i punkt 4, som er sket siden sidste finansårs udgang, eller en erklæring om, at dette ikke er tilfældet.

6. RETS- OG VOLDGIFTSSAGER
Oplysninger om eventuelle stats-, rets- eller voldgiftssager (herunder sager, som er anlagt eller muligvis bliver anlagt, som udsteder har kendskab til) inden for minimum de seneste tolv måneder, som kan få, eller som i den nære fortid har haft væsentlig indflydelse på udsteders finansielle stilling, eller i modsat fald en erklæring om, at dette ikke er tilfældet.

6.2. Oplysninger om udsteders eventuelle immunitet i retssager.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

7. EKSPERTUDTALELSER OG INTERESSEERKLÆRINGER
Hvis der i registreringsdokumentet indgår en udtalelse eller rapport fra en ekspert, opgives personens navn, erhvervsadresse og kvalifikationer. Hvis rapporten er udfærdiget på udsteders foranledning, skal det anføres, at en sådan rapport eller udtalelse indgår, dens form og den sammenhæng, som den indgår i. Dette skal ske med tilsagn fra den person, som har godkendt indholdet af den del af
registreringsdokumentet. I det omfang, udsteder har kendskab til et sådant forhold, oplyses der om eventuelle interesser, en sådan ekspert måtte have, som kan påvirke dennes uafhængighed ved udarbejdelse af rapporten.

8. DOKUMENTATIONSMATERIALE
En erklæring om, at følgende dokumenter kan besigtiges, mens registreringsdokumentet er gældende:
(a) udsteders regnskaber og revisionsrapporter for de seneste to finansår og budgettet for indeværende finansår
(b) alle rapporter, breve og andre dokumenter, vurderinger og ekspertudtalelser, som udsteder har bestilt, og som helt eller delvis indgår, eller hvortil der henvises i registreringsdokumentet Det anføres, hvor dokumentationsmaterialet kan besigtiges, enten fysisk eller elektronisk.

BILAG XVII
Mindstekrav til oplysninger i registreringsdokumentet for værdipapirer, der udstedes af internationale offentlige organer (skema) og gældsværdipapirer, der garanteres af en medlemsstat af OECD

1. ANSVARLIGE

1.1. Alle personer med ansvar for de oplysninger, der gives i registreringsdokumentet og i givet fald i dele heraf. I så fald angives der, hvilke dele, de har ansvar for. For så vidt angår fysiske personer, herunder medlemmer af udsteders bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan, skal personens navn og funktion anføres, ved juridiske personer skal navn og hovedkontor anføres.

1.2. En erklæring fra de ansvarlige for registreringsdokumentet, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i registreringsdokumentet efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som i væsentlig kan påvirke dets indhold. I givet fald en erklæring fra de ansvarlige for dele af registreringsdokumentet, at de har gjort deres bedste for at sikre, at oplysningerne i den del af registreringsdokumentet, som de er ansvarlige for, efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold.

2. RISIKOFAKTORER
Oplysninger om risikofaktorer, der kan påvirke udsteders evne til at opfylde sine forpligtelser i forbindelse med værdipapirerne, præsenteres tydeligt i et afsnit med overskriften »Risikofaktorer«.

3. OPLYSNINGER OM UDSTEDER

3.1. Udsteders formelle navn med en kort beskrivelse af udsteders retsstilling

3.2. udsteders hovedkontor, retlige form samt kontaktadresse og telefonnummer

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

3.3. detaljer om udsteders styringsorgan med en beskrivelse af eventuelle ledelsesaftaler

3.4. en kort beskrivelse af udsteders formål og funktioner

3.5. indtægtskilder, garantier og udsteders øvrige forpligtelser over for medlemmerne

3.6. eventuelle begivenheder i den seneste tid, der er relevante for vurderingen af udsteders solvens

3.7. en liste over udsteders medlemmer.

4. REGNSKABSOPLYSNINGER

4.1. De to seneste reviderede årsregnskaber, der er udarbejdet i henhold til udsteders regnskabsog revisionsprincipper med en kort beskrivelse af disse regnskabs- og revisionsprincipper. Detaljer om eventuelle væsentlige ændringer i udsteders finansielle stilling, som er sket siden det seneste offentliggjorte årsregnskab, eller en erklæring om, at dette ikke er tilfældet.

5. RETS- OG VOLDGIFTSSAGER

5.1. Oplysninger om eventuelle stats-, rets- eller voldgiftssager (herunder sager, som er anlagt eller muligvis bliver anlagt, som udsteder har kendskab til) inden for minimum de seneste tolv måneder, som kan få, eller som i den nære fortid har haft væsentlig indflydelse på udsteders finansielle stilling, eller i modsat fald en erklæring om, at dette ikke er tilfældet.

5.2. Oplysninger om udsteders eventuelle immunitet i retssager i henhold til stiftelsesdokumentet.

EKSPERTUDTALELSER OG INTERESSEERKLÆRINGER
Hvis der i registreringsdokumentet indgår en udtalelse eller rapport fra en ekspert, opgives personens navn, erhvervsadresse og kvalifikationer. Hvis rapporten er udfærdiget på udsteders foranledning, skal det anføres, at en sådan rapport eller udtalelse indgår, dens form og den sammenhæng, som den indgår i efter tilsagn fra denne person.
I det omfang, udsteder har kendskab til et sådant forhold, oplyses der om eventuelle interessekonflikter, en sådan ekspert måtte have, som kan påvirke dennes uafhængighed ved udarbejdelse af rapporten.

7. DOKUMENTATIONSMATERIALE
En erklæring om, at følgende dokumenter (evt. i kopiform) kan besigtiges, mens registreringsdokumentet er gældende:
a) udsteders seneste to årsregnskaber og revisionsrapporter, som er udarbejdet i overensstemmelse med udsteders regnskabs- og revisionsprincipper
b) alle rapporter, breve og andre dokumenter, vurderinger og ekspertudtalelser, som udsteder har bestilt, og som helt eller delvis indgår, eller hvortil der henvises i registreringsdokumentet
c) udsteders stiftelsesdokument.
Det anføres, hvor dokumentationsmaterialet kan besigtiges, enten fysisk eller elektronisk.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

This page intentionally left blank

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

BILAG XVIII Kombinationstabel

	REGISTRERINGSDOKUMENT					
	SKEMAER					MODUL
VÆRDIPAPIRTYPER AKTIER	AKTIER	OBL. og DERIVATER (< 50 000 EUR)	OBL. og DERIVATER (> eller = 50 000 EUR)	SIKKERHED I AKTIVER	BANKGÆLD og DERIVATER	PRO-FORMA-OPLYS-NINGER
Aktier (præferenceaktier, indløselige, med særlige tegningsrettigheder osv.)						
Obligationer (almindelige obligationer, indtægtsobligationer, strukturobligationer osv.) med nominel værdi under 50 000 EUR		ELLER			ELLER	
Obligationer (almindelige obligationer, indtægtsobligationer, strukturobligationer osv.) med nominel værdi på minimum 50 000 EUR			ELLER		ELLER	
Gældsværdipapirer garanteret af tredjemand		ELLER	ELLER		ELLER	
Derivater garanteret af tredjemand		ELLER	ELLER		ELLER	
Værdipapirer med sikkerhed i aktiver						
Obligationer, der kan konverteres til tredjemands/udsteders aktier eller koncernaktier, der handles på et reguleret marked		ELLER	ELLER		ELLER	

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret. Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

	REGISTRERINGSDOKUMENT					
	SKEMAER					MODUL
VÆRDIPAPIRTYPER AKTIER	AKTIER	OBL. og DERIVATER (< 50 000 EUR)	OBL. og DERIVATER (> eller = 50 000 EUR)	SIKKERHED I AKTIVER	BANKGÆLD og DERIVATER	PROFORMAOPLYSNINGER
Obligationer, der kan konverteres til udsteders aktier, der ikke handles på et reguleret marked						
Obligationer, der kan konverteres til koncernaktier, der ikke handles på et reguleret marked		ELLER	ELLER		ELLER	
Obligationer med ret til at købe udsteders aktier, der ikke handles på et reguleret marked						
Aktier med ret til at købe udsteders aktier, der ikke handles på et reguleret marked						
Derivater med ret til at tegne eller købe udsteders aktier, der ikke handles på et reguleret marked						
Derivater med ret til at købe koncernaktier, der ikke handles på et reguleret marked		ELLER	ELLER		ELLER	
Derivater med ret til at tegne eller købe udsteders eller koncernaktier, som handles på et reguleret marked, og derivater med andet grundlag end udsteders/koncernens aktier, som ikke handles på et reguleret marked (herunder derivater med ret til kontantindløsning)		ELLER	ELLER		ELLER	

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret. Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

	REGISTRERINGSDOKUMENT		
	SKEMAER		
VÆRDIPAPIRTYPER AKTIER KOLL.	INVESTERINGSSELSKABER AF DEN LUKKEDE TYPE	STATER OG DERES REGIONALE OG LOKALE MYNDIGHEDER	INTERNATIONALE OFFENTLIGE ORGANER/ Gældsbeviser under garanti stillet af OECDmedlemsstat
Aktier (præferenceaktier, indløselige, med særlige tegningsrettigheder osv.)			
Obligationer (almindelige obligationer, indtægtsobligationer, strukturobligationer osv.) med nominel værdi under 50 000 EUR			
Obligationer (almindelige obligationer, indtægtsobligationer, strukturobligationer osv.) med nominel værdi på minimum 50 000 EUR			
Gældsværdipapirer garanteret af tredjemand			
Derivater garanteret af tredjemand			
Værdipapirer med sikkerhed i aktiver			
Obligationer, der kan konverteres til tredjemands/ udsteders aktier eller koncernaktier, der handles på et reguleret marked			

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret. Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

	REGISTRERINGSDOKUMENT		
	SKEMAER		
VÆRDIPAPIRTYPER AKTIER KOLL.	INVESTERINGSSELSKABER AF DEN LUKKEDE TYPE	STATER OG DERES REGIONALE OG LOKALE MYNDIGHEDER	INTERNATIONALE OFFENTLIGE ORGANER/ Gældsbeviser under garanti stillet af OECDmedlemsstat
Obligationer, der kan konverteres til udsteders aktier, der ikke handles på et reguleret marked			
Obligationer, der kan konverteres til koncernaktier, der ikke handles på et reguleret marked			
Obligationer med ret til at købe udsteders aktier, der ikke handles på et reguleret marked			
Aktier med ret til at købe udsteders aktier, der ikke handles på et reguleret marked			
Derivater med ret til at tegne eller købe udsteders aktier, der ikke handles på et reguleret marked			
Derivater med ret til at købe koncernaktier, der ikke handles på et reguleret marked			
Derivater med ret til at tegne eller købe udsteders eller koncernaktier, som handles på et reguleret marked, og derivater med andet grundlag end udsteders/ koncernens aktier, som ikke handles på et reguleret marked (herunder derivater med ret til kontantindløsning)			

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret. Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

	VÆRDIPAPIRNOTE						
	SKEMAER				YDERLIGERE MODULER		
VÆRDIPAPIRTYPER AKTIER	AKTIER	GÆLD (< 50 000 EUR)	GÆLD (> eller = 50 000 EUR)	DERI-VATER	GARAN-TIER	SIKKER-HED I AKTIVER	UNDER-LIG-GENDE AKTIER
Aktier (præferenceaktier, indløselige, med særlige tegningsrettigheder osv.)							
Obligationer almindelige obligat., indtægtsobligationer, strukturobligat. osv.) med nominel værdi nder 50 000 EUR							
Obligationer almindelige obligat., indtægtsobligationer, strukturobligat. osv.) med nominel værdi på minimum 50 000 EUR							
Gældsværdipapirer garanteret af tredjemand		ELLER	ELLER				
Derivater garanteret af tredjemand							
Værdipapirer med sikkerhed i aktiver		ELLER	ELLER				
Obligationer, der kan konverteres til tredjemands/ udsteders aktier eller koncernaktier, der handles på et reguleret marked		ELLER	ELLER	kun pkt. 4.2.2			
Obligationer, der kan konverteres til udsteders aktier, der ikke handles på et reguleret marked		ELLER	ELLER				

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

	VÆRDIPAPIRNOTE						
	SKEMAER				YDERLIGERE MODULER		
VÆRDIPAPIRTYPER AKTIER	AKTIER	GÆLD (< 50 000 EUR)	GÆLD (> eller = 50 000 EUR)	DERI-VATER	GARAN-TIER	SIKKER-HED I AKTIVER	UNDER-LIG-GENDE AKTIER
Obligationer, der kan konverteres til koncernaktier, der ikke handles på et reguleret marked		ELLER	ELLER				
Obligationer med ret til at købe udsteders aktier, der ikke handles på et reguleret marked		ELLER	ELLER	OG undta-gen pkt. 4.2.2			
Aktier med ret til at købe udsteders aktier, der ikke handles på et reguleret marked				OG undta-gen pkt. 4.2.2			
Derivater med ret til at tegne eller købe udsteders aktier, der ikke handles på et reguleret marked				Undtagen pkt.4.2.2			
Derivater med ret til at købe koncernaktier, der ikke handles på et reguleret marked				undtagen pkt.4.2.2			
Derivater med ret til at tegne eller købe udsteders eller koncernaktier, som handles på et reguleret marked, og derivater med andet grundlag end udsteders/ koncernens aktier, som ikke handles på et reguleret marked (herunder derivater med ret til kontantindløsning)							

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret. Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bilag XIX - Liste over specialistudstedere

– Ejendomsselskaber
– mineralselskaber
– investeringsselskaber
– videnskabelige forskningsvirksomheder
– selskaber med mindre end tre års drift
– rederier

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bekendtgørelse nr. 306 af 28. april 2005 om prospekter for værdipapirer, der optages til notering eller handel på et reguleret marked, og ved første offentlige udbud af værdipapirer over 2.500.000 euro 1)

I medfør af § 23, stk. 8 og 9, § 24, stk. 2, og § 93, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 171 af 17. marts 2005, fastsættes:

Kapitel 1
Anvendelsesområde m.v.

§ 1. Reglerne i denne bekendtgørelse finder anvendelse på de værdipapirer, der er nævnt i § 23, stk. 4, i lov om værdipapirhandel m.v. med undtagelse af de i § 23, stk. 5, nævnte værdipapirer, når værdipapirerne søges optaget til notering eller handel på et reguleret marked og ved første offentlige udbud af værdipapirer over 2.500.000 euro.

§ 2. Ved kvalificerede investorer forstås i denne bekendtgørelse:

1) Juridiske personer, der er under offentligt tilsyn eller regulerede ved lov med henblik på at operere på de finansielle markeder, herunder kreditinstitutter, investeringsselskaber, forsikringsselskaber, kollektive investeringsordninger og deres forvaltningsselskaber, pensionsfonde og deres forvaltningsselskaber, råvarehandlere samt andre finansielle virksomheder, der er under offentligt tilsyn eller regulerede ved lov.
2) Juridiske personer, der ikke er under offentligt tilsyn eller regulerede ved lov, og hvis forretningsformål alene er at investere i værdipapirer.
3) Centraladministrationer og regionale myndigheder.
4) Centralbanker.
5) Internationale og supranationale institutioner, herunder Den Internationale Valutafond, Den Europæiske Centralbank, Den Europæiske Investeringsbank og andre lignende internationale organisationer.
6) Andre juridiske personer, der ikke opfylder to af de kriterier, som er nævnt i § 3.
7) Fysiske personer og små og mellemstore virksomheder, der er optaget i registeret for kvalificerede investorer i henhold til § 14.

§ 3. Ved små og mellemstore virksomheder forstås i denne bekendtgørelse virksomheder, der ifølge de seneste årsregnskaber eller konsoliderede regnskaber opfylder mindst to af følgende tre kriterier:

1) Et gennemsnitligt antal heltidsansatte i løbet af regnskabsåret på mindre end 250.
2) En samlet balance på mindre end 43.000.000 euro.
3) En årlig nettoomsætning på mindre end 50.000.000 euro.

§ 4. Ved udsteder forstås i denne bekendtgørelse en juridisk enhed, der udsteder eller tilbyder at udstede værdipapirer.

§ 5. Ved udbydende person eller udbyder forstås i denne bekendtgørelse en fysisk eller juridisk person, der udbyder værdipapirer til offentligheden.

§ 6. Ved udbudsprogram forstås i denne bekendtgørelse et program, der giver mulighed for udstedelse af værdipapirer, der ikke er kapitalandele, jf. § 2 a, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., af lignende form og/eller klasse, løbende eller ad gentagne gange i løbet af en nærmere angivet udstedelsesperiode, herunder alle former for warrants.

§ 7. Ved værdipapirer, der udstedes løbende eller ad gentagne gange, forstås i denne be-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

kendtgørelse flere på hinanden følgende udstedelser eller mindst to særskilte udstedelser af værdipapirer af lignende form og/eller klasse indenfor en periode på 12 måneder.

§ 8. Ved hjemland forstås i denne bekendtgørelse:

1) For alle udstedere af værdipapirer i et land indenfor Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, det land indenfor Den Europæiske Union eller det land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, hvor udstederen har sit vedtægtsmæssige hjemsted, såfremt udstederen ikke er omfattet af nr. 2.
2) For alle udstedere af værdipapirer, der ikke er kapitalandele, jf. § 2 a, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., og

1) hvis pålydende pr. værdipapir beløber sig til mindst 1000 euro, eller
2) som giver ret til at erhverve omsættelige værdipapirer eller modtage et kontant beløb som følge af, at de konverteres eller af, at de rettigheder, de giver, udøves, forudsat at udstederen af værdipapirerne ikke er udstederen af de underliggende værdipapirer eller en enhed, der tilhører samme koncern som sidstnævnte udsteder, det land indenfor Den Europæiske Union eller det land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, hvor udstederen har sit vedtægtsmæssige hjemsted, eller hvor værdipapirerne skulle eller skal optages til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, eller hvor værdipapirerne udbydes til offentligheden.

3) For alle udstedere af værdipapirer, der har deres vedtægtsmæssige hjemsted i et land udenfor Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, der ikke er omfattet af nr. 2, det land indenfor Den Europæiske Union eller det land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, hvor værdipapirerne efter hensigten skal udbydes til offentligheden for første gang efter 31. december 2003, eller hvor den første ansøgning om optagelse til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer indsendes.

Stk. 2. Valg af hjemland, jf. stk. 1, nr. 2 og 3, træffes af henholdsvis udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel.

Stk. 3. Hvis valg af hjemland, jf. stk. 1, nr. 3, ikke var bestemt af udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse af værdipapirerne til notering eller handel første gang, hvor værdipapirerne var udbudt til offentligheden eller optaget til notering eller handel, kan de foretage dette valg efterfølgende.

§ 9. Ved værtsland forstås i denne bekendtgørelse det land indenfor Den Europæiske Union, eller det land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, hvor der foretages et udbud til offentligheden eller ansøges om optagelse til notering eller handel, når dette er forskelligt fra hjemlandet.

§ 10. Ved basisprospekt forstås i denne bekendtgørelse et dokument, der indeholder samtlige relevante oplysninger om udstederen og de værdipapirer, der udbydes til offentligheden eller optages til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer og efter udstederens valg de endelige vilkår for udbuddet.

Kapitel 2
Undtagelser fra pligten til at offentliggøre et prospekt

§ 11. Forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt efter §§ 23 og 24 i lov om værdipapirhandel m.v. finder ikke anvendelse på følgende udbud, når værdipapirerne ikke søges optaget til notering eller handel:

1) Udbud af værdipapirer, der udelukkende er rettet til kvalificerede investorer, jf. § 2.
2) Udbud af værdipapirer, der er rettet til færre end 100 fysiske eller juridiske personer pr. land indenfor Den Euro-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

pæiske Union eller pr. land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, som ikke er kvalificerede investorer, jf. § 2.
3) Udbud af værdipapirer, der er rettet til investorer, som erhverver værdipapirer for i alt mindst 50.000 euro pr. investor for hvert særskilt udbud.
4) Udbud af værdipapirer, hvis pålydende pr. værdipapir beløber sig til mindst 50.000 euro.

Stk. 2. Ethvert videresalg af værdipapirer, der tidligere var omfattet af en eller flere af de i stk. 1 nævnte former for udbud, skal betragtes som et særskilt udbud, og det skal afgøres, hvorvidt videresalget er et udbud af værdipapirer til offentligheden, hvor der er pligt til at offentliggøre et prospekt.

§ 12. Forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt efter §§ 23 og 24 i lov om værdipapirhandel m.v. finder ikke anvendelse på udbud til offentligheden af følgende værdipapirer, når værdipapirerne ikke søges optaget til notering eller handel:
1) Aktier udstedt med henblik på ombytning af allerede udstedte aktier af samme klasse, såfremt udstedelsen af de nye aktier ikke indebærer en forhøjelse af den udstedte aktiekapital.
2) Værdipapirer, der udbydes i forbindelse med et overtagelsestilbud, såfremt der tilvejebringes et dokument, der indeholder oplysninger, som svarer til prospektets.
3) Værdipapirer, der udbydes, tildeles eller skal tildeles i forbindelse med en fusion, såfremt der tilvejebringes et dokument, der indeholder oplysninger, som svarer til prospektets.
4) Aktier, der udbydes, tildeles eller skal tildeles gratis til eksisterende aktionærer, og udbytte, der udbetales i form af aktier af samme klasse som de ubyttegivende aktier, såfremt der gives aktionærerne adgang til et dokument, der indeholder oplysninger om aktiernes antal og klasse samt årsagerne til og de nærmere omstændigheder ved transaktionen.
5) Værdipapirer, der udbydes, tildeles eller skal tildeles til eksisterende eller tidligere bestyrelsesmedlemmer eller ansatte af deres arbejdsgiver, hvis værdipapirer allerede er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, eller et koncernforbundet selskab, jf. § 5, stk. 1, nr. 9, i lov om finansiel virksomhed, såfremt der gives ovennævnte personer adgang til et dokument, der indeholder oplysninger om værdipapirernes antal og klasse samt årsagerne til og de nærmere omstændigheder ved transaktionen.

§ 13. Forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt efter §§ 23 og 24 i lov om værdipapirhandel m.v. finder ikke anvendelse på optagelse til notering eller handel for følgende værdipapirer:
1) Aktier, der over en periode på 12 måneder udgør mindre end 10 af antallet af aktier af samme klasse, der allerede er optaget til notering eller handel på samme fondsbørs, autoriserede markedsplads eller tilsvarende regulerede marked for værdipapirer.
2) Aktier, der er udstedt med henblik på ombytning af aktier af samme klasse, som allerede er optaget til notering eller handel på samme fondsbørs, autoriserede markedsplads eller tilsvarende regulerede marked for værdipapirer, såfremt udstedelsen af de nye aktier ikke indebærer en forhøjelse af den udstedte aktiekapital.
3) Værdipapirer, der udbydes i forbindelse med et overtagelsestilbud, såfremt der tilvejebringes et dokument, der indeholder oplysninger, som svarer til prospektets.
4) Værdipapirer, der udbydes, tildeles, eller skal tildeles i forbindelse med en fusion, såfremt der tilvejebringes et dokument, der indeholder oplysninger, som svarer til prospektets.
5) Aktier, der udbydes, tildeles eller skal tildeles gratis til eksisterende aktionærer, og udbytte, der udbetales i form af aktier af samme klasse som de udbyttegivende aktier, såfremt de nævnte aktier er af samme klasse som de aktier, der allerede er optaget til notering eller handel på samme fondsbørs, autorise-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

rede markedsplads eller tilsvarende regulerede marked for værdipapirer, og der gives aktionærerne adgang til et dokument, der indeholder oplysninger om aktiernes antal og klasse samt årsagerne til og de nærmere omstændigheder ved transaktionen.

6) Værdipapirer, der udbydes, tildeles eller skal tildeles til eksisterende eller tidligere bestyrelsesmedlemmer eller ansatte eller et koncernforbundet selskab, jf. § 5, stk. 1, nr. 9, i lov om finansiel virksomhed, såfremt de pågældende værdipapirer er af samme klasse som de værdipapirer, der allerede er optaget til notering eller handel på samme fondsbørs, autoriserede markedsplads eller tilsvarende regulerede marked for værdipapirer, og der gives ovennævnte personer adgang til et dokument, der indeholder oplysninger om værdipapirernes antal og klasse samt årsagerne til og de nærmere omstændigheder ved transaktionen.
7) Aktier, der udstedes ved ombytning af andre værdipapirer eller som følge af udøvelsen af rettigheder i henhold til andre værdipapirer, såfremt de pågældende aktier er af samme klasse som de aktier, der allerede er optaget til notering eller handel på samme fondsbørs, autoriserede markedsplads eller tilsvarende regulerede marked for værdipapirer.

Stk. 2. Forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt efter §§ 23 og 24 i lov om værdipapirhandel m.v. finder ikke anvendelse for optagelse til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, der allerede er optaget til notering eller handel på et andet reguleret marked for værdipapirer, når følgende betingelser er opfyldt:

1) Værdipapirerne eller værdipapirer af samme klasse har været optaget til notering eller handel på dette andet regulerede marked i mere end 18 måneder.
2) Prospektet for værdipapirer, der første gang blev optaget til notering eller handel på dette andet regulerede marked efter 1. juli 2005, er godkendt og stillet til rådighed for offentligheden i overensstemmelse med artikel 14 i direktiv 2003/71/EF om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel.
3) Prospektet for værdipapirer, der første gang blev optaget til notering eller handel efter den 30. juni 1983, men før den 1. juli 2005, er godkendt i overensstemmelse med kravene i direktiv 80/390/EØF om samordning af kravene ved udarbejdelse af, kontrol med, og udsendelse af det prospekt, der skal offentliggøres med henblik på optagelse af værdipapirer til officiel notering på en fondsbørs eller direktiv 2001/34/EF vedrørende betingelserne for optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om disse værdipapirer.
4) De faste forpligtelser i forbindelse med notering eller handel på dette andet regulerede marked er opfyldt.
5) Den person, der anmoder om at få optaget et værdipapir til notering eller handel på en fondsbørs, eller en autoriseret markedsplads i Danmark under henvisning til stk. 2, udarbejder et resumé, der stilles til rådighed for offentligheden på dansk i henhold til kapitel 6.
6) Indholdet af resuméet, jf. nr. 5, skal være i overensstemmelse med § 15, stk. 3. Dokumentet skal endvidere angive, hvor det seneste prospekt kan rekvireres, og hvor de finansielle oplysninger, som udstederen har offentliggjort i overensstemmelse med sin faste oplysningspligt, findes.

§ 14. Finanstilsynet kan godkende fysiske personer, der er bosiddende i Danmark, som kvalificerede investorer, hvis de pågældende personer skriftligt anmoder om det. For at blive godkendt som kvalificeret investor skal en fysisk person opfylde mindst to af følgende kriterier:

1) Personen har udført gennemsnitligt mindst 10 værdipapirtransaktioner af betydeligt omfang pr. kvartal i de foregående fire kvartaler.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

2) Personens værdipapirportefølje overstiger 0,5 mio. euro i værdi.
3) Personen arbejder eller har arbejdet i den finansielle sektor i mindst et år i en stilling, der fordrer kendskab til investering i værdipapirer.

Stk. 2. Endvidere kan Finanstilsynet registrere små og mellemstore virksomheder, der har deres vedtægtsmæssige hjemsted i Danmark, som kvalificerede investorer, hvis de pågældende virksomheder skriftligt anmoder om det.

Stk. 3. Finanstilsynet opretter og fører et register over de fysiske personer og små og mellemstore virksomheder, der er blevet godkendt som kvalificerede investorer. Oplysningerne i registeret er tilgængelige for udstedere af værdipapirer.

Stk. 4. Fysiske personer og små og mellemstore virksomheder, der er registrerede som kvalificerede investorer, kan til enhver tid vælge at træde ud af registeret for kvalificerede investorer.

Stk. 5. Fysiske personer og små og mellemstore virksomheder, der er registrerede som kvalificerede investorer i et land indenfor Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, anerkendes i Danmark som kvalificerede investorer.

Kapitel 3
Prospektets format og indhold

§ 15. Prospektet skal indeholde oplysninger om udstederen og de værdipapirer, der skal udbydes til offentligheden eller optages til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer. Det skal også indeholde et resumé.

Stk. 2. Udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse af værdipapirer til notering eller handel, kan vælge at udarbejde prospektet som et enkelt dokument eller som særskilte dokumenter. I et prospekt, der består af særskilte dokumenter, skal de påkrævede oplysninger anføres i et registreringsdokument, en værdipapirnote og et resumé. Registreringsdokumentet skal indeholde oplysninger om udstederen. Værdipapirnoten skal indeholde oplysninger om de værdipapirer, der udbydes til offentligheden eller søges optaget til notering eller handel.

Stk. 3. Resuméet i prospektet skal være kortfattet og i et let forståeligt sprog. I resuméet fremlægges de vigtigste forhold og risici i forbindelse med udstederen, en eventuel garant og værdipapirerne. Resuméet skal derudover indeholde følgende oplysninger:
1) Resuméet bør læses som en indledning til prospektet.
2) Enhver beslutning om investering i værdipapirerne bør træffes på baggrund af prospektet som helhed.
3) Hvis en sag vedrørende oplysningerne i prospektet indbringes for en domstol, kan den sagsøgende investor være forpligtet til at betale omkostningerne i forbindelse med oversættelse af prospektet, inden sagen indledes.
4) De fysiske eller juridiske personer, som har udfærdiget resuméet eller eventuelle oversættelser heraf og anmodet om godkendelse heraf, kan ifalde et civilretligt erstatningsansvar, men kun såfremt det er misvisende, ukorrekt eller uoverensstemmende, når det læses sammen med de andre dele af prospektet.

Stk. 4. Når prospektet vedrører optagelse til notering eller handel på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads i Danmark af værdipapirer, der ikke er kapitalandele, jf. § 2 a, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., og som har et pålydende på mindst 50.000 euro, finder kravet i stk. 1, om, at prospektet skal indeholde et resumé, ikke anvendelse.

§ 16. En udsteder, der har fået et registreringsdokument godkendt af Finanstilsynet indenfor de seneste 12 måneder, kan vælge kun at udarbejde værdipapirnoten og resuméet, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til notering eller handel. Finanstilsynet træffer i dette tilfælde beslutning om godkendelse af værdipapirnoten og resuméet.

Stk. 2. Når stk. 1 finder anvendelse, skal værdipapirnoten indeholde oplysninger, der normalt vil indgå i registreringsdokumentet,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

hvis der er indtruffet væsentlige ændringer, der kan få betydning for investorernes vurdering, efter at registreringsdokumentet senest er ajourført eller et tillæg i henhold til § 26 er godkendt.

§ 17. For følgende værdipapirer kan udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer vælge at udarbejde et basisprospekt:

1) Værdipapirer, der ikke er kapitalandele, jf. § 2 a, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., herunder alle former for warrants, udstedt under et udbudsprogram.
2) Værdipapirer, der ikke er kapitalandele, jf. § 2 a, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., og som udstedes løbende eller ad gentagne gange af kreditinstitutter

1) når provenuet fra udstedelsen af værdipapirerne investeres i aktiver, der yder tilstrækkelig dækning for den med værdipapirerne skabte gæld indtil indløsningsdagen, og
2) når de pågældende beløb i tilfælde af det tilknyttede kreditinstituts konkurs først og fremmest skal anvendes til tilbagebetaling af kapital og forfaldne renter.

Stk. 2. Basisprospektet skal indeholde samtlige relevante oplysninger om udstederen og de værdipapirer, der udbydes til offentligheden eller optages til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer.

Stk. 3. Hvis de endelige vilkår for udbuddet ikke kan indgå enten i basisprospektet eller i et tillæg, gøres de endelige vilkår tilgængelige for investorerne og indsendes til Finanstilsynet, hver gang der foretages et udbud til offentligheden så hurtigt som muligt, og om muligt forud for udbuddets start.

§ 18. Oplysninger kan indarbejdes i prospektet ved henvisning til et eller flere tidligere eller samtidigt offentliggjorte dokumenter, der er godkendt af eller indsendt til Finanstilsynet. Sådanne oplysninger skal være de senest tilgængelige for udstederen. Resuméet må ikke indeholde oplysninger, der er indarbejdet ved henvisning.

Stk. 2. Når oplysninger indarbejdes ved henvisning, skal der tilvejebringes en krydsreferencetabel, så investorerne let kan identificere specifikke oplysningselementer.

Kapitel 4
Udeladelse af oplysninger i prospektet

§ 19. Når den endelige udbudspris og det antal værdipapirer, der udbydes til offentligheden, ikke kan indgå i prospektet, skal én af følgende betingelser være opfyldt:

1) Prospektet skal indeholde de kriterier eller de betingelser, der gælder for fastsættelsen af den endelige udbudspris, herunder maksimumsprisen, og antallet af værdipapirerne.
2) Købs- eller tegningsaccepter for værdipapirerne kan trækkes tilbage i mindst to børsdage efter, at den endelige udbudspris og antallet af værdipapirer, der udbydes til offentligheden, er modtaget i Finanstilsynet.

Stk. 2. Udsteder skal indsende den endelig udbudspris og antallet af værdipapirer til Finanstilsynet samt offentliggøre sådanne oplysninger i henhold til § 25, når disse kendes.

§ 20. Finanstilsynet kan tillade, at visse foreskrevne oplysninger udelades af prospektet i følgende tilfælde:

1) Udbredelse af oplysningerne vil stride mod den offentlige interesse.
2) Udbredelse af oplysningerne vil tilføje udstederen betydelig skade, forudsat at undladelse af offentliggørelse ikke kan medføre, at offentligheden vildledes med hensyn til faktiske omstændigheder og forhold, der er afgørende for bedømmelsen af udstederen, udbyderen eller en eventuel garant, og af de rettigheder, der er knyttet til de værdipapirer, som prospektet vedrører.
3) Oplysningerne kun er af ringe betydning for et specifikt udbud eller en specifik optagelse til notering eller handel og ikke vil kunne indvirke på vurderingen af udstederens, udbyderens eller en eventuel garants finansielle situation og forventede udvikling.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 2. I særlige tilfælde, hvor visse af de krævede oplysninger, der skal indgå i et prospekt, ikke findes på grund af udstederens aktivitetsområde eller udstederens organisation eller for de værdipapirer, som prospektet vedrører, kan prospektet indeholde andre oplysninger, der svarer til de krævede oplysninger. Findes sådanne tilsvarende oplysninger ikke, finder det pågældende oplysningskrav ikke anvendelse.

Kapitel 5
Gyldighed

§ 21. Et prospekt er gyldigt i 12 måneder fra offentliggørelsen. Hvis et tillæg til prospektet er krævet i henhold til § 26, skal tillægget være godkendt og offentliggjort som betingelse for prospektets gyldighed.

Stk. 2. Et tidligere godkendt registreringsdokument, som nævnt i § 16, er gyldigt i en periode på op til 12 måneder. Det tidligere godkendte registreringsdokument ledsaget af en godkendt værdipapirnote samt et godkendt resumé anses som et gyldigt prospekt.

§ 22. I forbindelse med et udbudsprogram er et tidligere godkendt basisprospekt gyldigt i en periode på op til 12 måneder.

§ 23. Et basisprospekt for de i § 17, stk. 1, nr. 2, nævnte værdipapirer er gyldigt, indtil de pågældende værdipapirer ikke længere udstedes løbende eller ad gentagne gange.

Kapitel 6
Offentliggørelse af prospektet

§ 24. Når et prospekt er godkendt, gør udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, prospektet tilgængeligt for offentligheden så hurtigt som praktisk muligt og under alle omstændigheder i rimelig tid og senest inden starten af udbuddet til offentligheden eller optagelse til notering eller handel af de pågældende værdipapirer. I tilfælde af, at aktier i en klasse, der udbydes til offentligheden, optages til notering eller handel for første gang, skal prospektet være tilgængeligt mindst seks børsdage før udbuddets afslutning.

§ 25. Prospektet anses for offentliggjort, når det er gjort tilgængeligt for offentligheden på én af følgende måder:

1) Ved indrykning i et eller flere dagblade, der er landsdækkende eller har stor udbredelse i Danmark, når udbud til offentligheden foretages eller ansøgningen om optagelse til notering eller handel indsendes til en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads i Danmark.
2) I trykt form, der vederlagsfrit stilles til rådighed for offentligheden på kontorerne for det marked, hvor værdipapirerne optages til notering eller handel, såvel som på udstederens vedtægtsmæssige hjemsted og hos de finansielle virksomheder, der placerer eller formidler salg af værdipapirerne.
3) I elektronisk form på udstederens netsted og i givet fald på netsteder, der tilhører de finansielle virksomheder, der placerer eller formidler salg af værdipapirerne.
4) I elektronisk form via informationssystemet på den fondsbørs, den autoriserede markedsplads eller det tilsvarende regulerede marked for værdipapirer, hvor ansøgningen om optagelse til notering eller handel indsendes.

Stk. 2. Finanstilsynet offentliggør løbende på sit netsted en liste over de prospekter, som er godkendt indenfor de seneste 12 måneder.

Stk. 3. For prospekter, der omfatter flere særskilte dokumenter, eller hvor oplysningerne er indarbejdet ved henvisning, kan de dokumenter og oplysninger, der udgør prospektet, offentliggøres og udbredes særskilt, såfremt de pågældende dokumenter vederlagsfrit gøres tilgængelige for offentligheden i overensstemmelse med de i stk. 1, nævnte ordninger. Det skal anføres på hvert dokument, hvor de øvrige dokumenter, som udgør prospektet, kan findes.

Stk. 4. Når prospektet offentliggøres i elektronisk form, skal en investor dog på anmodning kunne få prospektet udleveret vederlagsfrit i papirform fra udstederen, udbyderen, eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, eller de finansielle virksomheder, der placerer eller

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

formidler salg af værdipapirerne, indtil prospektet ikke længere er gyldigt.

§ 26. Enhver væsentlig ny omstændighed, materiel fejl eller ukorrekthed i forbindelse med oplysningerne i prospektet, der kan påvirke vurderingen af værdipapirerne, og som indtræder eller konstateres mellem tidspunktet for godkendelsen af prospektet og den endelige afslutning af udbuddet til offentligheden, eller starten af handlen på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, skal angives i et tillæg til prospektet. Et sådant tillæg skal godkendes indenfor syv børsdage og offentliggøres i overensstemmelse med § 25.

Stk. 2. Resuméet og de eventuelle oversættelser heraf skal ajourføres for at tage hensyn til de nye oplysninger i tillægget.

Stk. 3. Investorer, der har indvilget i at købe eller tegne værdipapirer allerede inden offentliggørelsen af tillægget, har ret til at trække deres accept tilbage i to børsdage efter tillæggets offentliggørelse.

Kapitel 7
Annoncering

§ 27. Hvis der annonceres i tilknytning til et udbud til offentligheden af værdipapirer eller optagelse til notering eller handel, og der er pligt til at offentliggøre et prospekt, skal det fremgå af annonceringen, at der er eller vil blive offentliggjort et prospekt. Det skal angives, hvor prospektet er eller vil blive gjort tilgængeligt for investorerne.

Stk. 2. Det skal tydeligt fremgå af annonceringen, at det drejer sig om annoncering. De oplysninger, der indgår i annonceringen, må ikke være forkerte eller misvisende.

Stk. 3. Hvis der fremlægges oplysninger i offentligheden i tilknytning til et udbud til offentligheden af værdipapirer eller optagelse til notering eller handel, og hvor der er pligt til at offentliggøre et prospekt, skal oplysningerne være i overensstemmelse med prospektets indhold, selv om fremlæggelsen ikke sker i forbindelse med annoncering.

§ 28. Når der i henhold til §§ 11-13 ikke kræves et prospekt godkendt og offentliggjort, skal væsentlige oplysninger, der fremlægges af en udsteder eller en udbyder, og som sendes til kvalificerede eller særlige kategorier af investorer, herunder oplysninger, der fremlægges i forbindelse med møder om udbud af værdipapirer, gøres tilgængelige for alle kvalificerede investorer eller særlige kategorier af investorer, som udbuddet er rettet til

Kapitel 8
Sprog

§ 29. Når der alene foretages udbud til offentligheden i Danmark eller ansøges om optagelse til notering eller handel på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads i Danmark, og Danmark er hjemlandet, skal prospektet udarbejdes på dansk.

Stk. 2. Når der foretages udbud til offentligheden eller ansøges om optagelse til notering eller handel i ét eller flere lande indenfor Den Europæiske Union eller ét eller flere lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, bortset fra Danmark, og Danmark er hjemlandet, skal prospektet udarbejdes på et sprog, der accepteres af den kompetente myndighed i de pågældende værtslande, eller på engelsk. Den kompetente myndighed i de enkelte værtslande kan kræve resuméet oversat til det eller de officielle sprog.

Stk. 3. I de i stk. 2 nævnte tilfælde skal prospektet til brug for Finanstilsynets behandling af ansøgningen om godkendelse af prospektet udarbejdes på enten dansk, norsk, svensk eller engelsk.

Stk. 4. Når der foretages udbud til offentligheden eller ansøges om optagelse til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked i mere end ét land indenfor Den Europæiske Union eller mere end ét land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, heriblandt Danmark, og Danmark er hjemlandet, skal prospektet udarbejdes på dansk. Prospektet skal endvidere gøres tilgængeligt enten på et sprog, der accepteres af de kompetente myndigheder i værtslandene eller på engelsk.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 5. Når der foretages udbud til offentligheden eller ansøges om optagelse til notering eller handel på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads i Danmark, og hjemlandet er et land indenfor Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, bortset fra Danmark, skal prospektet udarbejdes på dansk eller engelsk. Resuméet skal oversættes til dansk.

Stk. 6. Når der i ét eller flere lande indenfor Den Europæiske Union eller ét eller flere lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, ansøges om optagelse til notering eller handel af værdipapirer, der ikke er kapitalandele, jf. § 2 a, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., og hvis pålydende pr. værdipapir beløber sig til mindst 50.000 euro, skal prospektet udarbejdes enten på et sprog, der accepteres af de kompetente myndigheder i henholdsvis hjem- og værtslandet eller på engelsk.

Stk. 7. Finanstilsynet kan dispensere helt eller delvist fra kravet i stk. 1 og 4 om, at prospektet skal udarbejdes på dansk, når det pågældende udbud, optagelsen til notering eller handel eller de pågældende værdipapirer er af en sådan art, at hensynet til beskyttelse af investorerne ikke nødvendiggør, at prospektet foreligger på dansk.

Kapitel 9
Grænseoverskridende udbud og optagelse til notering eller handel

§ 30. Et prospekt samt eventuelle tillæg hertil, der er godkendt i et land indenfor Den Europæiske Union, eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, bortset fra Danmark, er gyldigt for udbud til offentligheden eller optagelse til notering eller handel i Danmark, såfremt Finanstilsynet har modtaget en anmeldelse i overensstemmelse med artikel 18 i direktiv 2003/71/EF om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og såfremt bestemmelserne om gyldighed i kapitel 5 er opfyldt.

§ 31. På anmodning af udstederen eller den person, der er ansvarlig for prospektets udarbejdelse, skal Finanstilsynet stille et godkendelsescertifikat til rådighed for den kompetente myndighed i værtslandene, såfremt der planlægges et offentligt udbud af værdipapirer eller en optagelse af værdipapirer til notering eller handel i ét eller flere lande indenfor Den Europæiske Union eller ét eller flere lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

Stk. 2. Finanstilsynet skal stille godkendelsescertifikatet til rådighed for den kompetente myndighed i værtslandet, jf. stk. 1, senest tre børsdage efter anmodningen, eller hvis anmodningen indsendes sammen med ansøgningen om godkendelse af prospektet, én børsdag efter godkendelsen af prospektet.

Stk. 3. Det skal fremgå af godkendelsescertifikatet, at prospektet er udarbejdet i overensstemmelse med direktiv 2003/71/EF om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og det skal vedlægges en kopi af prospektet. Såfremt bestemmelserne i § 20 har fundet anvendelse, anføres det i certifikatet sammen med en begrundelse herfor.

Stk. 4. Hvis resuméet kræves oversat af værtslandets kompetente myndighed, skal udstederen eller den person, der er ansvarlig for prospektets udarbejdelse indsende et oversat resumé til Finanstilsynet. Det oversatte resumé vedlægges det godkendelsescertifikat, som Finanstilsynet sender til den kompetente myndighed i værtslandet, jf. stk. 1.

Stk. 5. Proceduren, som nævnt i stk. 1-4, skal tillige følges for eventuelle tillæg til prospektet.

§ 32. Når Danmark er hjemland, kan Finanstilsynet godkende et prospekt for så vidt angår udstedere, der har deres vedtægtsmæssige hjemsted i et land udenfor Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, der er udarbejdet i overensstemmelse med lovgivningen i et land udenfor Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, med henblik på udbud til offentligheden eller optagelse

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

til notering eller handel i Danmark, under følgende forudsætninger:

1) Prospektet er udarbejdet i overensstemmelse med internationale standarder fastlagt af internationale børstilsynsorganisationer, herunder IOSCO's oplysningsstandarder.
2) Oplysningskravene i henhold til det pågældende lands lovgivning, herunder oplysninger af finansiel karakter, svarer til kravene i henhold til direktiv 2003/71/EF om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel.

Stk. 2. §§ 29-31 finder tillige anvendelse ved udbud til offentligheden eller optagelse til notering eller handel af værdipapirer, der er udstedt af en udsteder, der har sit vedtægtsmæssige hjemsted i et land udenfor Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

§ 33. Hvis Finanstilsynet finder, at en udsteder eller en udbyder har handlet i strid med bestemmelserne i kapitel 6 i lov om værdipapirhandel m.v. og i denne bekendtgørelse i forbindelse med et offentligt udbud af værdipapirer i Danmark, skal Finanstilsynet forelægge sagen for den kompetente myndighed i udstederens hjemland.

Stk. 2. Finanstilsynet træffer beslutning om passende forholdsregler for at beskytte investorerne efter at have underrettet den kompetente myndighed i udstederens eller udbyderens hjemland, hvis udstederen eller de finansielle virksomheder med ansvar for udbuddet til offentligheden overtræder bestemmelserne i kapitel 6 i lov om værdipapirhandel m.v. og i denne bekendtgørelse.

Kapitel 10
Overgangsbestemmelser

§ 34. Udstedere, der har deres vedtægtsmæssige hjemsted i et land udenfor Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, og hvis værdipapirer er optaget til notering eller handel på et reguleret marked i et land indenfor Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område den 1. juli 2005, vælger deres kompetente myndighed i overensstemmelse med reglerne i § 8. Den pågældende udsteder meddeler sin beslutning til den kompetente myndighed i det land, som udstederen har valgt som hjemland senest den 31. december 2005.

Kapitel 11
Straffebestemmelser

§ 35. Med bøde straffes forsætlig eller grov uagtsom overtrædelse af § 15, stk. 1, stk. 2, 2. pkt., og stk. 3, § 16, stk. 2, § 17, stk. 2, § 18, stk. 1, 2. og 3. pkt., og stk. 2, § 19, stk. 1, § 24, § 25, stk. 3, 2. pkt., § 26, stk. 1, 1. pkt., § 27, og § 28 i denne bekendtgørelse.

Stk. 2. Med bøde straffes forsætlig eller grov uagtsom overtrædelse af artikel 4-20, artikel 22, stk. 1, 1. og 2. pkt., stk. 4 og 5, artikel 25, stk. 1 og 2 og artikel 26, stk. 1 i Kommissionens forordning nr. 809/2004 af 29. april 2004 (om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EC for så vidt angår oplysninger i prospekter samt disses format, integration af oplysninger ved henvisning og offentliggørelse af sådanne prospekter samt annoncering).

Stk. 3. Der kan pålægges selskaber m.v. (juridiske personer) strafansvar efter reglerne i straffelovens 5. kapitel.

Kapitel 12
Ikrafttrædelse

§ 36. Bekendtgørelsen træder i kraft den 1. juli 2005.

Stk. 2. Samtidig ophæves bekendtgørelse nr. 330 af 23. april 1996 om kravene til det prospekt, der skal offentliggøres, inden værdipapirer kan optages til notering på en fondsbørs.

Finanstilsynet, den 28. april 2005

Officielle noter:

1) Bekendtgørelsen indeholder bestemmelser, der gennemfører dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF, (EU-Tidende 2003, nr. L 345, s. 64)

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bekendtgørelse nr. 307 af 28. april 2005 om prospekter ved første offentlige udbud mellem 100.000 euro og 2.500.000 euro af visse værdipapirer

I medfør af § 43, stk. 3, § 44, stk. 6, § 46, stk. 2, og § 93, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 171 af 17. marts 2005, fastsættes:

Kapitel 1
Anvendelsesområde m.v.

§ 1. Reglerne i denne bekendtgørelse finder anvendelse på de værdipapirer, der er nævnt i § 43, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., ved første offentlige udbud mellem 100.000 euro og 2.500.000 euro, og når værdipapirerne ikke ønskes optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked.

Kapitel 2
Undtagelser fra pligten til at offentliggøre et prospekt

§ 2. Forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt efter kapitel 12 i lov om værdipapirhandel m.v. finder ikke anvendelse på følgende udbud:

1) Udbud af værdipapirer, der udelukkende er rettet til kvalificerede investorer, jf. § 2 i bekendtgørelse om prospekter for værdipapirer, der optages til notering eller handel på et reguleret marked, og ved første offentlige udbud af værdipapirer over 2.500.000 euro.
2) Udbud af værdipapirer, der er rettet til færre end 100 fysiske eller juridiske personer pr. land indenfor Den Europæiske Union eller pr. land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, som ikke er kvalificerede investorer, jf. § 2 i bekendtgørelse om prospekter for værdipapirer, der optages til notering eller handel på et reguleret marked, og ved første offentlige udbud af værdipapirer over 2.500.000 euro.
3) Udbud af værdipapirer, hvis pålydende pr. værdipapir beløber sig til mindst 50.000 euro.
4) Udbud af værdipapirer, der kun kan erhverves mod en kontant modydelse for i alt mindst 50.000 euro pr. investor for hvert særskilt udbud.

§ 3. Forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt efter kapitel 12 i lov om værdipapirhandel m.v. finder ikke anvendelse på følgende værdipapirer:

1) Værdipapirer, hvor udbuddet kun omfatter en del af værdipapirerne i samme emission, og der i forbindelse med det tidligere udbud af værdipapirer i denne emission er offentliggjort et prospekt i overensstemmelse med bestemmelserne i denne bekendtgørelse.
2) Andele i investeringsforeninger, specialforeninger, fåmandsforeninger, udenlandske investeringsinstitutter og andre kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. eller lov om innovationsforeninger.
3) Værdipapirer udstedt af

1) et land indenfor Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller af en af det pågældende lands regionale eller kommunale myndigheder, eller
2) internationale offentligretlige organer, som ét eller flere lande indenfor Den Europæiske Union eller ét eller flere

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, er medlem af.

3) Værdipapirer, der udbydes i forbindelse med et overtagelsestilbud, såfremt der tilvejebringes et dokument, der indeholder oplysninger, som svarer til prospektets.
4) Værdipapirer, der udbydes, tildeles eller skal tildeles i forbindelse med en fusion, såfremt der tilvejebringes et dokument, der indeholder oplysninger, som svarer til prospektets.
5) Fondsaktier.
6) Aktier, der udbydes med henblik på ombytning af allerede udstedte aktier af samme klasse, såfremt udstedelsen af de nye aktier ikke indebærer en forhøjelse af den udstedte aktiekapital.
7) Værdipapirer, der udbydes, tildeles eller skal tildeles til eksisterende eller tidligere bestyrelsesmedlemmer eller ansatte af deres arbejdsgiver eller et koncernforbundet selskab, jf. § 5, stk. 1, nr. 9, i lov om finansiel virksomhed, såfremt der gives ovennævnte personer adgang til et dokument, der indeholder oplysninger om værdipapirernes antal og klasse samt årsagerne til og de nærmere omstændigheder ved transaktionen.
8) Værdipapirer, der udstedes ved konvertering af konvertible obligationer eller som følge af udøvelsen af rettigheder i henhold til warrants, for så vidt der er offentliggjort et prospekt i forbindelse med et offentligt udbud af de pågældende warrants eller konvertible obligationer.
9) Obligationer eller andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med obligationer, såfremt de udstedes af kreditinstitutter, pengeinstitutter eller finansieringsinstitutter, der er under offentligt tilsyn, og udstedelsen af værdipapirerne foretages løbende eller ad gentagne gange.
10) Obligationer eller andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med obligationer, såfremt de udstedes af juridiske personer på grundlag af et statsmonopol og er oprettet eller reguleret ved en særlig lov, eller hvis optagelse af lån er dækket af en ubetinget og uigenkaldelig garanti fra et land indenfor Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller af en af det det pågældende lands regionale eller kommunale myndigheder.
11) Obligationer eller andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med obligationer, såfremt de udstedes af juridiske personer, som er oprettet ved særlig lov, og hvis virksomhed består i:
    1) under tilsyn fra offentlige myndigheder at tilvejebringe midler ved udstedelse af obligationer, og
    2) at finansiere produktionsvirksomhed ved hjælp af midler tilvejebragt af de pågældende juridiske personer eller stillet til rådighed af staten og/eller at deltage i sådan virksomhed gennem erhvervelse af andele, og hvis obligationer med henblik på optagelse til officiel notering er ligestillet med obligationer udstedt eller garanteret af staten.

Kapitel 3
Prospektets indhold og sprog

§ 4. Prospektet skal indeholde oplysninger om de ansvarlige for prospektet med angivelse af fulde navn, stilling og bopæl eller eventuel forretningsadresse samt om de forhold, der er angivet i §§ 5-11.

Stk. 2. De ansvarlige skal erklære, at oplysningerne i prospektet dem bekendt er rigtige, og at prospektet efter deres overbevisning indeholder de oplysninger, der anses for fornødne for, at investorerne og deres investeringsrådgivere kan danne sig et velbegrundet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og fremtidsudsigter samt over en eventuel garant og over de rettigheder, der er knyttet til de værdipapirer, der udbydes til offentligheden.

§ 5. Oplysninger om det offentlige udbud og om de værdipapirer, der indgår heri, skal mindst omfatte:

1) Formålet med udstedelsen.
2) Typen af de udbudte værdipapirer, jf. § 43, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

3) Værdipapirernes pålydende værdi og antal udstedte værdipapirer.
4) De rettigheder, der er knyttet til værdipapirerne.
5) Eventuelle indskrænkninger i værdipapirernes omsættelighed.
6) Den kurs, hvortil værdipapirerne udbydes, eller metoden for kursfastsættelse med angivelse af forventet interval for kursen.
7) Nærmere bestemmelser om eventuel fortegningsret.
8) Betaling for og fristen for udlevering af værdipapirerne.
9) Datoen fra hvilken værdipapirerne giver ret til udbytte, herunder rente.
10) Kildeskat af udbytte.
11) Udbudsperiode.
12) Hvem, der eventuelt har overtaget udbuddet i fast tegning eller garanterer dets gennemførelse.
13) Det eventuelle marked, hvor værdipapirerne kan omsættes.

§ 6. Oplysninger om udstederen og dennes kapitalforhold skal mindst omfatte:
1) Navn og hjemsted.
2) Stiftelsesdato.
3) Den retlige form samt gældende lovgivning.
4) Det vedtægtsmæssige formål.
5) Hvis udstederen er registreret i et offentligt register (selskabsregister, handelsregister eller lignende), hvor og under hvilket registernummer dette er sket.
6) Størrelsen af udstederens nuværende kapital og dennes eventuelle opdeling i klasser.
7) De vigtigste kendetegn for de værdipapirer, på hvilke kapitalen er fordelt.
8) Størrelsen af den eventuelt ikke-indbetalte del af kapitalen.
9) Den samlede pålydende værdi af konvertible obligationer eller warrants samt nærmere bestemmelser om konvertering eller tegning.
10) Den eventuelle koncern, som udstederen indgår i.

Stk. 2. Hvis udstederen er et aktie- eller anpartsselskab, skal yderligere oplyses:
1) Eventuelle stemmerets- og ejerskabsbegrænsninger.
2) Det højeste beløb, bestyrelsen er bemyndiget til at forhøje kapitalen med samt bemyndigelsens varighed.
3) Hvilke aktionærer, der er omfattet af aktieselskabslovens § 28a.

§ 7. Prospektet skal indeholde en beskrivelse af udstederens hovedaktiviteter, herunder oplysninger om betydningsfulde hændelser, som har påvirket aktiviteterne, udstederens afhængighed af patenter, licenser og aftaler af grundlæggende betydning, oplysning om igangværende, væsentlige investeringer samt angivelse af eventuel retstvist, som har væsentlig økonomisk betydning for udstederen.

Stk. 2. Har udstederen drevet virksomhed i så kort tid, at første årsregnskab endnu ikke er udarbejdet, skal oplysningerne efter stk. 1 gives for den periode, som virksomheden har været drevet.

§ 8. Ved oplysning om udstederens aktiver og passiver, økonomiske stilling og resultat skal årsregnskabet for det seneste regnskabsår og et eventuelt koncernregnskab indgå i prospektet. Udstederen kan undlade at medtage det ene regnskab, hvis dette ikke indeholder væsentlige supplerende oplysninger.

Stk. 2. Eventuelle perioderegnskaber, herunder halvårsregnskaber, skal indgå i prospektet, hvis sådanne er offentliggjort efter udløbet af det forudgående regnskabsår.

Stk. 3. Oplysninger om udstederens udvikling siden sidste regnskabsårs afslutning samt forventede udvikling skal fremgå i det omfang, det kan have væsentlig betydning for vurderingen af udstederen.

Stk. 4. Udstederens revisor skal angives med fulde navn og adresse.

Stk. 5. Har revisor taget forbehold eller nægtet at påtegne års- og koncernregnskabet eller perioderegnskabet, skal dette oplyses med angivelse af grundene hertil. Har revisor givet supplerende oplysninger i sin påtegning, skal dette tillige oplyses.

§ 9. Udstederens bestyrelse og direktion og et eventuelt repræsentantskab skal angives med fulde navn, stilling og bopæl eller eventuel forretningsadresse.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 2. Ved udbud af aktier til offentligheden skal vederlag i forbindelse med udbuddet til bestyrelse, direktion og et eventuelt repræsentantskab oplyses.

§ 10. Hvis udbuddet omfatter obligationer, for hvilke der stilles garanti af en eller flere juridiske personer, skal de i §§ 6-9 nævnte oplysninger gives for garanten.

§ 11. Vedrører udbuddet konvertible obligationer eller warrants, skal der tillige gives oplysning om de aktier eller obligationer, de giver ret til, samt om betingelserne og reglerne for konvertering eller tegning.

Stk. 2. Hvis den virksomhed, der endeligt skal udstede aktier eller obligationer, er en anden end udstederen af konvertible obligationer eller warrants, skal de i §§ 6-9 foreskrevne oplysninger ligeledes gives for den endelige udsteder af aktierne eller obligationerne.

§ 12. I særlige tilfælde, hvor visse af de i §§ 4-11 krævede oplysninger ikke findes på grund af udstederens aktivitetsområde eller udstederens organisation eller for de værdipapirer, som prospektet vedrører, skal prospektet indeholde andre oplysninger, der svarer til de krævede oplysninger.

§ 13. Det skal fremgå af annonceringen i tilknytning til et offentligt udbud af værdipapirer, at der er eller vil blive offentliggjort et prospekt. Det skal angives, hvor prospektet er eller vil blive gjort tilgængeligt for investorerne.

§ 14. Enhver væsentlig ny omstændighed, materiel fejl eller ukorrekthed i forbindelse med oplysningerne i prospektet, der kan påvirke vurderingen af værdipapirerne, og som indtræder eller konstateres mellem tidspunktet for godkendelsen af prospektet og den endelige afslutning af udbuddet til offentligheden, skal angives i et tillæg til prospektet. Et sådant tillæg offentliggøres i overensstemmelse med reglerne i bekendtgørelse om Erhvervs- og Selskabsstyrelsens offentliggørelse af prospekter ved første offentlige udbud af visse værdipapirer.

§ 15. Et prospekt udarbejdet efter §§ 4-14 skal være affattet på dansk.

Kapitel 4
Gyldighed

§ 16. Et prospekt er gyldigt i 12 måneder efter offentliggørelsen.

Stk. 2. Hvis et tillæg til prospektet er krævet i henhold til § 14, skal tillægget være godkendt som betingelse for prospektets gyldighed.

Kapitel 5
Indsendelse, registrering og offentliggørelse m.v.

§ 17. Prospekter, som nævnt i §§ 4-16, skal indsendes til Finanstilsynet i 2 eksemplarer.

Stk. 2. Finanstilsynet påser, at prospekter, som nævnt i §§ 4-16, opfylder kravene i kapitel 12 i lov om værdipapirhandel m.v. og denne bekendtgørelse. Finanstilsynet videregiver det ene af prospekterne til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

§ 18. Modtagelse af prospekter, som nævnt i §§ 4-16, registreres i og offentliggøres af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

§ 19. Udbud til offentligheden må først finde sted fem arbejdsdage efter, at prospektet er offentliggjort, jf. § 18.

Kapitel 6
Straffebestemmelser

§ 20. Med bøde straffes forsætlig eller grov uagtsom overtrædelse af §§ 4-13, § 14, stk. 1, 1. pkt., § 15, og § 19 i denne bekendtgørelse.

Stk. 2. Der kan pålægges selskaber m.v. (juridiske personer) strafansvar efter reglerne i straffelovens 5. kapitel.

Kapitel 7
Ikrafttrædelse

§ 21. Bekendtgørelsen træder i kraft den 1. juli 2005.

Stk. 2. Samtidig ophæves bekendtgørelse nr. 166 af 13. marts 2003 om prospekter ved første offentlige udbud af visse værdipapirer.

Finanstilsynet, den 28. april 2005

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bekendtgørelse nr. 126 af 28. februar 2005 om meddelelse, indberetning og offentliggørelse af ledende medarbejderes transaktioner, insiderlister, underretning om mistænkelige transaktioner, indikationer på kursmanipulation og accepteret markedspraksis (bekendtgørelse om markedsmisbrug)1)

I medfør af § 28 a, stk. 8, § 37, stk. 10, § 38, stk. 5, og § 93, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 1269 af 19. december 2003 som ændret ved lov nr. 1460 af 22. december 2004, fastsættes:

Kapitel 1
Fælles bestemmelser

Definitioner

§ 1. I denne bekendtgørelse forstås ved:

1) Person: En fysisk eller juridisk person.
2) Insiderliste: En fortegnelse over personer med adgang til intern viden, som en person i henhold til § 37, stk. 4, i lov om værdipapirhandel m.v. er forpligtet til at udarbejde og ajourføre.
3) Mistænkelig transaktion : En transaktion med værdipapirer omfattet af § 34, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., som med rimelighed kan antages at udgøre en overtrædelse af § 35, stk. 1, eller § 39, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.
4) Accepteret markedspraksis : En praksis, som med rimelighed kan forventes på et eller flere markeder for handel med værdipapirer, og som er accepteret af Finanstilsynet i henhold til § 38, stk. 4, 2. pkt., i lov om værdipapirhandel m.v.
5) Reguleret marked : Et marked som defineret i artikel 1, nr. 13, i direktiv 93/22/EØF.

Kapitel 2
Meddelelse, indberetning og offentliggørelse af ledende medarbejderes transaktioner

Anvendelsesområde

§ 2. Reglerne i § 28 a i lov om værdipapirhandel m.v. samt i denne bekendtgørelses §§ 3-7 gælder alene for:

1) Selskaber, der har deres registreringsmæssige hjemsted i Danmark.
2) Selskaber, der hverken har deres registreringsmæssige hjemsted i et land indenfor Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, men som i henhold til artikel 10 i direktiv 2003/71/EF er forpligtet til at indberette årsoplysninger i Danmark.
3) Ledende medarbejdere i selskaber omfattet af nr. 1 eller 2.

Nærtstående personer til ledende medarbejdere omfattet af nr. 3.

Begrebet nærtstående personer til en ledende medarbejder

§ 3. Begrebet andre slægtninge i § 28 a, stk. 4, nr. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. omfatter alene fysiske personer, der er knyttet til en ledende medarbejder ved slægtskab i ret op- eller nedstigende linje eller som søskende.

Bagatelgrænse

§ 4. Ved beregning af, om bagatelgrænsen på 5.000 EUR i § 28 a, stk. 6, i lov om værdipapirhandel m.v. er overskredet, anvendes den af Danmarks Nationalbank på

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

transaktionstidspunktet senest offentliggjorte valutakurs.

Stk. 2. Såfremt bagatelgrænsen på 5.000 EUR i § 28 a, stk. 6, i lov om værdipapirhandel m.v. overskrides, skal der gives meddelelse om den transaktion, hvorved bagatelgrænsen overskrides, samt alle efterfølgende transaktioner.

Indberetning af oplysninger

§ 5. Indberetning af oplysninger i henhold § 28 a, stk. 5, 1. pkt., i lov om værdipapirhandel m.v. skal ske til den fondsbørs eller autoriserede markedsplads, hvor udstederens aktier er optaget til notering eller handel, eller hvor der er indgivet anmodning om sådan optagelse til notering eller handel.

Stk. 2. Den pågældende fondsbørs eller autoriserede markedsplads foretager offentliggørelse af de indberettede oplysninger.

§ 6. Indberetning til den pågældende fondsbørs eller autoriserede markedsplads skal ske på samme måde, som den pågældende fondsbørs henholdsvis autoriserede markedsplads har fastsat for indberetning af udstederes oplysninger efter § 27 og § 41 i lov om værdipapirhandel m.v.

Stk. 2. Den enkelte fondsbørs henholdsvis autoriserede markedsplads kan bestemme, at indberetning kan ske på anden måde.

Offentliggørelse af oplysninger

§ 7. Offentliggørelse af indberetningerne efter denne bekendtgørelses §§ 5-6 skal ske via et informationssystem, som den pågældende fondsbørs henholdsvis den autoriserede markedsplads i henhold til § 18 og § 41 i lov om værdipapirhandel m.v. stiller til rådighed for offentliggørelse af informationer til markedet.

Kapitel 3
Insiderlister

Oprettelse og indhold af insiderlister

§ 8. Personer omfattet af § 37, stk. 4, 1. eller 2. pkt., i lov om værdipapirhandel m.v. skal oprette en insiderliste. Pligten til at oprette en insiderliste i henhold til § 37, stk. 4, 2. pkt., påhviler alene personer, som i kraft af deres virksomhedsudøvelse regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden.

Stk. 2. Insiderlisten skal indeholde oplysninger som nævnt i stk. 3 for samtlige personer, der arbejder for vedkommende, og som regelmæssigt eller i enkeltstående tilfælde har adgang til intern viden, der direkte eller indirekte vedrører udstederen af værdipapirer omfattet af § 34, stk. 1, nr. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.

Stk. 3. Insiderlisten skal som minimum indeholde oplysninger om:

1) navnene på de personer, der har adgang til intern viden,
2) årsagen til, at de pågældende personer står opført på insiderlisten, og
3) datoen for tilføjelsen eller ajourføringen af oplysninger om de pågældende personer.

Opdatering af insiderlister

§ 9. En insiderliste skal straks opdateres, når:

1) der sker ændringer i årsagen til, at en person står opført på insiderlisten,
2) en ny person skal tilføjes til insiderlisten, eller
3) en person, der allerede står opført på insiderlisten, ikke længere har adgang til intern viden.

Opbevaring af insiderlister

§ 10. En insiderliste skal opbevares i mindst fem år efter udarbejdelsen eller opdateringen af den pågældende liste.

Orientering af personer optaget på insiderlister

§ 11. Personer, som optages på en insiderliste, skal uden ugrundet ophold orienteres herom, samt om:

1) hvilke retlige forpligtelser, der er forbundet med besiddelse af intern viden, og
2) hvilke sanktioner, der i henhold til lovgivningen kan pålægges i tilfælde af misbrug eller uberettiget videregivelse af intern viden.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 4
Underretning om mistænkelige transaktioner

Anvendelsesområde

§ 12. Reglerne i § 37, stk. 6 og 7, i lov om værdipapirhandel m.v. samt i denne bekendtgørelses §§ 13-16 gælder alene for:
1) Selskaber, der har deres registreringsmæssige hjemsted i Danmark.
2) Selskaber med hovedsæde i Danmark.
3) Filialer beliggende i Danmark.
4) Fysiske personer ansat i et af de i nr. 1-3 nævnte selskaber eller filialer.

Mistænkelige transaktioner

§ 13. Personer omfattet af § 37, stk. 6, 1. pkt., i lov om værdipapirhandel m.v. skal underrette Finanstilsynet, såfremt de medvirker til gennemførelsen af en mistænkelig transaktion, der er et led i en loyal udførelse af en kundes ordre.

Stk. 2. Ved vurderingen af, om der foreligger en mistænkelig transaktion, skal der tages hensyn til:
1) definitionen af intern viden i § 34, stk. 2-5, i lov om værdipapirhandel m.v.,
2) forbuddet mod insiderhandel i § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.,
3) definitionen af kursmanipulation i § 38, stk. 1-3, i lov om værdipapirhandel m.v.,
4) indikatorerne på kursmanipulation i denne bekendtgørelses §§ 17-18, og
5) forbuddet mod kursmanipulation i § 39, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.

Underretningsfrist

§ 14. Underretning til Finanstilsynet skal gives uden ugrundet ophold efter, at personen bliver bekendt med fakta eller oplysninger, der giver anledning til at antage, at der foreligger en mistænkelig transaktion.

Underretningens indhold

§ 15. Underretning til Finanstilsynet skal indeholde:
1) en beskrivelse af den mistænkelige transaktion, herunder om ordre- og handelstypen,
2) oplysninger om årsagen til, at transaktionen vurderes at være mistænkelig,
3) oplysninger, der muliggør identifikation af den eller de personer, som transaktionen er gennemført for, og af andre personer, der måtte være involveret i transaktionen,
4) oplysninger om den funktion, som den underrettende person udfører, og
5) alle øvrige oplysninger, som kan være væsentlige for vurderingen af den mistænkelige transaktion.

Stk. 2. Hvis samtlige oplysninger omfattet af stk. 1 ikke er til rådighed på tidspunktet for underretningen, er det tilstrækkeligt, at der ved underretningen oplyses om årsagen til, at transaktionen er mistænkelig. Alle øvrige oplysninger omfattet af stk. 1 skal gives til Finanstilsynet, så snart de er til rådighed.

Underretningsmetode

§ 16. Underretning til Finanstilsynet kan foretages per brev, e-mail, telefax eller telefon.

Stk. 2. Foretages underretningen telefonisk, skal der, såfremt Finanstilsynet anmoder herom, gives en skriftlig bekræftelse af underretningen.

Kapitel 5
Kursmanipulation

Indikationer på kursmanipulation

§ 17. Ved vurderingen af om handelsordrer eller transaktioner udgør kursmanipulation i henhold til § 38, stk. 1, nr. 2 og 4, i lov om værdipapirhandel m.v., kan Finanstilsynet og markedsdeltagerne tage hensyn til, om en eller flere af de i stk. 2 nævnte indikationer på kursmanipulation er til stede. Såfremt en eller flere af de i stk. 2 nævnte indikationer er til stede, medfører dette ikke nødvendigvis, at handelsordren eller transaktionen skal anses som kursmanipulation.

Stk. 2. Følgende indikationer på kursmanipulation kan især tages i betragtning:
1) hvis de pågældende handelsordrer eller transaktioner udgør en betydelig andel af den daglige mængde transaktioner med værdipapiret på det pågældende

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

regulerede marked, især når handelsordrerne eller transaktionerne medfører en betydelig ændring i kursen på værdipapiret,
2) hvis de pågældende handelsordrer eller transaktioner foretages af personer med en betydelig købs- eller salgsposition i værdipapiret, og dette medfører betydelige ændringer i kursen på værdipapiret, et afledt værdipapir eller et underliggende aktiv, som er optaget til notering eller handel på et reguleret marked,
3) hvis de pågældende transaktioner ikke medfører ændringer i ejendomsretten til et værdipapir, som er optaget til notering eller handel på et reguleret marked,
4) hvis de pågældende handelsordrer eller transaktioner omfatter modsatte positioner indenfor en kort periode, når handelsordrerne eller transaktionerne udgør en betydelig andel af den daglige mængde transaktioner med værdipapiret på det regulerede marked, og disse kan være forbundet med betydelige ændringer i kursen på værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på et reguleret marked,
5) hvis de pågældende handelsordrer eller transaktioner er koncentreret indenfor et kort tidsrum i handelsperioden, og dette midlertidigt fører til en kursændring, der efterfølgende ændres i modsat retning,
6) hvis de pågældende handelsordrer medfører ændringer i oplysninger om bedste salgs- eller købskurs på et værdipapir eller i udseendet af den for markedsdeltagerne tilgængelige ordrebog, og handelsordrerne annulleres forinden transaktionen gennemføres, og
7) hvis de pågældende handelsordrer eller transaktioner foretages på eller omkring et bestemt tidspunkt, hvor referencekurser, afregningskurser og værdiansættelser beregnes, og dette fører til kursændringer, som påvirker beregningen af sådanne kurser og værdiansættelser.

§ 18. Ved vurderingen af, om handelsordrer eller transaktioner udgør kursmanipulation i henhold til § 38, stk. 1, nr. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. kan Finanstilsynet og markedsdeltagerne tage hensyn til, om en eller flere af de i stk. 2 nævnte indikationer på kursmanipulation er til stede. Såfremt en eller flere af de i stk. 2 nævnte indikationer er til stede, medfører dette ikke nødvendigvis, at handelsordren eller transaktionen skal anses som kursmanipulation.

Stk. 2. Følgende indikationer på kursmanipulation kan især tages i betragtning:
1) Hvis en person eller dennes nærtstående har udbredt vildledende oplysninger om et værdipapir før eller efter, at disse personer har afgivet handelsordrer eller gennemført transaktioner med værdipapiret, og
2) hvis en person eller dennes nærtstående har udbredt investeringsanalyser vedrørende værdipapirer, der er fejlagtige, tendentiøse eller påviseligt påvirket af væsentlige interesser, før eller efter, at den pågældende person har afgivet handelsordrer eller gennemført transaktioner med værdipapiret.

Kapitel 6
Accepteret markedspraksis

Faktorer der skal overvejes ved beslutninger om accepteret markedspraksis

§ 19. Finanstilsynet træffer beslutning om, hvorvidt en markedspraksis kan accepteres, jf. § 38, stk. 4, 2. pkt., i lov om værdipapirhandel m.v.

Stk. 2. Når Finanstilsynet træffer beslutning efter stk. 1, skal tilsynet især tage hensyn til:
1) behovet for at sikre, at markedskræfterne på det pågældende marked kan fungere, og at der er et velfungerende samspil mellem udbud og efterspørgsel,
2) det relevante markeds strukturelle karakteristika, herunder hvorvidt markedet er reguleret, hvilke typer værdipapirer der omsættes på markedet, og hvilke markedsdeltagere (professionelle og/eller private investorer) der er aktive på markedet,
3) hvor gennemsigtig den relevante markedspraksis er i forhold til hele markedet,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

4) i hvilket omfang den relevante markedspraksis har indvirkning på markedets likviditet eller effektivitet,
5) i hvilket omfang den relevante markedspraksis har indvirkning på de væsentligste parametre for markedet, herunder omfanget af indvirkningen på den gennemsnitlige kurs for handelsperioden, den daglige slutkurs eller markedsforholdene i øvrigt,
6) i hvilket omfang der med den relevante markedspraksis tages højde for handelsmekanismerne på markedet, herunder om markedsdeltagerne gives mulighed for at reagere korrekt og rettidigt på den nye markedstilstand, som skyldes denne praksis,
7) hvorvidt den relevante markedspraksis medfører fare for, at integriteten af direkte eller indirekte forbundne markeder for det pågældende værdipapir lider skade, uanset om disse markeder er regulerede eller ej, og
8) resultatet af eventuelle undersøgelser af den relevante markedspraksis, som er gennemført af andre myndigheder, herunder om markedspraksis strider mod regler i lov, bekendtgørelse eller adfærdskodeks, som har til formål at forhindre markedsmisbrug på det pågældende marked eller et direkte eller indirekte forbundet marked.

Stk. 3. Det forhold, at en markedspraksis er ny eller stadig er under udvikling, medfører ikke i sig selv, at den ikke kan accepteres.

Høring og offentliggørelse ved beslutninger om accepteret markedspraksis

§ 20. Forinden Finanstilsynet træffer beslutning efter § 19, stk. 1, skal tilsynet høre relevante organisationer, herunder organisationer der repræsenterer udstedere af værdipapirer, finansielle tjenesteudbydere, markedsoperatører, forbrugere og andre myndigheder.

Stk. 2. Finanstilsynet skal efter omstændighederne, forinden der træffes beslutning efter § 19, stk. 1, høre andre kompetente myndigheder, navnlig hvis der i andre lande indenfor Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eksisterer sammenlignelige markeder hvad angår struktur, omsætning eller transaktionstyper.

Stk. 3. Beslutninger, som Finanstilsynet træffer efter § 19, stk. 1, offentliggøres på Finanstilsynets hjemmeside. Finanstilsynet meddeler sådanne beslutninger til Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg (CESR), der offentliggør dem på sin hjemmeside.

Stk. 4. Ved offentliggørelsen af beslutninger efter § 19, stk. 1, skal Finanstilsynet give en dækkende beskrivelse af den relevante markedspraksis. Ved offentliggørelsen skal der ligeledes gives en beskrivelse af de faktorer, som er indgået i tilsynets bedømmelse af den relevante markedspraksis.

Stk. 5. Hvis der, forinden en beslutning efter § 19, stk. 1 er truffet, er igangsat undersøgelse af konkrete sager om markedsmisbrug, kan Finanstilsynet udsætte en høring efter stk. 1 og 2, indtil disse undersøgelser er afsluttet og eventuelle sanktioner er pålagt.

Stk. 6. Finanstilsynet skal jævnligt revidere tidligere beslutninger om accept af markedspraksis, navnlig hvis der efterfølgende er sket væsentlige ændringer på det pågældende marked, herunder ændringer i markedets handelsregler eller infrastruktur. Såfremt en tidligere beslutning om accept af markedspraksis efterfølgende ændres, skal reglerne i stk. 1-5 iagttages.

Kapitel 7
Afsluttende bestemmelser

Straf

§ 21. Overtrædelse af bestemmelserne i § 8, stk. 2-3, §§ 9-11, § 14, § 15, stk. 1, og stk. 2, sidste pkt., samt § 16, stk. 2, straffes med bøde.

Stk. 2. Der kan pålægges selskaber m.v. (juridiske personer) strafansvar efter reglerne i straffelovens 5. kapitel.

Ikrafttræden

§ 22. Bekendtgørelsen træder i kraft den 1. april 2005.

Stk. 2. Samtidig ophæves bekendtgørelse nr. 774 af 13. september 2002 om insideres

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

meddelelsespligt og udstederes indberetningspligt af visse aktiebesiddelser.

Finanstilsynet, den 28. februar 2005

Officielle noter:

1) Bekendtgørelsen indeholder bestemmelser, der gennemfører dele af Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation (EU-Tidende 2003, nr. L 339, s. 70) og dele af Kommissionens direktiv 2004/72/EF af 29. april 2004 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF for så vidt angår accepteret markedspraksis, definition af intern viden i forbindelse med varederivater, udarbejdelse af lister over insidere, anmeldelse af ledende medarbejderes transaktioner og af mistænkelige transaktioner (EU-Tidende 2004, nr. L 162, s. 70).

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bekendtgørelse nr. 416 af 8. maj 2006 om overtagelsestilbud samt om aktionærers oplysningsforpligtelser11 medfør af § 30, stk. 1, § 32 stk. 3, § 32 a, stk. 2, og § 93, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 843 af 7. september 2005, fastsættes:

Definitioner

§ 1. I denne bekendtgørelse forstås ved:

1) *Overtagelsestilbud eller tilbud* :
   Et offentligt tilbud til aktionærer i et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, et tilsvarende reguleret marked eller en alternativ markedsplads, om hel eller delvis erhvervelse af deres aktier, som følger efter erhvervelse af kontrol med målselskabet, eller har erhvervelse af kontrol som formål, uanset om tilbuddet er pligtmæssigt eller frivilligt.
2) *Målselskab* :
   Det selskab, hvis aktier er genstand for et tilbud.
3) *Tilbudsgiver* :
   Enhver fysisk eller juridisk person, som fremsætter et tilbud.
4) *Personer, der handler i forståelse med andre* :
   Fysiske eller juridiske personer, som samarbejder med tilbudsgiveren eller målselskabet i henhold til en aftale, der kan være udtrykkelig eller stiltiende, mundtlig eller skriftlig, og som tager sigte på at opnå kontrol med målselskabet eller lægge hindringer i vejen for tilbuddet.

Pligtmæssige tilbud

§ 2. Overdrages en aktiepost direkte eller indirekte i et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, et tilsvarende reguleret marked eller en alternativ markedsplads, til en erhverver eller til personer, der handler i forståelse med denne, skal erhververen fremsætte tilbud til alle selskabets aktionærer om køb af deres aktier på identiske betingelser, hvis overdragelsen medfører, at erhververen

1) kommer til at besidde flertallet af stemmerettighederne i selskabet,
2) får ret til at udnævne eller afsætte et flertal af selskabets bestyrelsesmedlemmer,
3) får ret til at udøve en bestemmende indflydelse over selskabet på grundlag af vedtægterne eller aftale med dette i øvrigt,
4) på grundlag af aftale med andre aktionærer kommer til at råde over flertallet af stemmerettighederne i selskabet, eller
5) kommer til at kunne udøve bestemmende indflydelse over selskabet og kommer til at besidde mere end en tredjedel af stemmerettighederne.

Stk. 2. Erhververen skal hurtigst muligt og senest 4 uger efter erhvervelsen offentliggøre et tilbudsdokument, der opfylder betingelserne i § 5.

Stk. 3. Ved ombytning af konvertible gældsbreve, jf. kapitel 6 i lov om aktieselskaber, udnyttelse af tegningsrettigheder, optioner eller warrants m.v. til aktier skal erhververen hurtigst muligt og seneste 4 uger efter den dag, hvor erhververen kan udnytte stemmerettighederne, offentliggøre et tilbudsdokument, der opfylder betingelserne i § 5.

Stk. 4. Erhvervelse ved arv, gave, kreditorforfølgning, overdragelse inden for samme koncern el. lign. er ikke omfattet af tilbudspligten i stk. 1.

Stk. 5. Pligten til at fremsætte tilbud efter stk. 1 finder ikke anvendelse, hvis overdra-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

gelsen er resultatet af et frivilligt tilbud til samtlige aktionærer om at erhverve samtlige deres aktier i henhold til § 3.

Frivillige tilbud

§ 3. En tilbudsgiver, der fremsætter tilbud uden at være omfattet af tilbudspligten i § 2, stk. 1, skal senest 4 uger efter offentliggørelsen af beslutningen om fremsættelse af et tilbud, jf. § 4, stk. 2, offentliggøre et tilbudsdokument, der opfylder betingelserne i § 5.

Meddelelse om tilbud

§ 4. Erhververen af en kontrollerende aktiepost, der udløser tilbudspligt efter § 2, stk. 1, skal straks efter erhvervelsen offentliggøre en meddelelse herom.

Stk. 2. Tilbudsgiver skal straks offentliggøre en beslutning om fremsættelse af et frivilligt tilbud efter § 3.

Stk. 3. Offentliggørelse i medfør af stk. 1 og stk. 2 anses for sket, når meddelelsen er kommet frem til den fondsbørs, autoriserede markedsplads, eller den alternative markedsplads, hvorpå aktierne er optaget til notering eller handel. Det pågældende marked bekendtgør modtagelsen af meddelelsen.

Stk. 4. Straks efter offentliggørelse af en meddelelse i henhold til stk. 1 eller stk. 2 orienterer målselskabets og erhververens eller tilbudsgivers bestyrelser deres respektive lønmodtagers repræsentanter eller, hvis der ikke findes sådanne repræsentanter, lønmodtagerne direkte.

Stk. 5. Inden der gives meddelelse om et tilbud omfattet af stk. 1 eller stk. 2, skal erhververen eller tilbudsgiver have sikret sig, at vedkommende fuldt ud kan opfylde ethvert krav med hensyn til modydelse i form af kontanter, og efter at have truffet alle rimelige foranstaltninger til sikring af, at enhver anden form for ydelse kan erlægges.

Tilbuddets form og indhold

§ 5. Et tilbudsdokument skal indeholde oplysninger om tilbuddets økonomiske vilkår og andre vilkår samt andre oplysninger, som må anses for nødvendige for, at aktionærerne kan danne sig et velbegrundet skøn over tilbuddet. Tilbuddet skal som minimum indeholde oplysninger om:

1) navn, adresse og CVR-nr. på målselskabet,
2) navn og adresse på tilbudsgiver, eller såfremt tilbudsgiver er et selskab, dette selskabs navn, adresse, CVR-nr., vedtægtsmæssige hjemsted og organisationsform samt en oversigt over, hvilke personer eller selskaber der handler i forståelse med tilbudsgiver eller om muligt med målselskabet og, hvis der er tale om selskaber, deres type, navn og vedtægtsmæssige hjemsted samt deres forhold til tilbudsgiver og om muligt til målselskabet,
3) navn og adresse på den person eller det selskab, der på tilbudsgivers vegne forestår effektueringen af tilbuddet,
4) hvor stor en del af stemmerettighederne eller omfanget af den bestemmende indflydelse, som tilbudsgiver allerede har erhvervet eller råder over på anden vis, herunder om endnu ikke effektuerede overdragelsesaftaler samt om særlige vilkår knyttet til de erhvervede stemmerettigheder eller den bestemmende indflydelse. Endnu ikke effektuerede overdragelsesaftaler omfatter bl.a. konvertible gældsbreve, jf. kapitel 6 i lov om aktieselskaber, tegningsrettigheder, optioner og warrants m.v.,
5) modydelsen, jf. § 9 for så vidt angår pligtmæssige tilbud,
6) den tilbudte kurs, jf. § 8 for så vidt angår pligtmæssige tilbud,
7) de aktier eller den eller de aktieklasser, tilbuddet vedrører,
8) den kompensation, som tilbudsgiver tilbyder aktionærerne, og beregningsgrundlaget for kompensationen, jf. § 81 h, stk. 2, i lov om aktieselskaber,
9) hvordan tilbuddet finansieres,
10) hvordan den kontante betaling erlægges eller - hvis der tilbydes aktier i et andet selskab - hvordan ombytningsforholdet fastsættes, eller - hvis der tilbydes en kombination af kontant betaling og aktier – hvordan kombinationen af kontant betaling og ombytning af aktier fastsættes,

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

11) tidspunktet for hvornår afregning vil finde sted,
12) fra hvilken dato aktier giver ret til udbytte, og fra hvilket tidspunkt stemmerettighederne kan udøves, hvis modydelsen er aktier,
13) den maksimale og minimale mængde aktier udtrykt i procent eller antal, som tilbudsgiveren forpligter sig til at erhverve, hvis tilbuddet er omfattet af § 3,
14) eventuelle betingelser knyttet til et tilbud, jf. § 10, herunder under hvilke omstændigheder tilbuddet kan tilbagekaldes,
15) tilbudsperioden, jf. § 6,
16) hvilke handlinger aktionæren skal foretage for at acceptere tilbuddet,
17) hvor og hvornår resultatet af tilbuddet vil blive offentliggjort, herunder hvor og
18) hvornår det vil blive offentliggjort, om eventuelle betingelser knyttet til tilbuddet er opfyldt.
19) tilbudsgivers intentioner med hensyn til målselskabets og, hvis det er relevant, det tilbudsgivende selskabs fremtidige virksomhed, herunder fortsat notering eller handel af selskabernes aktier på en fondsbørs, autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads, bibeholdelse af arbejdspladser for medarbejdere og ledelse, herunder enhver væsentlig ændring af ansættelsesvilkårene; tilbudsgiver skal oplyse om tilbudsgivers strategiske planer for disse selskaber og de sandsynlige konsekvenser for beskæftigelsen og driftsstederne,
20) eventuelle aftaler med andre vedrørende udøvelse af de stemmerettigheder, der er knyttet til selskabets aktier, hvis tilbudsgiver er part i eller har kendskab til disse aftaler, og
21) hvilken national lovgivning, der regulerer de aftaler, som indgås mellem tilbudsgiver og aktionærerne som følge af tilbuddet, og de kompetente retsinstanser.

Stk. 2. Ud over de i stk. 1 anførte oplysninger skal det oplyses i tilbudsdokumentet, om de aktionærer, der accepterer tilbuddet, er bundet af denne accept i tilfælde af konkurrerende tilbud efter § 14.

Stk. 3. Hvis tilbuddet opfylder betingelserne i § 2, stk. 5, skal det oplyses i tilbudsdokumentet, at tilbudsgiver ikke er forpligtet til efterfølgende at fremsætte et pligtmæssigt tilbud, hvis der på baggrund af det frivillige tilbud erhverves kontrol i henhold til § 31, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.

Stk. 4. Hvis der sker væsentlige ændringer i de afgivne oplysninger, som ikke kan anses for at være vilkår og som må anses for nødvendige for, at aktionærerne kan danne sig et velbegrundet skøn over tilbuddet, skal tilbudsgiver hurtigst muligt offentliggøre en meddelelse herom i overensstemmelse med § 4, stk. 3.

§ 6. Tilbudsperioden skal udgøre mindst 4 uger og højest 10 uger regnet fra datoen for tilbudsdokumentets offentliggørelse, jf. dog § 13, stk. 3.

§ 7. Tilbudsgiver skal behandle alle aktionærer inden for samme aktieklasse lige.

Stk. 2. Hvis tilbudsgiveren eller en person, der handler i forståelse med denne, efter tilbudsdokumentet er offentliggjort og inden tilbudsperiodens udløb, indgår aftaler med aktionærer eller andre vedrørende køb og salg af aktier i målselskabet, skal tilbudsgiveren minimum forhøje sit tilbud til de øvrige aktionærer tilsvarende, hvis disse aktier er omfattet af tilbuddet, og hvis aftalerne indgås på mere fordelagtige vilkår end dem, der i henhold til tilbudsdokumentet tilbydes aktionærerne.

Stk. 3. Vælger tilbudsgiver, at et overtagelsestilbud også skal omfatte konvertible gældsbreve, jf. kapitel 6 i lov om aktieselskaber, tegningsrettigheder, optioner eller warrants m.v., finder bestemmelserne i stk. 1 og 2 med de fornødne tilpasninger tilsvarende anvendelse for disse værdipapirer.

Stk. 4. Omfatter tilbuddet konvertible gældsbreve som nævnt i stk. 3, skal ejerne tilbydes en pris, som sikrer dem en forholdsmæssig indbyrdes lige behandling. Den tilbudte pris skal ligeledes sikre ejerne af disse værdipapirer en forholdsmæssig lige be-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

handling i forhold til den kurs, der tilbydes aktionærerne i selskabet.

§ 8. Den tilbudte kurs skal mindst svare til den højeste pris, som tilbudsgiver eller personer, der handler i forståelse med tilbudsgiveren, har betalt for de allerede erhvervede aktier i de 6 måneder, der går forud for tilbuddets afgivelse.

Stk. 2. Finanstilsynet kan regulere den tilbudte kurs fastsat efter stk. 1 op eller ned, hvis

1) kursen på de pågældende aktier er blevet manipuleret,
2) kursen generelt eller i det foreliggende tilfælde er blevet påvirket af ekstraordinære begivenheder,
3) tilbuddet afgives med henblik på at redde et nødlidende selskab,
4) prisfastsættelsen er et udtryk for omgåelse af ligebehandlingsprincippet, eller
5) tilbudskursen er væsentlig lavere end markedskursen.

Stk. 3. Såfremt tilbudsgiver anmoder om ændring af den højeste pris efter stk. 2, skal anmodning indgives til Finanstilsynet straks efter tilbudsgivers offentliggørelse i medfør af § 4.

Stk. 4. Finanstilsynet kan ved fastsættelse af tilbudskursen efter stk. 2 anvende:

1) den højeste kurs tilbudsgiver har erhvervet aktier til i de 12 måneder, der går forud for tilbudsgivers meddelelse i medfør af § 4, stk. 1 og 3,
2) gennemsnitskursen i de 12 måneder, der går forud for tilbudsgivers meddelelse i medfør af § 4, stk. 1 og 3,
3) målselskabets likvidationsværdi, eller
4) andre objektive kriterier.

Stk. 5. Har målselskabet flere aktieklasser, skal der fastsættes en tilbudspris for hver aktieklasse. For de aktieklasser, hvor tilbudsgiver har erhvervet aktier, anvendes princippet om højeste kurs, jf. stk. 1. Er alle aktieklasserne optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads, fastsættes der for aktieklasser, hvor tilbudsgiver ikke har erhvervet aktier, baseret på kurserne på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, eller en alternativ markedsplads, en tilbudskurs, der forholdsmæssigt svarer til den højeste kurs i den eller de aktieklasser, hvor tilbudsgiver har erhvervet aktier.

Stk. 6. Er én eller flere af flere aktieklasser optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads et tilsvarende reguleret marked eller en alternativ markedsplads, må den kurs, der fastsættes for de ikke noterede eller ikke optagne aktieklasser i forbindelse med en majoritetsoverdragelse, ikke være mere end 50 højere end den kurs, der tilbydes minoritetsaktionærerne.

Stk. 7. Et frivilligt tilbud efter § 3 er ikke omfattet af kravene i stk. 1-6.

§ 9. Tilbudsgiver kan som modydelse i et tilbud omfattet af § 2 tilbyde stemmeberettigede aktier, kontanter eller en kombination heraf.

Stk. 2. Består den tilbudte modydelse ikke af likvide aktier optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, skal modydelsen omfatte kontanter som valgmulighed. Ved tilbud om overdragelse af aktier i et selskab, der er optaget til handel på en alternativ markedsplads, kan modydelsen også bestå af likvide aktier, som er optaget til handel på en alternativ markedsplads.

Stk. 3. Uanset stk. 1 og 2 skal tilbudsgiver tilbyde en modydelse i kontanter, i det mindste som alternativ, hvis tilbudsgiver eller personer, der handler i forståelse med tilbudsgiveren i en periode, der går 6 måneder forud for tilbuddets afgivelse og indtil tilbuddet lukkes for accept, mod kontanter har erhvervet aktier, der repræsenterer mindst 5 af stemmerettighederne i målselskabet.

Stk. 4. Et frivilligt tilbud efter § 3 er ikke omfattet af kravene i stk. 1-3.

§ 10. Der må ikke knyttes betingelser til et overtagelsestilbud.

Stk. 2. Et frivilligt tilbud efter § 3 er ikke omfattet af kravet i stk. 1.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Offentliggørelse af tilbud og tilbudsresultat

§ 11. Et tilbud omfattet af § 2 og § 3 skal offentliggøres på den i stk. 4 nævnte måde, før anden offentliggørelse er tilladt.

Stk. 2. Tilbudsgiver skal sende tilbudsdokumentet og en annonce, der omtaler tilbuddet (tilbudsannonce), til Finanstilsynet. Finanstilsynet påser inden offentliggørelse, at kravene til tilbudsdokumentet og tilbudsannoncen er opfyldt.

Stk. 3. Tilbudsannoncen, jf. stk. 2, skal indeholde oplysninger om fristen for accept af tilbuddet, et netsted, hvor tilbudsdokumentet kan hentes, og hvortil aktionærerne kan rette henvendelse for at få tilsendt tilbudsdokumentet.

Stk. 4. Offentliggørelse af et tilbud anses for sket, når Finanstilsynet har offentliggjort modtagelsen af tilbudsannoncen. Finanstilsynet giver meddelelse til tilbudsgiver, når offentliggørelse er sket.

Stk. 5. Når tilbuddet er offentliggjort, forelægger målselskabets og tilbudsgivers bestyrelser tilbudsdokumentet for deres respektive lønmodtagers repræsentanter eller, hvis der ikke findes sådanne repræsentanter, lønmodtagerne direkte.

Stk. 6. Straks efter offentliggørelsen skal tilbudsgiver indrykke tilbudsannoncen i et landsdækkende dagblad og lægge tilbudsdokumentet på det angivne netsted.

Stk. 7. Målselskabet skal sende tilbudsannoncen til de navnenoterede aktionærer for tilbudsgivers regning.

Stk. 8. Senest 3 dage efter udløbet af tilbudsperioden skal tilbudsgiver offentliggøre tilbudsresultatet. Offentliggørelse skal ske i overensstemmelse med § 4, stk. 3.

Stk. 9. Hvis tilsynet med overholdelse af denne bestemmelse delegeres til en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads jf. § 83 a, stk. 1, nr. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., kan den pågældende fondsbørs, autoriserede markedsplads eller alternative markedsplads fastsætte yderligere regler for offentliggørelse jf. stk. 2-4, 6 og 8.

Målselskabets holdning

§ 12. Bestyrelsen i målselskabet skal udarbejde en redegørelse, som indeholder bestyrelsens holdning til tilbuddet og begrundelse herfor, herunder bestyrelsens holdning til konsekvenserne for alle selskabets interesser, særligt beskæftigelsen, og tilbudsgivers strategiske planer for målselskabet og disses sandsynlige konsekvenser for beskæftigelsen og driftsstederne som omhandlet i tilbudsdokumentet, jf. § 5, stk. 1, nr. 18.

Stk. 2. Redegørelsen skal sendes til Finanstilsynet og offentliggøres inden udløbet af første halvdel af tilbudsperioden, jf. § 6.

Stk. 3. Samtidig med indsendelse af redegørelsen meddeler målselskabets bestyrelse sin holdning, jf. stk. 1, til lønmodtagernes repræsentanter eller, såfremt der ikke findes sådanne repræsentanter, direkte til lønmodtagerne. Hvis målselskabets bestyrelse modtager en særskilt udtalelse fra lønmodtagernes repræsentanter om konsekvenserne for beskæftigelsen, skal udtalelsen straks sendes til Finanstilsynet og offentliggøres.

Stk. 4. Offentliggørelse af redegørelsen og udtalelsen anses for sket, når Finanstilsynet har offentliggjort redegørelsen og udtalelsen. Finanstilsynet giver meddelelse til bestyrelsen i målselskabet, når offentliggørelse er sket.

Stk. 5. Redegørelsen skal offentliggøres på den i stk. 4 nævnte måde, før anden offentliggørelse er tilladt.

Stk. 6. Straks efter offentliggørelsen skal målselskabet for tilbudsgivers regning indrykke en annonce i et landsdækkende dagblad og lægge redegørelsen på et netsted. Annoncen skal indeholde oplysninger om det netsted, hvor dokumentet kan hentes, og hvortil aktionærerne kan henvende sig for at få tilsendt dokumentet. Annoncen sendes til Finanstilsynet, der offentliggør modtagelsen af annoncen.

Stk. 7. Målselskabet skal for tilbudsgivers regning sende dokumentet til de navnenoterede aktionærer.

Stk. 8. Såfremt Finanstilsynets tilsyn med overholdelsen af denne bestemmelse delegeres til en fondsbørs, en autoriseret markeds-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

plads eller en alternativ markedsplads, jf. § 83 a, stk. 1, nr. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., kan den pågældende fondsbørs, autoriserede markedsplads eller alternative markedsplads fastsætte yderligere regler for offentliggørelse, jf. stk. 2, 3, 4, 6 og 7.

Ændring af tilbuddet

§ 13. Tilbudsgiver kan til enhver tid indtil udløbet af tilbudsperioden, jf. § 6 og § 14, stk. 2, ændre de til tilbuddet knyttede vilkår, hvis der er tale om en forbedring af de tilbudte vilkår. Hvis ændringen sker inden for de to sidste uger i tilbudsperioden, forlænges tilbudsperioden, så den udløber 14 dage efter offentliggørelsen af det ændrede tilbud.

Stk. 2. Tilbudsgiver kan forlænge den fastsatte tilbudsperiode med mindst 14 dage ad gangen. Den samlede tilbudsperiode kan dog ikke udgøre mere end 10 uger regnet fra datoen for tilbudsdokumentets offentliggørelse.

Stk. 3. Tilbudsgiver kan forlænge tilbudsperioden udover de 10 uger regnet fra datoen for tilbudsdokumentets offentliggørelse, jf. § 6, med 4 uger adgangen, dog ikke udover 4 måneder fra tilbudsdokumentets offentliggørelse, med henblik på konkurrencemyndighedernes godkendelse.

Stk. 4. Tilbudsgiver kan frafalde eller reducere fastsatte betingelser, jf. § 5, stk. 1, nr. 14, og § 10, under overholdelse af stk. 1, hvis muligheden herfor er angivet i det oprindelige tilbudsdokument.

Stk. 5. Tilbudsgiver skal udarbejde et tillæg til tilbudsdokumentet, der skal offentliggøres som foreskrevet i § 11.

Stk. 6. Bestyrelsen i målselskabet skal ved ændringer i medfør af stk. 1 eller stk. 4 offentliggøre en supplerende redegørelse til selskabets aktionærer om ændringerne. Redegørelsen skal offentliggøres inden udløbet af halvdelen af den resterende tilbudsperiode eller, hvis den resterende tilbudsperiode udgør 14 dage eller derunder, inden 7 dage efter offentliggørelsen af ændringsdokumentet. Offentliggørelse af den supplerende redegørelse skal ske som angivet i § 12.

Stk. 7. Ved tilbud omfattet af stk. 1 skal aktionærer, der allerede har accepteret det oprindelige tilbud fra tilbudsgiveren, gives de samme forbedrede vilkår, som er indeholdt i ændringsdokumentet.

Konkurrerende tilbud

§ 14. Et konkurrerende tilbud skal fremsættes før udløbet af tilbudsperioden for det af de allerede foreliggende tilbud, hvor tilbudsperioden udløber senest. I øvrigt finder bestemmelserne i denne bekendtgørelse tilsvarende anvendelse på konkurrerende tilbud.

Stk. 2. Tilbagekalder den oprindelige tilbudsgiver ikke sit tilbud, forlænges tilbudsperioden på det oprindelige tilbud automatisk til udløbet af tilbudsperioden på det konkurrerende tilbud. Denne automatiske forlængelse af den oprindelige tilbudsperiode skal offentliggøres som foreskrevet i § 11.

Sprog, kompetence, lovvalg og delegation

§ 15. Dokumenter, der kræves udarbejdet i medfør af denne bekendtgørelse, skal affattes på dansk.

§ 16. Finanstilsynet fører tilsyn med tilbud, hvor målselskabet har sit vedtægtsmæssige hjemsted i Danmark eller i et land uden for Den Europæiske Union, som fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, hvis målselskabets aktier er optaget til notering eller handel i Danmark på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads. Endvidere fører Finanstilsynet tilsyn med tilbud, hvor målselskabets aktier er optaget til handel på en alternativ markedsplads.

Stk. 2. Finanstilsynet fører tilsyn med tilbud, hvis målselskabets aktier er optaget til notering eller handel i Danmark på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads, og hvis målselskabets aktier ikke er optaget til handel på et reguleret marked i det land, hvor målselskabet har sit vedtægtsmæssige hjemsted. Hvis aktierne i målselskabet både er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads i Danmark og på et reguleret marked i et

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

andet land inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, fører Finanstilsynet tilsyn med tilbud, hvis aktierne først blev optaget til notering eller handel i Danmark.

Stk. 3. Hvis aktierne i målselskabet optages samtidig til notering eller handel første gang på regulerede markeder i Danmark og et eller flere lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, skal målselskabet bestemme, hvilken af disse landes myndigheder der har kompetence til at føre tilsyn med tilbuddet og underrette disse regulerede markeder, Finanstilsynet og tilsynsmyndighederne i de andre lande på den første handelsdag.

Stk. 4. Hvis målselskabets aktier allerede er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads i Danmark og på et reguleret marked i et eller flere lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, ved denne bekendtgørelses ikrafttrædelse og blev optaget samtidig, bestemmer målselskabet på første handelsdag, hvilken af disse landes myndigheder der har kompetence til at føre tilsyn med tilbuddet, hvis tilsynsmyndighederne ikke har afgjort spørgsmålet senest fire uger efter ikrafttrædelsen.

Stk. 5. Målselskabet skal hurtigst muligt offentliggøre selskabets beslutning efter stk. 3 og 4. Offentliggørelse skal i overensstemmelse med § 4, stk. 3.

§ 17. I de tilfælde, der er nævnt i § 16, stk. 1, behandles overtagelsestilbud i henhold til danske regler.

Stk. 2. I de tilfælde, der er nævnt i § 16, stk. 2-4, hvor Finanstilsynet er den kompetente myndighed, behandles spørgsmål vedrørende den modydelse, som tilbydes i forbindelse med et tilbud, herunder navnlig prisen, og spørgsmål i tilknytning til proceduren for tilbuddet, navnlig oplysninger om tilbudsgiverens beslutning om at give et tilbud, indholdet af tilbudsdokumentet og offentliggørelse af tilbuddet, i henhold til de danske regler.

Stk. 3. Uanset § 16, stk. 2-4, behandles spørgsmål vedrørende underretning af målselskabets ansatte, opnåelse af kontrol og om eventuelle undtagelser fra pligten til at fremsætte et tilbud af tilsynsmyndigheden i det land inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, hvor målselskabet har sit vedtægtsmæssige hjemsted, i henhold til dette lands regler.

§ 18. Finanstilsynet s tilsyn med overholdelse af reglerne i denne bekendtgørelse kan i overensstemmelse med § 83 a, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. delegeres til en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads.

Oplysningsforpligtelse

§ 19. I et selskab optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads skal aktionærer, der er omfattet af § 29 i lov om værdipapirhandel m.v., straks offentliggøre, jf. § 27, stk. 8, i lov værdipapirhandel m.v., oplysninger om forhold i aktionæraftaler, som kan påvirke aktiernes frie omsættelighed, eller som vil kunne få væsentlig indflydelse på kursdannelsen.

Dispensations-, straffe- og ikrafttrædelsesbestemmelser

§ 20. Finanstilsynet kan i særlige tilfælde dispensere fra § 2, stk. 1 og 2, § 3, § 6, § 9, stk. 2 og 3, § 10, stk. 1, § 11, stk. 8, § 12, stk. 2, § 13, stk. 1-3, § 14, stk. 1 og § 19.

§ 21. Overtrædelse af § 2, stk. 1-3, § 3, § 4, stk. 1, 2, 4 og 5, § 5, § 6, § 7, § 8, stk. 1, 5 og 6, § 9, stk. 2, 1. pkt., og stk. 3, § 10, stk. 1, § 11, stk. 1-3 og stk. 5-8, § 12, stk. 1-3, og stk. 5-7, § 13, stk. 5-7, § 14, stk. 2, 2. pkt., § 15, § 16, stk. 5, og § 19 straffes med bøde.

Stk. 2. Der kan pålægges selskaber m.v. (juridiske personer) strafansvar efter reglerne i straffelovens 5. kapitel, jf. lov om værdipapirhandel m.v. § 93, stk. 4.

§ 22. Bekendtgørelsen træder i kraft den 20. maj 2006.

Stk. 2. Samtidig ophæves bekendtgørelse nr. 618 af 23. juni 2005 om overtagelsestilbud samt om aktionærers oplysningsforpligtel-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

ser, dog således at reglerne i bekendtgørelse nr. 618 af 23. juni 2005 forsat finder anvendelse på overtagelsestilbud, hvor tilbudspligten er udløst før den 20. maj 2006, eller hvor meddelelse om beslutning om fremsættelse af et frivilligt tilbud er offentliggjort før den 20. maj 2006.
NREF/FN501/1)/

Finanstilsynet, den 8. maj 2006

Officielle noter:

1) Bekendtgørelsen indeholder bestemmelser, der gennemfører dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud (EU-Tidende 2004 L 142, s. 12).

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bekendtgørelse nr. 728 af 11. juli 2005 om storaktionærer1)

I medfør af § 29, stk. 3, og § 93, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 171 af 17. marts 2005, fastsættes:

Opgørelse af betydelige andele

§ 1. I selskaber, der har aktier optaget til notering på en fondsbørs i Danmark, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i lande, som Fællesskabet har indgået samarbejdsaftale med, eller der har aktier optaget til handel på en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads i Danmark, skal der ved opgørelsen af betydelige andele efter § 29, stk. 1 og 2, i lov om værdipapirhandel m.v., som besiddelse medregnes:

1) aktier, den pågældende selv ejer,
2) aktier, hvis stemmeret andre råder over i eget navn for den pågældendes regning,
3) aktier, hvis stemmeret tilkommer en virksomhed, som den pågældende kontrollerer ved at have forbindelse med som nævnt i aktieselskabslovens § 2, stk. 2, jf. stk. 4 og 5,
4) aktier, hvis stemmeret tilkommer andre, med hvem den pågældende har indgået en skriftlig aftale, som forpligter parterne til ved samordnet brug af deres stemmeret at føre en langsigtet, fælles politik om forvaltningen af selskabet,
5) aktier, hvis stemmeret den pågældende eller en af denne kontrolleret virksomhed, jf. nr. 3, midlertidigt og mod betaling ved skriftlig aftale har overdraget til andre,
6) aktier, som den pågældende har stillet til sikkerhed, medmindre panthaver råder over stemmeretten og erklærer at have til hensigt at udøve den,
7) aktier, den pågældende har i pant, og hvor denne råder over stemmeretten og erklærer at have til hensigt at udøve den,
8) aktier, hvis stemmeret den pågældende har brugsret til,
9) aktier, hvis stemmeret den pågældende eller andre nævnt i de ovenstående numre har ret til at erhverve på eget initiativ efter en skriftlig aftale, samt
10) aktier, som er deponeret hos den pågældende, når denne frit kan udøve stemmeretten.

Meddelelse om betydelige andele

§ 2. Enhver, der besidder betydelige andele efter § 1, skal straks give meddelelse til selskabet. Samtidig med meddelelsen til selskabet skal den pågældende give ligelydende meddelelse til den eller de fondsbørser, hvor selskabets aktier er noteret, eller den eller de autoriserede markedspladser eller alternative markedspladser, hvor selskabets aktier er optaget til handel.

Stk. 2. Meddelelsen skal indeholde oplysning om fulde navn, bopæl eller for virksomheders vedkommende hjemsted, antallet af aktier med deres pålydende, hvilken aktieklasse aktierne tilhører, samt oplysning om på hvilket grundlag besiddelsen er opgjort efter denne bekendtgørelses § 1.

Stk. 3. Omfatter meddelelsen besiddelse efter § 1, nr. 4, gives meddelelsen af en af aftalens parter på alles vegne. Meddelelsen skal indeholde særskilte oplysninger for de af aftalens parter, der hver for sig overskrider grænserne for meddelelsespligt i § 29, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 4. Meddelelse om besiddelse omfattet af § 1, nr. 9, fritager ikke den øjeblikkelige aktiebesidder fra en eventuel meddelelsespligt i medfør af stk. 1.

Stk. 5. Ved »straks« i stk. 1 forstås:

1) handelsdagen for handler, der indgås gennem et eller flere fondsbørsmedlemmer, jf. § 20, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.,
2) handelsdagen for handler, der indgås på en autoriseret markedsplads,
3) handelsdagen for handler, der indgås på en alternativ markedsplads, og
4) i andre tilfælde den dag, hvor et besiddelsesforhold, jf. § 1, etableres eller ændres.

Offentliggørelse af betydelige andele

§ 3. En fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads indberetter straks meddelelser modtaget i henhold til § 29, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, jf. dog stk. 3.

Stk. 2. Meddelelser, som er omfattet af stk. 1, er offentligt tilgængelige i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Stk. 3. Selskaber, der har aktier optaget til notering på en fondsbørs i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i lande, som Fællesskabet har indgået samarbejdsaftale med, skal drage omsorg for offentliggørelse på den måde, der er foreskrevet i den pågældende stat.

Fritagelse af fondsbørsmedlemmer m.v.

§ 4. Medlemmer af en fondsbørs, jf. § 20, stk. 1 og 2, i lov om værdipapirhandel m.v., er fritaget for pligten i §§ 1-2 til at give selskabet og fondsbørsen meddelelse om betydelige andele, hvis

1) besiddelsen er et led i vedkommendes løbende forretninger,
2) besiddelsen ikke benyttes til at gribe ind i det pågældende selskabs forvaltning,
3) besiddelsen ikke varer over 5 handelsdage og
4) den næste 5 -grænse ikke overskrides.

Stk. 2. Bestemmelsen i stk. 1 finder tilsvarende anvendelse på værdipapirhandlere, som er medlemmer af en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads i Danmark, og som enten er omfattet af § 4, stk. 1, nr. 1-4, i lov om værdipapirhandel m.v., eller er udenlandske kreditinstitutter eller investeringsselskaber, som ikke udøver værdipapirhandel her i landet gennem filial eller ved at yde tjenesteydelser her i landet.

Straf

§ 5. Overtrædelse af bestemmelserne i §§ 1 og 2 samt § 3, stk. 1, straffes med bøde.

Stk. 2. Der kan pålægges selskaber m.v. (juridiske personer) strafansvar efter reglerne i straffelovens 5. kapitel.

Ikrafttræden

§ 6. Bekendtgørelsen træder i kraft den 20. juli 2005.

Stk. 2. Samtidig ophæves bekendtgørelse nr. 386 af 29. maj 2000 om opgørelse af, meddelelse om og offentliggørelse af betydelige andele i selskaber, der har aktier optaget til notering på en fondsbørs eller aktier optaget til handel på en autoriseret markedsplads .

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, den 11. juli 2005

Officielle noter:

1) Bekendtgørelsen indeholder bestemmelser, der gennemfører dele af Rådets direktiv 2001/34/EF af 28. maj 2001 vedrørende betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om disse værdipapirer (EU-Tidende 2001 L 184, s. 1).

Redaktionelle noter:

Den korrigerede tekst er indlagt efter omtryk af Lovtidende A, hæfte 102, den 18.08.2005.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bekendtgørelse nr. 769 af 5. juli 2006 om, hvilke betalingssystemer der er omfattet af Danmarks Nationalbanks overvågning

I medfør af § 86, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 479 af 1. juni 2006, fastsættes:

§ 1. Følgende betalingssystemer er omfattet af Danmarks Nationalbanks overvågning, jf. § 86, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v.:

1) Sumclearingen.

§ 2. Bekendtgørelsen træder i kraft den 17. juli 2006.

Finanstilsynet, den 5. juli 2006

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bekendtgørelse nr. 608 af 20. juni 2005 om delegation af beføjelser til Københavns Fondsbørs A/S og Dansk Autoriseret Markedsplads A/S

I medfør af § 83 a, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 171 af 17. marts 2005, fastsættes:

Delegation til Københavns Fondsbørs A/S og Dansk Autoriseret Markedsplads A/S

§ 1. Finanstilsynet delegerer i medfør af lov om værdipapirhandel m.v. § 83 a, stk. 1, sine beføjelser efter de i stk. 2 nævnte bestemmelser til Københavns Fondsbørs A/S, jf. dog § 2.

Stk. 2. Delegationen til Københavns Fondsbørs A/S omfatter Finanstilsynets beføjelser efter

1) lov om værdipapirhandel m.v. § 23, stk. 2, § 23 a, stk. 1-3 og 5, samt reglerne udstedt i medfør af lov om værdipapirhandel m.v. § 22, stk. 4, § 23, stk. 8 og 9, § 24, stk. 2, og § 25, stk. 5,
2) lov om værdipapirhandel m.v. § 27 a, stk. 2, § 28 a, stk. 5, samt reglerne udstedt i medfør af lov om værdipapirhandel m.v. § 29, stk. 3, § 30, § 32, stk. 3, § 33, stk. 4, 1. pkt., og
3) lov om værdipapirhandel m.v. § 83, stk. 1, til at påse overholdelsen af § 27, § 28, § 28 c, § 29, stk. 1 og 2, § 31, stk. 1, § 32, stk. 1, og § 33, stk. 1.

Stk. 3. Delegationen til Københavns Fondsbørs A/S omfatter sager, der relaterer sig til værdipapirer, der er eller søges optaget til notering på Københavns Fondsbørs A/S eller værdipapirer, der er eller søges optaget til handel på Xtramarked, jf. dog stk. 4.

Stk. 4. Delegationen omfatter for værdipapirer, der er eller søges optaget til handel på XtraMarked, kun stk. 2, nr. 2-3.

§ 2. Delegationen til Københavns Fondsbørs A/S omfatter ikke Finanstilsynets beføjelser efter

1) § 31, stk. 4, og § 33, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v.,
2) § 83, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. til at påse, at reglerne om finansiel information i andre dokumenter end års- og halvårsrapporter, herunder prospekter og fondsbørsmeddelelser, er overholdt, når bortses fra påseelsen af rettidig og konsistent offentliggørelse,
3) § 1, stk. 2, og § 4, stk. 5, i bekendtgørelse nr. 414 af 21. maj 2001 om indberetning af handler med værdipapirer, der er noteret på en fondsbørs m.v.,
4) § 4, stk. 1, i bekendtgørelse nr. 386 af 29. maj 2000 om opgørelse af, meddelelse om og offentliggørelse af betydelige andele i selskaber, der har aktier optaget til notering på en fondsbørs eller aktier optaget til handel på en autoriseret markedsplads,
5) § 17, stk. 3, og § 26, stk. 2, i bekendtgørelse nr. 331 af 23. april 1996 om betingelserne for optagelse til notering af værdipapirer på en fondsbørs,
6) § 14, stk. 1-3, og § 33 i bekendtgørelse nr. 306 af 28. april 2005 om prospekter for værdipapirer, der optages til notering eller handel på et reguleret marked, og ved første offentlige udbud af værdipapirer over 2.500.000 euro, og
7) § 6, stk. 1, og § 16 i bekendtgørelse nr. 618 af 23. juni 2005 om overtagelsestilbud samt om aktionærers oplysningsforpligtelser.

§ 3. Finanstilsynet delegerer i medfør af lov om værdipapirhandel m.v. § 83 a, stk. 1, sine beføjelser efter de i stk. 2 nævnte be-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

stemmelser til Dansk Autoriseret Markedsplads A/S, jf. dog § 4.

Stk. 2. Delegationen til Dansk Autoriseret Markedsplads A/S omfatter Finanstilsynets beføjelser efter

1) lov om værdipapirhandel m.v. § 27 a, stk. 2, § 28 a, stk. 5, samt reglerne udstedt i medfør af lov om værdipapirhandel m.v. § 29, stk. 3, § 30, § 32, stk. 3, § 33, stk. 4, 1. pkt., og
2) lov om værdipapirhandel m.v. § 83, stk. 1, til at påse overholdelsen af § 27, § 28 c, § 29, stk. 1 og 2, § 31, stk. 1, § 32, stk. 1, og § 33, stk. 1.

Stk. 3. Delegationen til Dansk Autoriseret Markedsplads A/S omfatter sager, der relaterer sig til værdipapirer, der er eller søges optaget til handel på Dansk Autoriseret Markedsplads A/S.

§ 4. Delegationen til Dansk Autoriseret Markedsplads A/S omfatter ikke Finanstilsynets beføjelser efter

1) § 31, stk. 4, og § 33, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v.,
2) § 83, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. til at påse, at reglerne om finansiel information i andre dokumenter end års- og halvårsrapporter, herunder fondsbørsmeddelelser, er overholdt, når bortses fra påseelsen af rettidig og konsistent offentliggørelse,
3) § 1, stk. 2, og § 4, stk. 5, i bekendtgørelse nr. 414 af 21. maj 2001 om indberetning af handler med værdipapirer, der er noteret på en fondsbørs m.v., og
4) § 6, stk. 1, og § 16 i bekendtgørelse nr. 618 af 23. juni 2005 om overtagelsestilbud samt om aktionærers oplysningsforpligtelser.

§ 5. Finanstilsynet kan i konkrete sager ved skriftlig meddelelse tilbagekalde bemyndigelsen til Københavns Fondsbørs A/S henholdsvis Dansk Autoriseret Markedsplads A/S.

Sagsbehandling

§ 6. Københavns Fondsbørs A/S henholdsvis Dansk Autoriseret Markedsplads A/S varetager de delegerede myndighedsopgaver i overensstemmelse med almindelige forvaltningsretlige regler og god forvaltningsskik.

Stk. 2. Københavns Fondsbørs A/S henholdsvis Dansk Autoriseret Markedsplads A/S skal opfylde forvaltningslovens regler om vejledning og repræsentation, aktindsigt, partshøring, begrundelse samt klagevejledning samt lov om offentlighed i forvaltningen, når de træffer afgørelse inden for de områder, der er delegeret efter §§ 1 og 3.

§ 7. Københavns Fondsbørs A/S henholdsvis Dansk Autoriseret Markedsplads A/S kan kræve betaling for varetagelsen af de opgaver, de har fået delegeret efter §§ 1 og 3. Betalingen skal fastsættes på markedsmæssige vilkår.

Tavshedspligt, partsbegreb samt anke

§ 8. Finanstilsynet kan udveksle fortrolige oplysninger i sager inden for de delegerede områder med Københavns Fondsbørs A/S henholdsvis Dansk Autoriseret Markedsplads A/S.

Stk. 2. Københavns Fondsbørs A/S henholdsvis Dansk Autoriseret Markedsplads A/S er inden for de delegerede områder underlagt tavshedspligten i lov om værdipapirhandel m.v. § 84 a, stk. 1 og 2.

Stk. 3. Kun fysiske eller juridiske personer, som i medfør af lov om værdipapirhandel m.v. er tillagt partsstatus inden for de delegerede områder, anses som part i forhold til Københavns Fondsbørs A/S og Dansk Autoriseret Markedsplads A/S, når disse træffer afgørelse på Finanstilsynets vegne.

§ 9. Afgørelser truffet af Københavns Fondsbørs A/S henholdsvis Dansk Autoriseret Markedsplads A/S inden for de delegerede områder kan indbringes for Erhvervsankenævnet senest 4 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende.

Ikrafttræden

§ 10. Bekendtgørelsen træder i kraft den 2. juli 2005.

Stk. 2. Samtidig ophæves bekendtgørelse nr. 311 af 26. april 2005 om delegation af beføjelser til Københavns Fondsbørs A/S og Dansk Autoriseret Markedsplads A/S.

Finanstilsynet, den 20. juni 2005

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bekendtgørelse nr. 66 af 18. januar 2005 om forretningsorden for Fondsrådet

I medfør af § 84, stk. 9, i lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 1269 af 19. december 2003, som ændret ved § 1 i lov nr. 491 af 9. juni 2004, fastsættes:

Fondsrådets medlemmer og suppleanter

§ 1. Fondsrådet består af en formand med økonomisk erhvervsmæssig sagkundskab, en næstformand med juridisk erhvervsmæssig sagkundskab, et medlem med teoretisk regnskabsmæssig sagkundskab, et medlem med teoretisk sagkundskab inden for kapitalmarkedsforhold samt 10 andre medlemmer, der udpeges af ø konomi- og erhvervsministeren efter indstilling af de i § 84, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. nævnte organisationer og myndigheder.

Stk. 2. Medlemmerne udpeges for 4 år ad gangen og kan genudpeges.

§ 2. For hvert medlem udpeges en suppleant. Ved et medlems forfald deltager suppleanten så vidt muligt på medlemmets vegne. For det medlem, der indstilles efter § 84, stk. 1, nr. 12, i lov om værdipapirhandel m.v., udpeges der yderligere 3 suppleanter. Fondsrådets formand beslutter, hvilken af disse yderligere suppleanter, der i givet fald skal deltage i det enkelte møde.

Stk. 2. Suppleanterne indstilles og udpeges på samme måde som de pågældende medlemmer.

Stk. 3. Ved formandens forfald fungerer næstformanden som formand.

Kompetence

§ 3. Ifølge de regler, efter hvilke Fondsrådet ved lov er tillagt kompetence, kan rådet følgende:

1) Træffe afgørelse i
1) sager af principiel karakter, bortset fra sager i henhold til § 3, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., og
2) sager der har videregående betydelige følger for aktørerne på værdipapirmarkedet, bortset fra sager i henhold til § 3, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.
3) Rådgive Finanstilsynet i forbindelse med
1) tilsynets udstedelse af regler,
2) principielle sager om god værdipapirhandelsskik i henhold til § 3 i lov om værdipapirhandel m.v. og
3) sager om god værdipapirhandelsskik i henhold til § 3 i lov om værdipapirhandel m.v., der har videregående betydelige følger for værdipapirmarkedet.
4) Bistå Finanstilsynet med dets informationsvirksomhed.

§ 4. Fondsrådet træffer afgørelse om, hvorvidt der skal rettes henvendelse til anklagemyndigheden om tiltale for overtrædelse af lov om værdipapirhandel m.v. eller andre love, efter hvilke rådet ved lov er tillagt kompetence, samt regler udstedt i medfør af disse love.

§ 5. Fondsrådet og Finanstilsynet arbejder som én myndighed.

Stk. 2. Rådet kan til enhver tid forlange alle oplysninger fra Finanstilsynet.

Stk. 3. Finanstilsynet udfører rådets beslutninger.

Stk. 4. Finanstilsynet forelægger sager for

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

rådet. Endvidere kan rådet forlange en sag omfattet af § 3 gjort til genstand for behandling i rådet på førstkommende møde.

§ 6. Finanstilsynet kan uden at forelægge de konkrete sager for rådet afgøre sager, som er af uopsættelig karakter, fordi øjemedet ellers ville forspildes, jf. dog §§ 8-12. Tilsynet drøfter så vidt muligt sagen med rådets formand forud for tilsynets afgørelse. Tilsynet henholdsvis formanden giver beretning om sådanne afgørelser senest på det følgende møde i rådet.

§ 7. Finanstilsynet fører de med rådets virksomhed forbundne forhandlinger med offentlige myndigheder, organisationer, virksomheder under tilsyn og private. Det samme gælder samarbejde med internationale organisationer eller andre landes myndigheder.

Særlige regler om Fondsrådets kontrol af finansiel information i årsrapporter og delårsrapporter

§ 8. Fondsrådet kontrollerer, om regler for finansiel information i årsrapporter og delårsrapporter for udstedere af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, eller hvis værdipapirer handles på en autoriseret markedsplads, er overholdt, jf. § 83, stk. 2, og § 83 b i lov om værdipapirhandel m.v.

Stk. 2. Kontrollen efter stk. 1 følger de overordnede retningslinier, som er fastsat i § 83 b i lov om værdipapirhandel m.v., og i den samarbejdsaftale mellem sekretariaterne, som er godkendt af Fondsrådet.

Stk. 3. Ved afgørelser af væsentlig eller principiel betydning forelægges sagen for Fondsrådet. Udvælgelse af de udstedere, hvis finansielle information skal kontrolleres, gennemførelsen af kontrollen, samt påtale af fejl og mangler, der ikke er væsentlige, udføres normalt af sekretariatet uden forelæggelse for Fondsrådet, jf. dog § 9, stk. 4.

§ 9. Finanstilsynet og Erhvervs- og Selskabsstyrelsen virker som sekretariat for Fondsrådet i forbindelse med kontrollen efter § 8 og optræder på dettes vegne i den forbindelse.

Stk. 2. Rådet kan til enhver tid forlange alle nødvendige oplysninger fra sekretariatet.

Stk. 3. Sekretariatet udfører rådets beslutninger.

Stk. 4. Sekretariatet forelægger sager for rådet. Endvidere kan rådet forlange en sag omfattet af § 8 gjort til genstand for behandling i rådet på førstkommende møde.

Stk. 5. I øvrigt finder bestemmelserne i § 7 tilsvarende anvendelse på sekretariatet i forbindelse med Fondsrådets kontrol efter § 8.

§ 10. Formanden kan uden at forelægge de konkrete sager for rådet afgøre sager, som er af uopsættelig karakter, fordi øjemedet ellers ville forspildes. Sekretariatet henholdsvis formanden giver beretning om sådanne afgørelser senest på det følgende møde i rådet.

Stk. 2. Sekretariatet kan afgøre

1) sager, hvis afgørelse Fondsrådet har delegeret til sekretariatet, eller for hvis behandling Fondsrådet har fastsat retningslinier,
2) sager, der ikke er af væsentlig eller principiel betydning, og som kan afgøres efter Fondsrådets faste praksis eller
3) sager, som sekretariatet skønner, er rutinesager.

§ 11. Fondsrådets afgørelser truffet i henhold til § 8 og § 10 offentliggøres på Finanstilsynet s og Erhvervs- og Selskabsstyrelsens hjemmesider i det omfang, afgørelserne af Fondsrådet anses for at være af principiel karakter eller for i øvrigt at have relevans for værdipapirmarkedet. I det omfang, det er nødvendigt, anonymiseres afgørelserne.

§ 12. Fondsrådet afgiver en årlig beretning til økonomi- og erhvervsministeren om rådets virksomhed efter § 83, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., jf. § 83, stk. 6.

Rådets møder og stemmeregler

§ 13. Rådets formand leder rådets møder.

Stk. 2. Rådet afholder møde på de af rådet vedtagne mødedage, og i øvrigt så ofte formanden finder anledning hertil, eller når 5 medlemmer eller sekretariatet fremsætter ønske om afholdelse af møde til behandling af nærmere angivne spørgsmål. Rådets en-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

kelte medlemmer kan begære en sag gjort til genstand for behandling i rådet.

Stk. 3. Medlemmer indkaldes til rådets møder med mindst 7 dages varsel, medmindre formanden bestemmer andet.

Stk. 4. Med mødeindkaldelsen skal følge en dagsorden, der indeholder en angivelse af de sager, der kommer til behandling. Det materiale, der er nødvendigt til behandling af sagerne, skal så vidt muligt være vedlagt dagsordenen.

Stk. 5. Medlemmer, der er forhindret i at give møde, skal give rådets sekretær meddelelse herom hurtigst muligt. Medlemmet sørger selv for at indkalde og videregive materiale til mødet til sin suppleant.

§ 14. Ved rådets behandling af sager om udstedelse af regler om god værdipapirhandelsskik samt sager omfattet af § 3, nr. 2, litra b og c, indkaldes Forbrugerombudsmanden til at deltage i det pågældende dagsordenspunkt. Forbrugerombudsmanden udpeger en fast suppleant, der ved hans forfald deltager på Forbrugerombudsmandens vegne og har samme beføjelser som Forbrugerombudsmanden.

Stk. 2. Forbrugerombudsmanden har i sager om god værdipapirhandelsskik samme beføjelser som rådets medlemmer.

Stk. 3. Finanstilsynet sender det nødvendige materiale til Forbrugerombudsmanden. Forbrugerombudsmanden må kun modtage materiale til brug for behandlingen af den sag, som han skal deltage i.

Stk. 4. Ved rådets behandling af de under stk. 1, nævnte sager afgiver medlemmerne af rådet og Forbrugerombudsmanden under ét deres bemærkninger til oplægget. Eventuelt forskellige holdninger til oplægget afspejles i disse bemærkninger.

§ 15. Finanstilsynet s direktør, eller hvem blandt Finanstilsynet s ansatte denne bemyndiger dertil, og rådets sekretær deltager i rådets møder. Andre af Finanstilsynet s ansatte kan med formandens samtykke deltage i møderne.

Stk. 2. På rådets møder, hvor der behandles sager omfattet af rådets kontrol efter § 8, jf. lov om værdipapirhandel m.v. § 83, stk. 2, og § 83 b, deltager endvidere ved behandlingen af disse sager Erhvervs- og Selskabsstyrelsens direktør, eller hvem blandt Erhvervs- og Selskabsstyrelsens ansatte denne bemyndiger dertil. Andre af Erhvervs- og Selskabsstyrelsens ansatte kan med formandens samtykke deltage i møderne.

Stk. 3. På rådets møder afgiver direktøren beretning om Finanstilsynets løbende tilsynsvirksomhed inden for værdipapirhandelsområdet, herunder konkrete sager af interesse for rådet.

Stk. 4. Fondsrådets møder er ikke offentlige.

§ 16. Rådet er beslutningsdygtigt, når mindst halvdelen af medlemmerne er til stede under behandlingen af en sag. Mindst halvdelen af de tilstedeværende medlemmer skal være uafhængige medlemmer, jf. § 84, stk. 1, nr. 1-6, i lov om værdipapirhandel m.v.

Stk. 2. Rådet træffer beslutning ved simpelt stemmeflertal blandt de tilstedeværende medlemmer. Ved stemmelighed er formandens stemme afgørende.

Stk. 3. Finanstilsynet s direktør, Erhvervs- og Selskabsstyrelsens direktør, rådets sekretær og andre af tilsynets og Erhvervs- og Selskabsstyrelsens ansatte, som deltager med formandens samtykke, har ikke stemmeret i rådet.

§ 17. Formanden søger for, at der føres en forhandlingsprotokol, der indeholder et referat af rådets forhandlinger og beslutninger. Forbrugerombudsmanden eller et medlem, der ikke er enig i en beslutning, har ret til at få sin mening indført i referatet.

Stk. 2. Rådets sekretær udarbejder snarest muligt efter mødet et referat heraf og sender det efter formandens godkendelse til medlemmerne. Medlemmerne kan komme med indsigelser til referatet på det følgende møde, men bedes fremsende indsigelser skriftligt til sekretæren hurtigst muligt efter referatets modtagelse.

Stk. 3. Ved hvert møde skal samtlige tilstedeværende medlemmer underskrive referatet af seneste møde.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 4. Forbrugerombudsmanden får tilsendt referat vedrørende de punkter på dagsordenen, som Forbrugerombudsmanden har deltaget i.

Inhabilitet

§ 18. Et medlem må ikke være til stede under behandlingen af en sag, hvis der foreligger omstændigheder, der er egnede til at svække tilliden til medlemmets upartiskhed i sagen.

Stk. 2. Et medlem har pligt til, inden en sags behandling påbegyndes, over for formanden at meddele, at medlemmet ikke kan deltage i sagens behandling, eller redegøre for omstændigheder, som kan medføre, at der er tvivl om medlemmets habilitet. I denne forbindelse skal medlemmet besvare de spørgsmål, som formanden eller andre medlemmer stiller.

Stk. 3. Rådet afgør selv og uden deltagelse af det pågældende medlem, om vedkommende kan deltage i sagens behandling. Rådet kan delegere denne kompetence til formanden.

Stk. 4. Såfremt rådet skønner, at udlevering af materiale vedrørende en sag til et inhabilt medlem ikke bør finde sted, kan rådet beslutte, at materialet ikke eller først på et nærmere angivet tidspunkt skal udleveres til det pågældende medlem. Rådet kan delegere denne kompetence til formanden.

Stk. 5. Spørgsmålet om inhabilitet skal indgå som fast punkt på Fondsrådets dagsorden.

Stk. 6. Stk. 1-5 finder tilsvarende anvendelse på suppleanter og Forbrugerombudsmanden.

Tavshedspligt og offentlighed

§ 19. Fondsrådets medlemmer, suppleanter og Forbrugerombudsmanden er underlagt tavshedspligt i henhold til § 84 a i lov om værdipapirhandel m.v. Ansatte i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen er som led i udøvelsen af sekretariatsfunktionen for Fondsrådet, jf. § 9, stk. 1, omfattet af § 84 a, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. 1. pkt. gælder dog ikke i fuldt omfang ved behandling af sager om udstedelse af regler om god værdipapirhandelsskik, jf. stk. 2.

Stk. 2. I forbindelse med rådets behandling af sager om udstedelse af regler om god værdipapirhandelsskik kan de i stk. 1 nævnte personer, selv om de er underlagt særlig tavshedspligt, forud for møderne i fortrolighed drøfte spørgsmålene i en videre kreds. Efter at Fondsrådet har afgivet sin udtalelse om sagen, kan de i stk. 1 nævnte personer offentligt udtale sig om egne holdninger. I forbindelse med de forudgående drøftelser og de efterfølgende udtalelser må der ikke gives oplysninger om en virksomheds forretningsmæssige forhold, kunders eller investorers eller oplysninger, som efter deres karakter er fortrolige.

Stk. 3. Reglen i stk. 2 ændrer ikke ved regler, der gælder vedrørende behandling af det udleverede materiale, jf. stk. 5-7.

Stk. 4. Et medlem kan drøfte sager omfattet af § 3 og § 8 med sin suppleant og videregive materiale i tilknytning hertil til sin suppleant. Formanden kan i særlige tilfælde træffe beslutning om, at rådets materiale alene kan drøftes af rådets medlemmer. Dette anføres på det udsendte materiale.

Stk. 5. En virksomhed, som afgiver oplysninger om forretnings- eller driftshemmeligheder til Fondsrådet, kan over for rådets formand fremsætte begæring om, at oplysningerne ikke tilgår det samlede råd. Formanden afgør herefter, i hvilket omfang og under hvilken form oplysningerne under hensyn til forholdenes beskaffenhed bør gives.

Stk. 6. Formanden kan bestemme, at skriftligt materiale først omdeles på mødet og tilbageleveres ved mødets slutning.

Stk. 7. Formanden og Finanstilsynets direktør kan i forening beslutte, at materiale omfattet af § 3, nr. 2 og 3, er offentligt tilgængeligt. Dette anføres på det udsendte materiale.

§ 20. Rådets afgørelser efter § 3 offentliggøres på Finanstilsynet s hjemmeside, hvis de har principiel karakter. I det omfang, det er nødvendigt, anonymiseres afgørelserne.

Ikrafttræden

§ 21. Bekendtgørelsen træder i kraft den 2. februar 2005.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 2. Samtidig ophæves bekendtgørelse nr. 37 af 18. januar 2003 om forretningsorden for Fondsrådet.

Vedtaget på Fondsrådets møde den 10. januar 2005

Godkendt af økonomi- og erhvervsministeren den 21. januar 2005

Fondsrådet, den 18. januar 2005

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bekendtgørelse nr. 72 af 31. januar 2003 om god værdipapirhandelsskik

I medfør af § 3, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v. og efter høring af Fondsrådet med deltagelse af Forbrugerombudsmanden, jf. lovbekendtgørelse nr. 587 af 9. juli 2002, fastsættes:

Kapitel 1
Anvendelsesområde m.v.

§ 1. Bekendtgørelsen finder anvendelse på handel med værdipapirer (køb, salg og formidling), hvor kun den ene part er en værdipapirhandler.

Stk. 2. Ved en værdipapirhandler forstås et pengeinstitut, et fondsmæglerselskab eller et realkreditinstitut. Bekendtgørelsen finder tillige anvendelse på handel med værdipapirer foretaget af Danmarks Nationalbank og Finansstyrelsen, når modparten ikke er en værdipapirhandler.

Stk. 3. Bekendtgørelsen finder anvendelse på handel med værdipapirer, uanset hvilken kommunikationsform - herunder elektronisk kommunikation - der anvendes mellem værdipapirhandleren og kunden vedrørende handlen.

§ 2. § 5 finder anvendelse på handel med værdipapirer som nævnt i § 2 i lov om værdipapirhandel m.v.

Stk. 2. Herudover finder §§ 4 og 6-12 anvendelse på handel med følgende værdipapirer:

1) aktier og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse, samt aktierelaterede værdipapirer, når kursværdien pr. handel, eller kursværdien af det underliggende instrument pr. handel udgør op til 1 mio. kr.,
2) obligationer og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse, samt obligationsrelaterede værdipapirer, når kursværdien pr. handel eller kursværdien af det underliggende instrument pr. handel udgør op til 3 mio. kr., og
3) andre værdipapirer som nævnt i § 2, stk. 1, nr. 3, 4 og 11, i lov om værdipapirhandel m.v., når kursværdien pr. handel udgør op til 1 mio. kr.

Stk. 3. Ved aktie- henholdsvis obligationsrelaterede værdipapirer forstås finansielle futures og tilsvarende instrumenter samt optioner, hvor det underliggende værdipapir er en aktie henholdsvis en obligation eller værdipapirer, der kan sidestilles hermed, eller indekser heraf, jf. § 2, stk. 1, nr. 6 og 10, i lov om værdipapirhandel m.v.

§ 3. En fysisk eller juridisk person, herunder en institutionel investor, der som led i sin erhvervsmæssige virksomhed regelmæssigt handler værdipapirer over beløbsgrænserne i § 2, stk. 2, kan indgå aftale med en værdipapirhandler med den retsvirkning, at §§ 4 og 6-12 ikke finder anvendelse, uanset at den konkrete værdipapirhandel er omfattet af § 2, stk. 2.

Stk. 2. En kunde kan ved indgåelse af aftale med en værdipapirhandler vælge, at §§ 4 og 10-12 skal finde anvendelse, uanset at den konkrete handel ikke er omfattet af § 2, stk. 2.

Kapitel 2
Vilkår for handlers udførelse

§ 4. Værdipapirhandlerens almindelige forretningsbetingelser skal indeholde en beskrivelse af vilkårene for handel med vær-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

dipapirer. Af beskrivelsen skal fordelingen af rettigheder og forpligtelser mellem værdipapirhandleren og kunden fremgå. Beskrivelsen skal mindst indeholde

plysninger om

1) hvilke handelstyper der tilbydes samt en beskrivelse af disses karakteristika, herunder om der kan handles på grundlag af opsamlede ordrer fra flere ordregivere, og om ordrer, herunder opsamlede ordrer, kan handles delt,
2) værdipapirhandlerens retningslinier for hurtighed i relation til ekspedering af modtagne ordrer,
3) principper for kursfastsættelse i de tilfælde, hvor der på handelsdagen ikke er løbende handel,
4) værdipapirhandlerens beregningsmetode for omkostninger, herunder hvorvidt der anvendes tillæg til henholdsvis fradrag i handelskursen, og
5) hvorvidt der er mulighed for, at værdipapirhandleren kan foretage selvindtræde, hvis der handles i kommission.

Stk. 2. Beskrivelsen skal i forbindelse med etablering af kundeforhold vedrørende køb henholdsvis salg af værdipapirer og inden første ordreafgivelse udleveres til og på foranledning af kunden gennemgås med denne. Værdipapirhandleren skal endvidere af egen drift gennemgå beskrivelsen med kunden, hvis værdipapirhandleren skønner, at der er behov herfor.

Stk. 3. Værdipapirhandleren skal i forbindelse med den konkrete ordreafgivelse, såfremt der er behov herfor, redeligt oplyse om de forskellige handelstyper.

Stk. 4. Før en værdipapirhandler kan gennemføre en handel, skal denne aftale følgende med kunden:

1) hvorvidt kunden ønsker at erhverve og/eller afhænde værdipapirer,
2) hvilket værdipapir der ønskes handlet,
3) hvilken mængde værdipapirer der ønskes handlet, og
4) den ønskede handelstype, eller om der handles i kommission.

Stk. 5. For værdipapirer noteret på en dansk fondsbørs eller optaget til handel på en dansk autoriseret markedsplads skal handlen gennemføres over den fondsbørs henholdsvis den autoriserede markedsplads' handelssystem, hvor værdipapiret er optaget til notering henholdsvis optaget til handel, med mindre kunden på handelstidspunktet kan opnå den samme mængde til den samme eller en bedre pris ved en anden handelstype, eller andet er aftalt, jf. stk. 4, nr. 4.

§ 5. Værdipapirhandleren skal ved udførelsen af modtagne ordrer sikre den efter omstændighederne, herunder tid og mængde, bedst mulige pris samt bedste betingelser i øvrigt for sine kunder («best execution»).

Stk. 2. Kundens forhold er afgørende for, hvad der i den konkrete situation er »best execution«. Værdipapirhandleren skal op til en måned efter handlens gennemførelse kunne dokumentere, at handlen ud fra en samlet vurdering på tidspunktet for dennes gennemførelse er blevet udført i overensstemmelse med princippet om »best execution«.

Kapitel 3
Afregning af handel med værdipapirer, der er optaget til notering på en dansk fondsbørs eller optaget til handel på en dansk autoriseret markedsplads

§ 6. Ved afregning af handler med værdipapirer, der er optaget til notering på en dansk fondsbørs eller optaget til handel på en dansk autoriseret markedsplads, skal alle værdipapirhandlere anvende de regler om afregning, der måtte være fastsat af den pågældende fondsbørs henholdsvis autoriserede markedsplads.

Stk. 2. Såfremt en handel med værdipapirer omfattet af stk. 1 gennemføres med værdipapirhandleren som modpart, og der ikke er tale om en gennemsnitskurshandel, skal handlen udføres til en kurs ekskl. terminstillæg/-fradrag, som på handelstidspunktet ligger inden for eller på det bedst stillede bud henholdsvis udbud i den pågældende fondsbørs henholdsvis markedsplads' handelssystem.

Stk. 3. Såfremt kunden måtte ønske det, har værdipapirhandleren pligt til at give denne de fornødne oplysninger om faktuelle for-

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

hold i relation til den konkrete værdipapirhandel. Værdipapirhandleren skal endvidere af egen drift give sådanne oplysninger til kunden, hvis værdipapirhandleren skønner, at der er behov herfor.

Stk. 4. Ved handel med obligationer i forbindelse med belåning af fast ejendom, hvor kunden får en provenu- eller rentesikring, kan værdipapirhandleren afregne efter andre vilkår end angivet i stk. 1. Vilkårene for afregningen skal beskrives i værdipapirhandlerens almindelige forretningsbetingelser, jf. § 4, stk. 1.

§ 7. For værdipapirer, hvori der ikke løbende er handel, eller hvor der i en situation omfattet af § 6, stk. 2, ikke på handelstidspunktet er bud henholdsvis udbud i de i bestemmelsen anførte handelssystemer, skal værdipapirhandleren afregne til en kurs, der efter omstændighederne giver den bedst mulige pris samt bedste betingelser i øvrigt for kunden, blandt andet under hensyntagen til rente- og kursudviklingen, viden om udbud og efterspørgsel i markedet, kursen på eventuelt tilsvarende værdipapirer og tilgængelige markedsrelevante oplysninger om udstederen af værdipapiret samt forholdene i øvrigt.

§ 8. For handel uden for et handelssystems åbningstid, skal der, hvis der ved handelssystemets lukketid findes bud henholdsvis udbud, ved afregningen af handlen anvendes en kurs, der ligger inden for eller på bedste bud henholdsvis udbud på lukketidspunktet.
Stk. 2. Hvis der umiddelbart før lukketid er sket væsentlige ændringer i bud henholdsvis udbud, eller der efter lukketid sker ændring af markedsforholdene, skal afregning ske i henhold til § 7.

Kapitel 4
Afregning af værdipapirer der ikke er optaget til notering på en fondsbørs eller optaget til handel på en autoriseret markedsplads

§ 9. For værdipapirer, der ikke er optaget til notering på en fondsbørs eller optaget til handel på en autoriseret markedsplads, skal værdipapirhandleren afregne til en kurs, der efter omstændighederne giver den bedst mulige pris samt bedste betingelser i øvrigt for kunden, blandt andet under hensyntagen til rente- og kursudviklingen, viden om udbud og efterspørgsel i markedet, kursen på eventuelt tilsvarende værdipapirer og tilgængelige markedsrelevante oplysninger om udstederen af værdipapiret samt forholdene i øvrigt.

Kapitel 5
Afregningsnotaen og dens indhold

§ 10. Senest børsdagen efter handlens gennemførelse eller dagen efter værdipapirhandlerens modtagelse fra tredjemand af bekræftelse heraf skal værdipapirhandleren fremsende eller udlevere en afregningsnota til kunden, jf. dog stk. 2.

Stk. 2. Ved handel med obligationer i forbindelse med belåning af fast ejendom kan afregningsnotaen fremsendes sammen med de øvrige låneoplysninger, dog senest én måned efter handlens gennemførelse. I forbindelse med handel med pantebreve fremsendes afregningsnotaen hurtigst muligt efter tinglysning.

§ 11. For værdipapirhandel, der er omfattet af kapitel 3, skal kunden i afregningsnotaen have følgende oplysninger:

1) Værdipapirhandlerens navn og adresse.
2) Kundens navn og adresse samt relevant konto- og depotnummer.
3) Navn og identifikationskode på det handlede værdipapir samt den handlede mængde.
4) Hvilken handelstype der er anvendt. Såfremt der er handlet i kommission, skal det endvidere fremgå, hvis værdipapirhandleren har foretaget selvindtræde.
5) Den pågældende fondsbørs henholdsvis autoriserede markedsplads, såfremt der er handlet på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads' systemer.
6) Tidspunktet for handlens gennemførelse, med mindre der er tale om en gennemsnitskurshandel. Hvis en ordre eller opsamlede ordrer er delt, oplyses handelstidspunktet for hver enkelt delhandel.
7) Handelssystemets bedste bud henholdsvis udbud på tidspunktet for handlens

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

gennemførelse, såfremt der er tale om en handel, der gennemføres uden for en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads' handelssystemer, og der ikke er tale om en gennemsnitskurshandel.

8) Handelskursen. Hvis en ordre eller opsamlede ordrer er delt, oplyses handelskurserne eller den gennemsnitlige handelskurs for de enkelte delhandler.
9) Det samlede beløb, der er handlet værdipapirer for.
10) Handelsomkostningerne, herunder eventuelle tillæg til henholdsvis fradrag i handelskursen, som værdipapirhandleren har beregnet sig. De enkelte omkostningselementer skal anføres, ligesom omkostningerne skal fremgå som ét samlet beløb.
11) Principperne for hvorledes kursen er fastsat i de i § 7 omhandlede situationer, samt at kunden ved henvendelse til værdipapirhandleren kan få yderligere oplysninger herom. Hvis værdipapirhandleren skønner, at der er behov herfor, skal disse yderligere oplysninger endvidere angives.
12) Ved afregning af handler efter § 8, stk. 1, handelssystemets bedste bud henholdsvis udbud ved systemets lukketid, såfremt et sådant findes.

Stk. 2. For værdipapirer, der er optaget til notering på en udenlandsk fondsbørs eller til handel på en udenlandsk autoriseret markedsplads, skal kunden have de i stk. 1, nr. 1-3, 9 og 10, nævnte oplysninger. Desuden skal handelskursen angives.

§ 12. For værdipapirhandel, der er omfattet af kapitel 4, skal kunden have følgende oplysninger:

1) Værdipapirhandlerens navn og adresse.
2) Kundens navn og adresse samt relevant konto- og depotnummer.
3) Navn på det handlede værdipapir samt den handlede mængde.
4) Hvorvidt der er handlet i kommission eller med værdipapirhandleren som modpart. Såfremt der er handlet i kommission, skal det endvidere fremgå, hvis værdipapirhandleren har foretaget selvindtræde.
5) Datoen for handlens gennemførelse. Hvis en ordre eller opsamlede ordrer er delt, oplyses handelsdatoen for hver enkelt delhandel.
6) Handelskursen. Hvis en ordre eller opsamlede ordrer er delt, oplyses handelskurserne eller den gennemsnitlige handelskurs for hver enkelt delhandel.
7) Det samlede beløb, der er handlet værdipapirer for.
8) Handelsomkostningerne, herunder eventuelle tillæg til henholdsvis fradrag i handelskursen, som værdipapirhandleren har beregnet sig. De enkelte omkostningselementer skal anføres, ligesom omkostningerne skal fremgå som ét samlet beløb.

Kapitel 6
Tilsyn og straffebestemmelse

§ 13. Finanstilsynet fører tilsyn med bekendtgørelsens overholdelse.

Stk. 2. Finanstilsynet kan jf. § 3, stk. 1 i lov om værdipapirhandel m.v. give påbud om berigtigelse af forhold, der er i strid med kap. 2-5.

§ 14. Med bøde straffes den, der undlader at efterkomme påbud efter § 13, stk. 2.

Kapitel 7
Ikrafttrædelsesbestemmelse

§ 15. Bekendtgørelsen træder i kraft den 15. februar 2003, jf. dog stk. 2.

Stk. 2. § 2, stk. 2, § 4, stk. 3-5, og §§ 11 og 12 træder i kraft den 1. juli 2003.

Stk. 3. Bekendtgørelse nr. 429 af 28. maj 2001 om god værdipapirhandel ved handel med visse værdipapirer ophæves den 15. februar 2003, jf. dog stk. 4.

Stk. 4. § 2, stk. 2, § 4, stk. 2, § 5, stk. 3, og §§ 9-11 i bekendtgørelse nr. 429 af 28. maj 2001 forbliver i kraft indtil den 1. juli 2003.

Økonomi- og Erhvervsministeriet, den 31. januar 2003

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bekendtgørelse nr. 1032 af 5. december 1996 om tidsfrister for at gøre retten til automatisk pant og betalingsforbehold gældende m.v.

I medfør af § 55, stk. 4, og § 72, stk. 1, i lov nr. 1072 af 20. december 1995 om værdipapirhandel m.v., som ændret ved lov nr. 376 af 22. maj 1996, fastsættes:

§ 1. Konstateres der i forbindelse med afvikling af en værdipapirhandel i en clearingcentral behov for at udnytte en panteret efter værdipapirhandelslovens § 55, stk. 2, eller 3, jf. stk. 1, i fondsaktiver registreret i en værdipapircentral, skal panteretten gøres gældende af panthaveren inden kl. 15.00 på afviklingsdagen.

§ 2. Adkomsten til et fondsaktiv kan i henhold til værdipapirhandelslovens § 72, stk. 1, af sælgeren, når denne er et kontoførende institut, gøres betinget af købesummens betaling. Betalingsforbeholdet skal gøres gældende inden kl. 17.30 på dagen efter afviklingsdagen.

§ 3. Adgangen til at gøre panteret, jf. § 1, eller betalingsforbehold, jf. § 2, gældende, bortfalder automatisk ved fristens udløb uden ændringsmeddelelse til panthaveren.

§ 4. Bekendtgørelsen træder i kraft den 16. december 1996.

Stk. 2. Bekendtgørelse nr. 926 af 17. oktober 1996 om tidsfrister for at gøre retten til automatisk pant og betalingsforbehold gældende m.v. ophæves.

Finanstilsynet, den 5. december 1996

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bekendtgørelse nr. 986 af 4. oktober 2004 om værdipapirhandlere der driver et alternativt handelssystem

I medfør af § 16, stk. 2, og § 93, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v., jf. bekendtgørelse af lov om værdipapirhandel m.v. nr. 1269 af 19. december 2003, som ændret ved lov nr. 491 af 9. juni 2004, fastsættes:

Anvendelsesområde m.v.

§ 1. Denne bekendtgørelse finder anvendelse på værdipapirhandlere omfattet af § 4, stk. 1, nr. 1 og 2, i lov om værdipapirhandel m.v., der alene eller i forening driver et alternativt handelssystem, hvor der handles værdipapirer.

Stk. 2. Ved alternativt handelssystem forstås et multilateralt system, drevet af en eller flere fysiske eller juridiske personer, der, inden for systemet og efter ufravigelige regler, sætter forskellige tredjeparters interesse i køb og salg af værdipapirer i forbindelse med hinanden på en sådan måde, at der indgås en aftale.

Stk. 3. Ved værdipapirer forstås et instrument som nævnt i § 2 i lov om værdipapirhandel m.v.

Underretning af Finanstilsynet

§ 2. En værdipapirhandler, jf. § 1, stk. 1, der har til hensigt at drive virksomhed omfattet af § 1, skal underrette Finanstilsynet herom, inden aktiviteten påbegyndes. Underretning skal gives skriftligt og som minimum indeholde oplysninger om

1) handelsprocessen, herunder oplysninger om hvorledes tredjeparter, jf. § 1, stk. 2, sammenbringes inden for systemet,
2) regler der indeholder vilkårene for handelssystemets funktion, jf. § 3,
3) regler for adgang til handelssystemet,
4) handelssystemets brugere,
5) de værdipapirer handelssystemet optager til handel,
6) regler og procedurer for clearing og afvikling af transaktioner gennemført i handelssystemet, og
7) forretningsgange der sikrer, at driften foregår på en betryggende og hensigtsmæssig måde, jf. § 8.

Stk. 2. Foretages der væsentlige ændringer i den måde, hvorpå handelssystemet drives, skal værdipapirhandleren give Finanstilsynet meddelelse herom, inden ændringen foretages.

Redelig og ordentlig handel

§ 3. Værdipapirhandlere, jf. § 1, stk. 1, skal fastsætte regler, der indeholder vilkårene for handelssystemets funktion og sikrer, at handlen på systemet foregår på en redelig og ordentlig måde og indenfor lovgivningens rammer sikrer alle berørte en ligelig behandling.

§ 4. Værdipapirhandlere, jf. § 1, stk. 1, skal informere brugeren af handelssystemet på en måde, som sætter brugeren i stand til at anvende handelssystemet effektivt og til at forstå de risici, som er forbundet med anvendelsen. Herunder skal værdipapirhandlere informere brugeren om karakteren af forholdet mellem værdipapirhandlere, jf. § 1, stk. 1, og brugeren.

§ 5. Værdipapirhandlere, jf. § 1, stk. 1, skal tilbyde eller sikre, at der findes tilstrækkelig offentligt tilgængelig information, som giver brugeren mulighed for at bedømme en investering i de værdipapirer, der er optaget til handel i systemet.

Stk. 2. Brugernes erfaring med investering

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

og karakteren af de handlede værdipapirer skal indgå ved vurderingen af, om information omfattet af stk. 1 giver brugeren mulighed for at bedømme en investering.

Offentliggørelse af førhandelsinformation

§ 6. For værdipapirer, der udbydes i systemet og som ligeledes er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, påhviler det værdipapirhandlere, jf. § 1, stk. 1, at offentliggøre de aktuelle købs- og salgskurser, der kan handles til i systemet.

Stk. 2. Oplysninger omfattet af stk. 1 skal i handelssystemets almindelige åbningstid være tilgængelige for offentligheden mod et rimeligt vederlag.

Kontrolforanstaltninger

§ 7. Værdipapirhandlere, jf. § 1, stk. 1, skal etablere og opretholde effektive ordninger og procedurer til regelmæssig kontrol af, om brugerne overholder handelssystemets regelsæt om vilkårene for handelssystemets funktion, jf. § 3.

Stk. 2. For at kunne påvise brud på handelssystemets regelsæt om vilkårene for handelssystemets funktion eller adfærd, som kunne indebære markedsmisbrug, skal værdipapirhandlere, jf. § 1, stk. 1, i mindst 5 år opbevare information om transaktioner, som foretages af deres brugere under anvendelse af systemet.

Stk. 3. Værdipapirhandlere, jf. § 1, stk. 1, skal straks underrette Finanstilsynet om væsentlige brud på handelssystemets regelsæt eller adfærd, som kunne indebære markedsmisbrug.

§ 8. Værdipapirhandlere, jf. § 1, stk. 1, er ansvarlige for, at driften af handelssystemet foregår på en betryggende og hensigtsmæssig måde.

Stk. 2. Det påhviler værdipapirhandlere, jf. § 1, stk. 1, at

1) sørge for, at handelssystemet har betryggende tekniske systemer, der sikrer, at de tilbudte ydelser faktisk kan leveres, og
2) at sørge for, at der er beredskabsplaner i tilfælde af systemnedbrud.

Clearing

§ 9. Værdipapirhandlere, jf. § 1, stk. 1, skal straks underrette brugerne af systemet om brugernes respektive ansvar for clearing og afvikling af transaktioner, der gennemføres via systemet.

Straffebestemmelser

§ 10. Overtrædelse af denne bekendtgørelses §§ 2-4, § 5, stk. 1, §§ 6-7, § 8, stk. 2, og § 9 straffes med bøde.

Stk. 2. Der kan pålægges selskaber m.v. (juridiske personer) strafansvar efter reglerne i straffelovens kapitel 5.

Ikrafttrædelse

§ 11. Bekendtgørelsen træder i kraft den 1. december 2004.

Økonomi- og Erhvervsministeriet, den 4. oktober 2004

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bekendtgørelse nr. 331 af 23. april 1996 om betingelserne for optagelse til notering af værdipapirer på en fondsbørs

I medfør af §§ 22, stk. 4, 26, stk. 5, 30, og § 93, stk. 3, i lov nr. 1072 af 20. december 1995 om værdipapirhandel m.v., fastsættes:

Kapitel 1
Fælles betingelser for værdipapirers optagelse til notering

§ 1. En fondsbørs, der er kompetent myndighed som nævnt i skema A, B, C og D1), træffer bestemmelse om, hvorvidt et værdipapir kan optages til notering.

Stk. 2. En fondsbørs skal optage værdipapirer til notering efter ansøgning fra en udsteder, såfremt lovgivningens betingelser er opfyldt, de pågældende værdipapirer er omfattet af fondsbørsens formålsbestemmelse, og fondsbørsen skønner, at optagelse til notering vil have offentlig interesse.

Stk. 3. En fondsbørs kan afslå en ansøgning om optagelse af et værdipapir, såfremt den skønner, at optagelsen på grund af udstederens forhold eller værdipapirets opbygning vil være i modstrid med investorernes og værdipapirmarkedets interesse.

Stk. 4. En fondsbørs kan stille enhver særlig betingelse for et værdipapirs optagelse til notering, der må anses for nødvendig for at beskytte investorerne og værdipapirmarkedet. Meddelelse herom skal straks gives til ansøgeren.

§ 2. En fondsbørs kan afslå en ansøgning om optagelse til notering af et værdipapir, der allerede er optaget til notering i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med, såfremt udstederen ikke opfylder de forpligtelser, der følger af noteringen i dette land.

§ 3. En fondsbørs skal inden seks måneder efter modtagelsen af ansøgningen tage stilling til denne eller, hvis ansøgningen er ufuldstændig, inden seks måneder efter at ansøgeren har fremsendt de oplysninger, der er nødvendige for at træffe afgørelsen.

Stk. 2. Foreligger der ingen afgørelse inden for de i stk. 1 nævnte frister, anses ansøgningen for afslået.

Kapitel 2
Betingelser for aktiers optagelse til notering

§ 4. Aktier kan optages til notering på en fondsbørs, hvis selskabets samlede aktiekapital er på mindst 15 mio.kr.

Stk. 2. Den forventede kursværdi af de aktier, som søges optaget til notering, skal udgøre mindst 8,5 mio.kr.

Stk. 3. Bestemmelsen i stk. 2 finder ikke anvendelse ved optagelse til notering af en supplerende aktiepost af samme aktieklasse som de allerede til notering optagne.

Stk. 4. En fondsbørs kan undtage fra kravene i stk. 1 og 2, såfremt den skønner, at der vil være et tilstrækkeligt marked for de pågældende aktier.

§ 5. Selskabet og dets aktier skal opfylde betingelserne i skema A, punkt I, nr. 1 og 3, punkt II samt følgende betingelser:

1) Selskabets aktiekapital skal være fuldt indbetalt.
2) Selskabets generalforsamlinger skal være åbne for pressen.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

3) Selskabets vedtægter skal være tilgængelige for offentligheden og på forlangende kunne fås udleveret på selskabets kontor eller noteringsstedet.
4) Årsregnskabet, og hvis selskabet er moderselskab i en koncern tillige selskabets koncernregnskab, skal på forlangende kunne fås udleveret på selskabets kontor eller noteringsstedet.

Stk. 2. En fondsbørs kan træffe bestemmelse som nævnt i skema A, punkt II, nr. 5.

Kapitel 3
Betingelser for obligationers optagelse til notering

§ 6. Obligationer udstedt af institutter og virksomheder m.v. kan optages til notering, hvis lånet udgør mindst 10 mio.kr. Dette gælder dog ikke i tilfælde af løbende udstedelse af obligationer, hvor lånets størrelse ikke er fastsat.

Stk. 2. Uanset bestemmelsen i stk. 1, 1. punktum, kan obligationer optages til notering, hvis en fondsbørs skønner, at der vil være et tilstrækkeligt marked for de pågældende obligationer.

Stk. 3. I øvrigt skal betingelserne i skema B, afsnit A, punkt I og II være opfyldt.

§ 7. Obligationer fra følgende udstedere kan optages til notering, når betingelserne i skema B, afsnit B, er opfyldt:
1) en stat eller dennes lokale offentlige organer, herunder amter og kommuner,
2) en international organisation med offentlig karakter,
3) selskaber og andre juridiske personer, som er hjemmehørende i en medlemsstat, og som er stiftet ved eller i medfør af en særlov eller henhører under en sådan lov, når disse obligationer for så vidt angår indløsning og udbetaling af renter er garanteret af et land inden for Den Europæiske Union eller af et land, som Fællesskabet har indgået aftale med eller af en af disses delstater.

§ 8. Som vilkår for notering af obligationer, skal udstederen oplyse, om obligationsserien skal udstedes med en pålydende rente, der opfylder betingelserne for skattefrihed i § 7 i lov om skattemæssig behandling af gevinst og tab på fordringer og gæld, og forpligte sig til at standse udstedelse, hvis mindsterenten efter nævnte lov fastsættes højere end obligationernes pålydende rente.

Stk. 2. Udstedernes forpligtelse efter stk. 1 omfatter ikke udstedelser til opfyldelse af forpligtelser, som udsteder har påtaget sig før tidspunktet for ændring af mindsterenten.

Kapitel 4
Betingelser for andre værdipapirers optagelse til notering

§ 9. Bestemmelserne i kapitel 2 og 3 gælder med den fornødne tillempning på de af investeringsforeninger udstedte andele, konvertible obligationer, ombyttelige obligationer og obligationer med warrants, samt futures, optioner og andre værdipapirer, jf. § 21, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.

§ 10. Konvertible obligationer, ombyttelige obligationer og obligationer med warrants skal opfylde betingelserne i skema B, afsnit A, punkt III, nr. 2.

Stk. 2. En fondsbørs kan træffe bestemmelse som nævnt i skema B, afsnit A, punkt III, nr. 2.

§ 11. Certifikat for aktier kan kun optages til notering, såfremt det selskab, hvis aktier danner grundlag for certifikatet, opfylder betingelserne i kapitel 2 og overholder forpligtelserne i skema C, og hvis de nævnte certifikater opfylder betingelserne i skema A, punkt II.

Stk. 2. De i stk. 1 nævnte certifikater kan kun optages til notering, såfremt fondsbørsen skønner, at udstederen af certifikaterne frembyder tilstrækkelig sikkerhed til beskyttelse af investorerne.

§ 12. En fondsbørs kan fastsætte de nærmere betingelser for optagelse til notering af futures, optioner og andre værdipapirer omfattet af § 21, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Kapitel 5
Forpligtelser for udstedere af værdipapirer, som er optaget til notering

§ **13.** Selskaber, hvis aktier er optaget til notering, skal overholde de forpligtelser, som følger af skema C.

Stk. 2. Når selskabets bestyrelse har bestemt, hvilket udbytte den vil indstille til generalforsamlingen, skal den uopholdeligt underrette fondsbørsen herom, tillige med oplysning om regnskabsårets overskud og dettes anvendelse.

§ **14.** Obligationsudstedere, hvis obligationer er optaget til notering, skal overholde de forpligtelser, som følger af skema D.

§ **15.** En fondsbørs fastsætter bestemmelser om de forpligtelser, som skal overholdes af udstedere af andre typer af værdipapirer, som er optaget til notering.

§ **16.** Senest samtidig med offentliggørelsen af årsregnskab, årsberetning, halvårsrapport eller af andre oplysninger i medfør af skema C og D skal udstederne fremsende de samme oplysninger til fondsbørsen og de pågældende børsmyndigheder i andre lande inden for Den Europæiske Union eller i lande, som Fællesskabet har indgået aftale med, hvor værdipapirerne er optaget til notering.

§ **17.** Med henblik på at beskytte investorerne og for at markedet kan fungere tilfredsstillende, skal udstedere af værdipapirer

1) meddele fondsbørsen alle oplysninger, som denne finder hensigtsmæssige,
2) offentliggøre de oplysninger, som fondsbørsen kræver, i en form og inden for de tidsfrister, som fondsbørsen finder hensigtsmæssige.

Stk. 2. Efterkommer en udsteder ikke det i stk. 1, nr. 2, nævnte krav, kan fondsbørsen selv foranstalte offentliggørelsen af de krævede oplysninger, efter udstederen har haft lejlighed til at udtale sig.

Stk. 3. Fondsrådet kan fritage udstedere fra forpligtelsen i stk. 1, såfremt udspredelsen af disse oplysninger vil kunne skade selskabets retmæssige interesser.

§ **18.** Fondsbørsen kan fastsætte bestemmelser for udformning, tekst, trykning, vandmærker, serieangivelser og kuponer m.v. for værdipapirer, der optages til notering.

§ **19.** Ved optagelse til notering skal udstederen af det pågældende værdipapir forpligte sig til, mod den betaling som fastsættes af fondsbørsen, at ombytte sådanne papirer, som på grund af makulering, beklipning eller på anden måde efter fondsbørsens skøn er blevet uegnet til levering ved handler på fondsbørsen.

§ **20.** Fondsbørsen kan ved optagelse af et værdipapir til notering fastsætte nærmere tekniske betingelser for værdipapirets registrering i en værdipapircentral, jf. lov om værdipapirhandel m.v., kapitel 20.

Kapitel 6
Halvårsrapporter

§ **21.** Selskaber, hvis aktier er optaget til notering på en fondsbørs, skal offentliggøre en halvårsrapport vedrørende aktiviteten i og resultatet af de første seks måneder af hvert regnskabsår.

§ **22.** Halvårsrapporten skal offentliggøres inden to måneder efter udløbet af den pågældende seks-måneders periode.

Stk. 2. I særlige tilfælde, der er behørigt begrundede, kan en fondsbørs forlænge denne frist for offentliggørelse.

§ **23.** Halvårsrapporten skal indeholde regnskabstal og kommentarer vedrørende selskabets virksomhed, herunder væsentlige investeringer og resultat i den pågældende seks-måneders periode samt andre forhold, der har påvirket egenkapitalen.

Stk. 2. Regnskabstallene, der opstilles i skemaform, skal som et minimum angive:

1) nettoomsætningen
2) resultatet af primær drift.
3) finansielle poster, netto
4) ekstraordinære poster
5) periodens resultat før skat og
6) aktiver i alt.

Stk. 3. I enkelte særlige tilfælde kan en fondsbørs tillade, at resultatet forelægges i form af en skønsmæssig opgørelse, såfremt selskabets aktier alene er optaget til notering

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

på fondsbørsen. Anvendelse af denne fremgangsmåde skal angives af selskabet i rapporten og må ikke være vildledende for investor.

Stk. 4. Hvis selskabet ifølge de regler, der gælder i dets hjemland, har foretaget eller agter at foretage en a contoudbetaling af udbytte, skal regnskabstallene angive resultatet efter fradrag af skat for det pågældende halvår, samt de a contoudbetalinger af udbytte, der er foretaget, eller som selskabet agter at foretage.

Stk. 5. Ud for hver post skal til sammenligning anføres posten for den tilsvarende periode i det foregående regnskabsår.

Stk. 6. Kommentarerne skal omfatte enhver vigtig oplysning, der kan sætte investorerne i stand til realistisk at bedømme udviklingen i selskabets virksomhed og dettes resultat, samt angivelse af enhver særlig faktor, der har påvirket denne virksomhed og dette resultat i den pågældende periode, og skal gøre det muligt at foretage en sammenligning med den tilsvarende periode i det foregående regnskabsår. De skal ligeledes vedrøre selskabets forventede udvikling i løbet af det løbende regnskabsår.

Stk. 7. Svarer de regnskabstal, der er omhandlet i stk. 2, ikke til selskabets virksomhed, skal fondsbørsen drage omsorg for, at de nødvendige tilpasninger foretages.

§ 24. Når et selskab offentliggør et konsolideret regnskab, kan det offentliggøre sin halvårsrapport i konsolideret eller ikke-konsolideret form. Såfremt den ikke valgte form indeholder vigtige supplerende oplysninger, kan en fondsbørs kræve af selskabet, at det offentliggør de pågældende oplysninger.

§ 25. Hvis de regnskabsmæssige oplysninger er revideret af selskabets statsautoriserede revisor, gengives revisors påtegning ubeskåret.

§ 26. Svarer visse forpligtelser i dette kapitel ikke til selskabets virksomhed eller situation, skal en fondsbørs drage omsorg for, at disse forpligtelser tilpasses i fornødent omfang.

Stk. 2. Fondsrådet kan dispensere for kravet om optagelse i halvårsrapporten af visse oplysninger, der er foreskrevet i dette kapitel, såfremt den finder, at udbredelsen af disse oplysninger ville stride mod den offentlige interesse eller tilføje selskabet betydelig skade, forudsat at undladelse af offentliggørelse i sidstnævnte tilfælde ikke kan medføre, at offentligheden vildledes med hensyn til faktiske omstændigheder og forhold, der er vigtige for bedømmelsen af de pågældende aktier. Fondsrådet kan endvidere helt eller delvist dispensere fra kravet om halvårsregnskab, hvis der er fare for, at selskabets internationale konkurrenceevne derved forringes. Selskabet eller dets repræsentanter er ansvarlige for, at de faktiske omstændigheder, som ligger til grund for anmodningen om dispensation, er korrekte og relevante. Dispensation kan gives for maximalt 3 år, men kan fornyes.

Stk. 3. Hvis et selskab, der henhører under lovgivningen i et tredjeland, offentliggør en halvårsrapport i et tredjeland, kan fondsbørsen tillade, at selskabet offentliggør denne rapport i stedet for den i dette kapitel omhandlede rapport, såfremt de givne oplysninger svarer til dem, der er foreskrevet i dette kapitel.

§ 27. Skal en halvårsrapport offentliggøres på mere end en fondsbørs eller i flere lande inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med, udveksler fondsbørserne eller de pågældende børsmyndigheder oplysninger indbyrdes og bestræber sig på som fælles tekst at godkende teksten til den rapport, der opfylder kravene på den fondsbørs eller i det land inden for Den Europæiske Union eller i lande, som Fællesskabet har indgået aftale med, hvor selskabets aktier første gang blev optaget til notering, eller en tekst, der ligger så tæt som muligt op ad denne. Såfremt der sker optagelse til notering samtidig på flere fondsbørser eller på fondsbørser, der er beliggende eller driver virksomhed i lande inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med, bestræber fondsbørserne eller de pågældende børsmyndigheder sig på som fælles tekst at godkende teksten til den rapport, der opfylder kravene på alle børser eller i det land inden for Den Europæiske

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med, hvor selskabets hjemsted er beliggende. Hvis selskabets hjemsted er beliggende i et tredjeland, bestræber en fondsbørs og børsmyndighederne i de pågældende lande inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med sig på at godkende en fælles tekst til rapport.

Kapitel 7
Sletning fra notering

§ 28. Opfylder en udsteder ikke de forpligtelser, der følger af optagelsen til notering, kan en fondsbørs, ud over at iværksætte de i § 17 og §§ 29-30 omhandlede foranstaltninger eller sanktioner, meddele offentligheden, at udstederen ikke opfylder de nævnte forpligtelser.

§ 29. En fondsbørs kan træffe afgørelse om suspension, når markedets tilfredsstillende funktion midlertidigt ikke er eller vil være sikret, eller når beskyttelsen af investorerne kræver det.

§ 30. En fondsbørs kan bestemme, at et værdipapir skal slettes fra notering, såfremt den finder, at noteringen ikke længere er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse.

Stk. 2. Mister en udsteder rådigheden over sit bo, slettes dennes værdipapirer fra notering.

Stk. 3. Fremsætter en udsteder, hvis værdipapirer er optaget til notering, anmodning om sletning, skal anmodningen tages til følge, med mindre fondsbørsen finder, at sletningen ikke er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse.

Stk. 4. En udsteder har ret til at få et værdipapir slettet fra notering, såfremt værdipapiret i forbindelse hermed optages eller er optaget til notering på en anden fondsbørs, såfremt investors retsstilling ikke forringes derved.

Stk. 5. Nedskriver et aktieselskab aktiekapitalen, beslutter et aktieselskab en spaltning eller overtager det et andet aktieselskab ved fusion, afgør fondsbørsen, om selskabets aktier fortsat kan noteres.

Stk. 6. Sker der på anden måde væsentlige ændringer i et aktieselskab, herunder afgørende ændringer i ejerforholdene, i kapitalgrundlaget, i selskabets aktiviteter eller i selskabets ledelse, navn m.v., så fondsbørsen finder, at selskabet efter en samlet vurdering reelt fremtræder som et nyt selskab, afgør fondsbørsen, om selskabets aktier fortsat kan noteres.

Kapitel 8
Betingelser for optagelse af mindre og mellemstore selskaber på en autoriseret markedsplads eller i et handelssystem

§ 31. Aktier i selskaber, der ikke opfylder betingelserne i kapitel 2, kan optages på en autoriseret markedsplads, jf. lov om værdipapirhandel m.v., kapitel 11, eller i et handelssystem efter betingelser fastsat af vedkommende fondsbørs.

Kapitel 9
Offentliggørelse m.v.

§ 32. En fondsbørs fastsætter nærmere regler for udstederes offentliggørelse af informationer, herunder hvorledes offentliggørelse skal ske, og på hvilke sprog det skal ske.

§ 33. Indgives der for samme værdipapirer samtidig eller med korte mellemrum ansøgninger om optagelse til notering på en anden fondsbørs eller på fondsbørser, der er beliggende eller udøver virksomhed i andre lande inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med, eller indgives ansøgning om optagelse til notering på fondsbørsen for et værdipapir, der allerede er noteret på en anden fondsbørs eller i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med, underretter fondsbørsen den pågældende fondsbørs eller børsmyndighed herom. Fondsbørserne eller den pågældende myndighed træffer herefter de nødvendige foranstaltninger for at fremskynde proceduren, herunder forenkle de formaliteter og eventuelle supplerende betingelser, der skal opfyldes, for at det pågældende værdipapir kan optages til notering.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stk. 2. Det skal i ansøgningen oplyses, om ansøgning om notering samtidig eller tidligere er indgivet til en anden fondsbørs eller i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med, eller i nær fremtid vil blive det.

Kapitel 10
Straffe- og ikrafttrædelsesbestemmelser

§ 34. Overtrædelse af §§ 13, 14, 16, 17, stk. 1 og 2, § 21, § 22, stk. 1, og § 23, stk. 1, 2, 4 og 6, og § 25 straffes med bøde.

§ 35. Bekendtgørelsen træder i kraft den 1. maj 1996.

Fondsrådet, den 23. april 1996

Bilag

Skema A

Betingelser for aktiers optagelse til notering på fondsbørser

I. Betingelser vedrørende det selskab, hvis aktier er genstand for ansøgning om optagelse til notering

1. *Selskabets retlige stilling*

Selskabets retlige stilling skal være i overensstemmelse med de for selskabet gældende retsforskrifter med hensyn til såvel dets stiftelse som til dets vedtægtsmæssige virksomhed.

2. *Selskabets minimumsstørrelse*

Den forventede kursværdi af de aktier, der er genstand for ansøgningen om optagelse til notering eller, hvis denne værdi ikke kan anslås, selskabets egenkapital, herunder resultatet fra det seneste regnskabsår, skal være på mindst en million europæiske regningsenheder.

Medlemsstaterne kan dog bestemme, at selv om denne betingelse ikke er opfyldt, hindrer dette ikke optagelse til notering, såfremt de kompetente myndigheder er af den overbevisning, at der vil være et tilstrækkeligt marked for de pågældende aktier.

En medlemsstat kan ved optagelse til notering kun kræve en højere forventet kursværdi eller en højere egenkapital, hvis der i denne stat eksisterer et andet organiseret, anerkendt og åbent marked, der fungerer regelmæssigt, og for hvilket kravene på dette område er lig med eller mindre strenge end de i første afsnit omhandlede.

Den i første afsnit fastsatte betingelse finder ikke anvendelse ved optagelse til notering af en supplerende aktiepost af samme klasse som de allerede optagne aktier.

Modværdien i national valuta af en million europæiske regningsenheder er indtil videre den værdi, der gælder på dagen for vedtagelsen af direktivet.

Hvis kursværdien udtrykt i national valuta, efter ændring af modværdien i national valuta af den europæiske regningsenhed, i en periode på et år ligger mindst 10 under eller over værdien af en million europæiske regningsenheder, skal medlemsstaten inden for en frist på tolv måneder efter udløbet af denne periode tilpasse sine administrativt eller ved lov fastsatte bestemmelser til bestemmelsen i første afsnit.

3. *Selskabets hidtidige beståen*

Selskabet skal i overensstemmelse med den nationale lovgivning have offentliggjort eller indsendt sine regnskaber for de tre seneste regnskabsår forud for ansøgningen om optagelse til notering. De kompetente myndigheder kan undtagelsesvis fravige denne betingelse, såfremt dette er ønskeligt af hensyn til selskabet eller investorerne, og de kompetente myndigheder er af den overbevisning, at investorerne råder over de oplysninger, der er nødvendige for, at de kan danne sig et velbegrundet skøn over selskabet og de aktier, der søges optaget til notering.

II. Betingelser vedrørende de aktier, der er genstand for ansøgning om optagelse til notering

1. *Aktiernes retlige stilling*

Aktiernes retlige stilling skal være i overensstemmelse med de for aktier gældende retsforskrifter.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

2. *Aktiernes omsættelighed*

Aktierne skal være frit omsættelige.

De kompetente myndigheder kan sidestille ikke fuldt indbetalte aktier med frit omsættelige aktier, når der er truffet foranstaltninger til, at disse aktiers omsættelighed ikke begrænses, og når transaktionernes gennemskuelighed er sikret ved en tilstrækkelig information til offentligheden.

Hvad angår optagelse til notering af aktier, hvis erhvervelse er undergivet godkendelse, kan de kompetente myndigheder kun fravige bestemmelserne i første afsnit, hvis benyttelse af godkendelsesklausulen ikke vil kunne medføre markedsforstyrrelser.

3. *Offentlig udstedelse forud for optagelsen til notering*

I tilfælde af offentlig udstedelse forud for optagelsen til notering skal den periode, hvori der kan afgives tegningsordrer, være afsluttet før den første notering.

4. *Aktiernes spredning*

En tilstrækkelig spredning af aktierne i offentligheden i en eller flere medlemsstater, skal være sket senest på optagelsestidspunktet.

Denne betingelse finder ikke anvendelse, når spredningen af aktierne i offentligheden skal ske over fondsbørsen. I så fald kan der kun træffes afgørelse om optagelse til notering, hvis de kompetente myndigheder er af den overbevisning, at en tilstrækkelig spredning i løbet af kort tid vil være opnået over fondsbørsen.

I tilfælde af ansøgning om optagelse til notering af en supplerende aktiepost af samme klasse, kan de kompetente myndigheder skønne, om aktiernes spredning i offentligheden er tilstrækkelig i forhold til samtlige udstedte aktier og ikke kun i forhold til denne supplerende post.

Såfremt aktierne er optaget til notering i et eller flere tredjelande, kan de kompetente myndigheder dog uanset bestemmelserne i første afsnit lade dem optage til notering, når en tilstrækkelig spredning i offentligheden har fundet sted i det eller de tredjelande, hvor de er noteret.

En tilstrækkelig spredning anses at foreligge, når de aktier, der er genstand for optagelsesansøgningen, er fordelt i offentligheden med mindst 25 af den tegnede aktiekapital, som dækkes af pågældende aktieklasse, eller når markedets normale funktion på grund af et betydeligt antal aktier i samme klasse og deres store spredning i offentligheden er sikret med en lavere procent.

5. *Notering af aktier af samme klasse*

Ansøgningen om optagelse til notering skal omfatte alle de aktier af samme klasse, der allerede er udstedt.

Medlemsstaterne kan dog bestemme, at denne betingelse ikke finder anvendelse på ansøgninger, som ikke omfatter alle de aktier af samme klasse, der allerede er udstedt, når de aktier af denne klasse, der ikke søges optaget, udgør en del af de aktieposter, som skal opretholde kontrollen med selskabet, eller ikke er omsættelige i en bestemt periode i medfør af aftaler, forudsat at offentligheden oplyses om nævnte forhold, og at disse ikke kan være til skade for ihændehaverne af de aktier, der søges optaget til notering.

6. *Aktiernes ydre udformning*

For optagelse til notering af aktier, som er udstedt af selskaber, der er hjemmehørende i en anden medlemsstat, og som er genstand for en ydre udformning, er det nødvendigt og tilstrækkeligt, at denne svarer til de i vedkommende anden medlemsstat gældende regler. Såfremt den ydre udformning ikke svarer til de gældende regler i den medlemsstat, hvor der ansøges om optagelse til notering, bringer denne stats kompetente myndigheder dette forhold til offentlighedens kendskab.

Den ydre udformning af aktier udstedt af selskaber, der er hjemmehørende i tredjelande, skal frembyde garantier, der er tilstrækkelige for beskyttelsen af investor.

7. *Aktier udstedt af selskaber i et tredjeland*

Såfremt aktier udstedt af et selskab, der er hjemmehørende i et tredjeland, ikke noteres i hjemlandet eller i det land, hvor de har den største udbredelse, kan de kun optages til

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

notering, såfremt de kompetente myndigheder er af den overbevisning, at den manglende notering i hjemlandet eller i det land, hvor de har den største udbredelse, ikke skyldes nødvendigheden af at beskytte investorerne.

Skema B

Betingelser for obligationers optagelse til notering på fondsbørser

A. Optagelse til notering af obligationer udstedt af en virksomhed

I. Betingelser vedrørende den virksomhed, hvis obligationer er genstand for ansøgning om optagelse til notering

1. *Virksomhedens retlige stilling*

Virksomhedens retlige stilling skal være i overensstemmelse med de for virksomheden gældende retsforskrifter med hensyn til såvel dens stiftelse som dens vedtægtsmæssige virksomhed.

II. Betingelser vedrørende de obligationer, der er genstand for ansøgning om optagelse til notering

1. *Obligationernes retlige stilling*

Obligationernes retlige stilling skal være i overensstemmelse med de for obligationer gældende retsforskrifter.

2. *Obligationernes omsættelighed*

Obligationerne skal være frit omsættelige.

De kompetente myndigheder kan sidestille ikke fuldt indbetalte obligationer med frit omsættelige obligationer, når der er truffet foranstaltninger til, at disse obligationers omsættelighed ikke begrænses, og når transaktionernes gennemskuelighed er sikret ved en tilstrækkelig information til offentligheden.

3. *Offentlig udstedelse forud for optagelse til notering*

I tilfælde af offentlig udstedelse forud for optagelse til notering skal den periode, hvori der kan afgives tegningsordrer, være afsluttet før den første notering. Denne bestemmelse gælder ikke i tilfælde af løbende udstedelse af obligationer, når slutdatoen for tegningsperioden ikke er fastsat.

4. *Notering af obligationer fra samme udstedelse*

Ansøgningen om optagelse til notering skal omfatte alle obligationer fra samme udstedelse.

5. *Obligationernes ydre udformning*

For optagelse til notering af obligationer, som er udstedt af virksomheder, der er hjemmehørende i en anden medlemsstat, og som er genstand for en ydre udformning, er det nødvendigt og tilstrækkeligt, at denne svarer til de i vedkommende anden medlemsstat gældende regler. Såfremt den ydre udformning ikke svarer til de gældende regler i den medlemsstat, hvor der ansøges om optagelse til notering, bringer denne stats kompetente myndigheder dette forhold til offentlighedens kendskab.

Den ydre udformning af obligationer, som kun er udstedt i en enkelt medlemsstat, skal dog svare til de regler, der er gældende i denne stat.

Den ydre udformning af obligationer udstedt af virksomheder, der er hjemmehørende i et tredjeland, skal frembyde garantier, der er tilstrækkelige for beskyttelsen af investor.

III. Andre betingelser

1. *Minimumsbeløb for lånet*

Lånet må ikke være på under 200 000 europæiske regningsenheder. Denne bestemmelse gælder ikke i tilfælde af løbende udstedelse af obligationer, når lånets størrelse ikke er fastsat.

Medlemsstaterne kan dog bestemme, at selv om denne betingelse ikke er opfyldt, hindrer dette ikke optagelse til notering, når de kompetente myndigheder er af den overbevisning, at der vil være et tilstrækkeligt marked for de pågældende obligationer.

Modværdien i national valuta af 200 000 europæiske regningsenheder er indtil videre den værdi, der gælder på dagen for vedtagelsen af direktivet.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Hvis minimumsbeløbet for lånet udtrykt i national valuta, efter ændring af modværdien i national valuta af den europæiske regningsenhed, i en periode på et år ligger mindst 10 under værdien af 200 000 europæiske regningsenheder, skal medlemsstaten inden for en frist på tolv måneder efter udløbet af denne periode tilpasse sine administrativt eller ved lov fastsatte bestemmelser til bestemmelserne i første afsnit.

2. *Konvertible obligationer, ombyttelige obligationer og obligationer med warrants*

Konvertible obligationer, ombyttelige obligationer og obligationer med warrants kan kun optages til notering, hvis de aktier, de er knyttet til, forudgående er optaget til notering på samme fondsbørs eller er optaget på et andet organiseret, anerkendt og åbent marked, der fungerer regelmæssigt, eller optages herpå samtidigt.

Medlemsstaterne kan dog uanset bestemmelserne i første afsnit tillade optagelse til notering af konvertible obligationer, ombyttelige obligationer og obligationer med warrants, såfremt deres kompetente myndigheder er af den overbevisning, at ihændehaverne af obligationerne råder over alle de oplysninger, der er nødvendige, for at de kan danne sig et skøn over værdien af de aktier, som disse obligationer er knyttet til.

B. Optagelse til notering af obligationer udstedt af en stat eller dennes lokale offentlige organer eller af en international organisation med offentlig karakter

1. *Obligationernes omsættelighed*

Obligationerne skal være frit omsættelige.

2. *Offentlig udstedelse forud for optagelse til notering*

I tilfælde af offentlig udstedelse forud for optagelse til notering skal den periode, hvori der kan afgives tegningsordrer, være afsluttet før den første notering. Denne bestemmelse gælder ikke, når slutdatoen for tegningsperioden ikke er fastsat.

3. *Notering af obligationer fra samme udstedelse*

Ansøgningen om optagelse til notering skal omfatte alle obligationer fra samme udstedelse.

4. *Obligationernes ydre udformning*

For optagelse til notering af obligationer, som er udstedt af en medlemsstat eller dennes lokale offentlige organer, og som er genstand for en ydre udformning, er det nødvendigt og tilstrækkeligt, at udformningen svarer til de i denne medlemsstat gældende regler. Såfremt den ydre udformning ikke svarer til de gældende regler i den medlemsstat, hvor der ansøges om optagelse til notering, bringer denne stats kompetente myndigheder dette forhold til offentlighedens kendskab.

Den ydre udformning af obligationer udstedt af tredjelande eller disses lokale offentlige organer eller af internationale organisationer med offentlig karakter, skal frembyde garantier, der er tilstrækkelige for beskyttelsen af investor.

Skema C

Forpligtelser, som påhviler selskaber, hvis aktier er optaget til notering på en fondsbørs

1. *Notering af nyligt udstedte aktier af samme klasse*

Med forbehold af bestemmelserne under punkt II, nr. 5, andet afsnit, i skema A har selskabet i tilfælde af en ny offentlig udstedelse af aktier af samme klasse som dem, der allerede er optaget til notering, og såfremt disse nye aktier ikke optages automatisk, pligt til at ansøge om deres optagelse til sådan notering, enten senest et år efter udstedelsen eller på det tidspunkt, hvor de bliver frit omsættelige.

2. *Forholdet til aktionærerne*

1) Selskabet skal sikre lige behandling af aktionærer, der befinder sig i samme situation.
2) Selskabet skal i det mindste i hver medlemsstat, hvor dets aktier noteres, sikre al den støtte og oplysning, der er nødvendig, for at aktionærerne kan udøve deres rettigheder. I særdeleshed skal det

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

- oplyse aktionærerne om afholdelse af generalforsamlinger, og give dem mulighed for at udøve deres stemmeret,
- offentliggøre meddelelser eller udsende underretninger om uddeling og udbetaling af udbytte, om udstedelse af nye aktier, samt om tildeling, tegning, afkald og konvertering,
- udpege et pengeinstitut som befuldmægtiget, hvorigennem aktionærerne kan udøve deres finansielle rettigheder, medmindre selskabet selv varetager finansieringsfunktionerne.

3. *Ændring af stiftelsesoverenskomsten eller vedtægterne*

1) Et selskab, som har til hensigt at ændre sin stiftelsesoverenskomst eller sine vedtægter, skal fremsende udkastet til ændringen til de kompetente myndigheder i de medlemsstater, hvor dets aktier noteres.
2) Fremsendelsen af dette udkast til de kompetente myndigheder skal finde sted senest på det tidspunkt, hvor der indkaldes til den generalforsamling, som skal træffe afgørelse om den foreslåede ændring.

4. *Årsregnskab og beretning*

1) Selskabet skal hurtigst muligt fremlægge sit seneste årsregnskab og sin seneste beretning for offentligheden.
2) Hvis selskabet opstiller både et ikke-konsolideret årsregnskab og et konsolideret årsregnskab (koncernregnskab), skal det fremlægge begge regnskaber for offentligheden. I så fald kan den kompetente myndighed give selskabet tilladelse til kun at fremlægge enten det ikke-konsoliderede regnskab eller koncernregnskabet for offentligheden, såfremt det regnskab, der ikke fremlægges for offentligheden, ikke indeholder væsentlige supplerende oplysninger.
3) Hvis årsregnskabet og beretningen ikke er i overensstemmelse med bestemmelserne i Rådets direktiver vedrørende selskabsregnskaber, og hvis nævnte regnskab og beretning ikke giver et pålideligt billede af selskabets aktiver og passiver, samt af dets økonomiske stilling og dets resultat, skal der fremlægges mere detaljerede eller supplerende oplysninger.

5. *Supplerende oplysninger*

1) Selskabet skal hurtigst muligt oplyse offentligheden om nye, væsentlige forhold, som berører dets virksomhedsområder, som ikke er offentligheden bekendt, og som på grund af deres indvirkning på dets aktiver og passiver, dets økonomiske stilling og dets virksomhed i almindelighed vil kunne fremkalde en betydelig ændring i kursen på dets aktier.

De kompetente myndigheder kan dog fritage selskabet for denne forpligtelse, såfremt udspredelsen af visse oplysninger vil kunne skade selskabets retmæssige interesser.

1) Selskabet skal straks oplyse offentligheden om enhver ændring af de rettigheder, der er knyttet til de forskellige aktieklasser.
1) Selskabet skal, så snart det får kendskab dertil, oplyse offentligheden om ændringer i strukturen (kapitalejerne og kapitalfordelingen på disse) af de betydelige andele i dets kapital i forhold til tidligere offentliggjorte oplysninger herom.

Navnlig skal selskaber, der ikke er omfattet af Rådets direktiv 88/627/EØF af 12. december 1988 om offentliggørelse af oplysninger ved erhvervelse og afhændelse af en betydelig andel i et børsnoteret selskab hver gang de får kendskab dertil og senest ni kalenderdage herefter, oplyse offentligheden om, at en person eller enhed har erhvervet eller afhændet en så stor aktieandel, at hans beholdning når op over eller ned under de i aktieselskabslovens § 28 a fastsatte tærskler.

6. *Oplysningernes ensartethed*

1) Selskaber, hvis aktier er optaget til notering på flere fondsbørser, der er beliggende eller udøver virksomhed i forskellige medlemsstater, skal sikre, at der gives ensartede oplysninger til markedet på hver af disse børser.
1) Selskaber, hvis aktier er optaget til notering på flere fondsbørser, der er beliggende eller udøver virksomhed i en eller flere medlemsstater og i et eller flere tredjelande, skal give markedet i

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

den eller de medlemsstater, hvor deres aktier noteres, oplysninger, der mindst svarer til dem, de giver markedet i det eller de pågældende tredjelande, for så vidt disse oplysninger kan have betydning for vurderingen af aktierne.

Skema D

Forpligtelser, som påhviler udstedere, hvis obligationer er optaget til notering på en fondsbørs

A. Obligationer udstedt af en virksomhed

1. *Forholdet til ihændehaverne af obligationer*

1) Virksomheden skal sikre lige behandling af ihændehavere af obligationer i samme lån med hensyn til alle de rettigheder, der er knyttet til disse obligationer.

Denne betingelse forhindrer ikke tilbud om tilbagekøb før tiden, når de afgives i henhold til national lovgivning, og som navnlig begrundet i sociale hensyn måtte blive fremsat af virksomheden over for ihændehaverne af visse obligationer som en fravigelse af udstedelsesbetingelserne.

1) Virksomheden skal i det mindste i hver medlemsstat, hvor dets obligationer er optaget til notering, sikre al den støtte og oplysning, der er nødvendig, for at obligationsejerne kan udøve deres rettigheder. I særdeleshed skal den:

- offentliggøre meddelelser eller udsende underretninger om eventuel afholdelse af forsamlinger af obligationsejere, udbetaling af renter, udøvelse af eventuelle konverterings-, ombytnings-, tegnings- og afkaldsrettigheder samt om indløsning,
- udpege et pengeinstitut som befuldmægtiget, hvorigennem obligationsejerne kan udøve deres finansielle rettigheder, medmindre virksomheden selv varetager finansieringsfunktionerne.

2. *Ændring af stiftelsesoverenskomsten eller vedtægterne*

1) En virksomhed, som har til hensigt at ændre sin stiftelsesoverenskomst eller sine vedtægter, således at obligationsejernes rettigheder ændres, skal fremsende udkastet til ændringen til de kompetente myndigheder i de medlemsstater, hvor dens obligationer noteres.
2) Fremsendelsen af dette udkast til de kompetente myndigheder skal finde sted senest på tidspunktet for indkaldelsen af det organ, som skal træffe afgørelse om den foreslåede ændring.

3. *Årsregnskab og beretning*

1) Virksomheden skal hurtigst muligt for offentligheden fremlægge det seneste årsregnskab og den seneste beretning, hvis offentliggørelse er påbudt til den nationale lovgivning.
2) Hvis virksomheden opstiller både et ikke-konsolideret årsregnskab og et konsolideret årsregnskab (koncernregnskab), skal den fremlægge begge regnskaber for offentligheden. I så fald kan de kompetente myndigheder give virksomheden tilladelse til kun at fremlægge enten det ikke-konsoliderede regnskab eller koncernregnskabet for offentligheden, såfremt det regnskab, der ikke fremlægges for offentligheden, ikke indeholder væsentlige supplerende oplysninger.
3) Hvis årsregnskabet og beretningen ikke er i overensstemmelse med bestemmelserne i Rådets direktiver vedrørende virksomhedsregnskaber, og hvis nævnte regnskab og beretning ikke giver et pålideligt billede af virksomhedens aktiver og passiver, samt af dens økonomiske stilling og dens resultat, skal der fremlægges mere detaljerede eller supplerende oplysninger.

4. *Supplerende oplysninger*

1) Virksomheden skal hurtigst muligt oplyse offentligheden om de nye, væsentlige forhold, som berører dens virksomhedsområde, som ikke er offentligheden bekendt, og som på afgørende måde kan forringe dens evne til at overholde sine forpligtelser.

De kompetente myndigheder kan dog fritage virksomheden for denne forpligtelse, såfremt udspredelsen af visse oplysninger vil kunne skade virksomhedens retmæssige interesser.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

1) Virksomheden skal straks oplyse offentligheden om enhver ændring i obligationsejerens rettigheder, som navnlig måtte skyldes en ændring af lånevilkårene eller rentesatsen.
2) I de tilfælde, hvor den officielle notering vedrører konvertible obligationer, ombyttelige obligationer eller obligationer med warrants, skal virksomheden straks oplyse offentligheden om enhver ændring af de rettigheder, der er tillagt de forskellige aktieklasser, som disse obligationer er knyttet til.
3) Virksomheden skal straks oplyse offentligheden om nye udstedelser af lån og i særdeleshed om den sikkerhed, som stilles i forbindelse hermed.

5. *Oplysningernes ensartethed*

1) Virksomheder, hvis obligationer er optaget til notering på flere fondsbørser, der er beliggende eller udøver virksomhed i forskellige medlemsstater, skal sikre, at der gives ensartede oplysninger til markedet på hver af disse børser.
2) Virksomheder, hvis obligationer er optaget til notering på flere fondsbørser, der er beliggende eller udøver virksomhed i en eller flere medlemsstater og i et eller flere tredjelande, skal give markedet i den eller de medlemsstater, hvor deres obligationer noteres, oplysninger, der mindst svarer til dem, de giver markedet i det eller de pågældende tredjelande, såfremt disse oplysninger kan have betydning for vurderingen af obligationerne.

B. Obligationer udstedt af en stat eller dennes lokale offentlige organer eller af en international organisation med offentlig karakter

1. *Forholdet til ihændehaverne af obligationer*

1) Staten, dennes lokale offentlige organer og internationale organisationer med offentlig karakter skal sikre lige behandling af ihændehavere af obligationer i samme lån med hensyn til alle de rettigheder, der er knyttet til disse obligationer.

Denne betingelse forhindrer ikke tilbud om tilbagekøb før tiden, når de afgives i henhold til national lovgivning, og som navnlig begrundet i sociale hensyn måtte blive fremsat af udstederen over for ihændehaverne af visse obligationer som en fravigelse af udstedelsesbetingelserne.

1) Staten, dennes lokale offentlige organer og internationale organisationer med offentlig karakter, skal i det mindste i hver medlemsstat, hvor obligationerne er optaget til notering, sikre al den støtte og oplysning, der er nødvendig, for at obligationsejerne kan udøve deres rettigheder. I særdeleshed skal de:

- offentliggøre meddelelser eller udsende underretninger om eventuel afholdelse af forsamlinger af obligationsejere, om betaling af renter og om indløsning;
- udpege et pengeinstitut som befuldmægtiget, hvorigennem obligationsejerne kan udøve deres finansielle rettigheder.

2. *Oplysningernes ensartethed*

1) Stater, disses lokale offentlige organer og internationale organisationer med offentlig karakter, hvis obligationer er optaget til notering på flere fondsbørser, der er beliggende eller udøver virksomhed i forskellige medlemsstater, skal sikre, at der gives ensartede oplysninger til markedet på hver af disse børser.
2) Stater, disses lokale offentlige organer og internationale organisationer med offentlig karakter, hvis obligationer er optaget til notering på flere fondsbørser, der er beliggende eller udøver virksomhed i en eller flere medlemsstater og i et eller flere tredjelande, skal give markedet i den eller de medlemsstater, hvor deres obligationer noteres, oplysninger, der mindst svarer til dem, de giver markedet i det eller de pågældende tredjelande, såfremt disse oplysninger vedrører forhold, der kan have betydning for vurderingen af obligationerne.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bekendtgørelse nr. 961 af 1. december 2003 om Erhvervs- og Selskabsstyrelsens offentliggørelse af prospekter ved første offentlige udbud af visse værdipapirer

I medfør af § 45, stk. 5, i lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 587 af 9. juli 2002, fastsættes:

§ 1. Modtagelsen af et prospekt omfattet af kapitel 12 i lov om værdipapirhandel m.v., som er godkendt af Fondsrådet, offentliggøres af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen i www.publi-com.dk.

§ 2. For offentliggørelsen af modtagelsen af et prospekt opkræves efterfølgende et gebyr på kr. 1.250,00 hos udstederen.

§ 3. Bekendtgørelsen træder i kraft den 1. januar 2004.

Stk. 2. Bekendtgørelse nr. 268 af 17. april 1996 ophæves.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, den 1. december 2003

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bekendtgørelse nr. 700 af 21. juni 2006 om henlæggelse af beføjelser til Finanstilsynet samt om klageadgang (Delegationsbekendtgørelsen)

I medfør af § 371 i lov om finansiel virksomhed, jf. lovbekendtgørelse nr. 286 af 4. april 2006, og § 130 i lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 55 af 31. januar 2006, fastsættes:

§ 1. Beføjelser, som efter følgende love er tillagt økonomi- og erhvervsministeren, udøves af Finanstilsynet, jf. dog § 2:

1) Lov om finansiel virksomhed, jf. lovbekendtgørelse nr. 286 af 4. april 2006.
2) Lov om forebyggende foranstaltninger mod hvidvask af udbytte og finansiering af terrorisme, jf. lov nr. 117 af 27. februar 2006, som ændret ved § 8 i lov nr. 542 af 8. juni 2006.
3) Lov om forsikringsformidling, jf. lovbekendtgørelse nr. 767 af 5. august 2005, som ændret ved § 1 i lov nr. 524 af 7. juni 2006.
4) Lov om grænseoverskridende pengeoverførsler, jf. lov nr. 237 af 21. april 1999, som ændret ved § 5 i lov nr. 365 af 19. maj 2004.
5) Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 55 af 31. januar 2006.
6) Lov om et skibsfinansieringsinstitut, jf. lovbekendtgørelse nr. 745 af 19. juli 2005.
7) Lov om tilsyn med firmapensionskasser, jf. lovbekendtgørelse nr. 1017 af 24. oktober 2005.
8) Lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 479 af 1. juni 2006, som ændret ved § 2 i lov nr. 527 af 7. juni 2006.

§ 2. Økonomi- og erhvervsministeren udøver dog fortsat følgende beføjelser:

1) I lov om finansiel virksomhed:
2) Beføjelsen til efter § 43, stk. 2, at fastsætte regler om god skik.
3) Beføjelsen til efter § 204, stk. 1, at tillade sammenlægning af to eller flere pengeinstitutter, hvis andel af pengeinstitutternes samlede arbejdende kapital (indlån + udstedte obligationer m.v. + efterstillet kapital + egenkapital) hver især udgør over 4 pct. og beføjelsen til at tillade sammenlægning af to eller flere realkreditinstitutter.
4) Beføjelsen til efter § 215, stk. 1, at godkende ændringer i vedtægter for en forening, der har været et realkreditinstitut.
5) Beføjelsen til efter § 245, stk. 1, 2. pkt., i samarbejde med skatteministeren at udpege medlemmer til værdiansættelsesnævnet.
6) Beføjelsen til efter § 344, stk. 5, at fastsætte regler for Finanstilsynet s procedurer i overensstemmelse med fællesskabsretlige regler.
7) Beføjelsen til efter § 345, stk. 1 og 3-5, at udpege medlemmer, suppleanter og særligt sagkyndige til Det Finansielle Virksomhedsråd.
8) Beføjelsen til efter § 345, stk. 11, at fastsætte forretningsordenen for Det Finansielle Virksomhedsråd.
9) Beføjelsen til efter § 356, stk. 1, at tillade Finanstilsynet s ansatte at drive selvstændig erhvervsvirksomhed.
10) Beføjelsen til efter § 356, stk. 2, at udarbejde retningslinjer for indberetning af formuedispositioner for Finanstilsynet s direktør m.fl.

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

11) Beføjelsen til efter § 356, stk. 3, at tillade at direktøren for Finanstilsynet optager lån m.v. samt til at udarbejde retningslinjer for godkendelse af Finanstilsynet s medarbejderes lån m.v.
12) Beføjelsen til efter § 371 at fastsætte regler om klageadgang m.v.

1) 2) I lov om forsikringsformidling:
2) Beføjelsen til efter § 19, stk. 2, at fastsætte regler om god skik.

1) 3) I lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.:
1) Beføjelsen til efter § 18, stk. 2, at fastsætte regler om god skik.
2) Beføjelsen til efter § 116, stk. 2, at fastsætte regler for Finanstilsynets procedurer i henhold til fællesskabsretlige regler.
3) Beføjelsen til efter § 130 at fastsætte regler om klageadgang m.v.

4) 4) I lov om et skibsfinansieringsinstitut:
1) Beføjelsen til efter § 5, stk. 1, at fastsætte nærmere regler for gennemførelse af lovens bestemmelser.
2) Beføjelsen til efter § 5, stk. 2, at fastsætte nærmere regler for hvilke bestemmelser i lov om finansiel virksomhed, der med de fornødne tilpasninger skal finde anvendelse på institutet.
3) Beføjelsen til efter § 7, stk. 4, at godkende beslutninger i forbindelse med omdannelsen.
4) Beføjelsen til efter § 7, stk. 5, at godkende aktionæroverenskomsten.
5) Beføjelsen til efter § 10, 2. pkt., at modsætte sig en senere overdragelse af aktieselskabets aktiver og forpligtelser.
6) Beføjelsen til efter § 13, stk. 3, at udpege et medlem til bestyrelsen for den erhvervsdrivende fond.

7) 5) I lov om tilsyn med firmapensionskasser:
1) Beføjelsen til efter § 6 a, stk. 2, at fastsætte regler om god skik.

2) 6) I lov om værdipapirhandel m.v.:
1) Beføjelsen til efter § 3, stk. 2, at fastsætte regler om god skik.
2) Beføjelsen til efter § 60, stk. 3, at bestemme at en værdipapircentral i et nærmere bestemt omfang skal afgive oplysninger til en offentlig myndighed.
3) Beføjelsen til efter § 77, stk. 2, at udnævne medlemmer og stedfortrædere til Klagenævnet for Værdipapircentraler.
4) Beføjelsen til efter § 84, stk. 1, 4 og 5, at udnævne medlemmer og suppleanter til Fondsrådet.
5) Beføjelsen til efter § 84, stk. 9, at godkende Fondsrådets forretningsorden.
6) Beføjelsen til efter § 127 a, stk. 4, 1. pkt., at udnævne formanden for bestyrelsen for værdipapircentralen samt de øvrige bestyrelsesmedlemmer.

§ 3. Afgørelser, der er truffet af Finanstilsynet efter bemyndigelse i henhold til § 1, nr. 1 og 5, kan af den, som afgørelsen retter sig til, indbringes for Erhvervsankenævnet senest 4 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende.

§ 4. Bekendtgørelsen træder i kraft den 15. juli 2006.

Stk. 2. Samtidig ophæves bekendtgørelse nr. 615 af 22. juni 2005 om henlæggelse af beføjelser til Finanstilsynet samt om klageadgang (Delegationsbekendtgørelsen).

Økonomi- og Erhvervsministeriet, den 21. juni 2006

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Bekendtgørelse nr. 414 af 21. maj 2001 om indberetning af handler med værdipapirer, der er noteret på en fondsbørs m.v.

I medfør af § 33, stk. 2 og 4, og § 93, stk. 4, i lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 168 af 14. marts 2001, fastsættes:

Kapitel 1
Indberetningspligt vedrørende værdipapirer noteret på en dansk fondsbørs m.v.

§ 1. En værdipapirhandler, jf. § 4, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v., som medvirker ved aftaler om overdragelse til eje (handler) af værdipapirer, der er optaget til notering på en fondsbørs eller optaget til handel på en autoriseret markedsplads eller i et handelssystem, oprettet i henhold til § 17 i lov om værdipapirhandel m.v., skal indberette handler. Indberetningen skal ske til den pågældende fondsbørs eller autoriserede markedsplads.

Stk. 2. Fondsrådet kan i særlige tilfælde dispensere fra indberetningspligten i stk. 1, såfremt det sikres, at der sker indberetning af handel med værdipapirer på anden måde. Dispensation kan gives for indtil tre år ad gangen.

Stk. 3. Stk. 1 omfatter tillige værdipapirtransaktioner udført af Danmarks Nationalbank som medlem af en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller i et handelssystem oprettet i henhold til § 17 i lov om værdipapirhandel m.v. samt Finansstyrelsen, medmindre der sker indberetning fra en indberetningspligtig.

Stk. 4. Værdipapirhandlere, der alene udfører porteføljepleje eller alene formidler værdipapirtransaktioner, jf. lov om fondsmæglerselskaber, bilag 1, afsnit A, skal indberette i henhold til stk. 1, medmindre mindst én af aftaleparterne selv er indberetningspligtig.

Stk. 5. Pengemarkedsmæglere i forbindelse med formidling af børsnoterede pengemarkedsprodukter eller pengemarkedsmæglere, som har fået tilladelse til at udøve virksomhed som værdipapirmægler, jf. § 48, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v., skal indberette i henhold til stk. 1, medmindre mindst én af aftaleparterne selv er indberetningspligtig.

Stk. 6. Enhver, der er eller bliver omfattet af § 29 i lov om værdipapirhandel m.v., skal tillige indberette i henhold til stk. 1, medmindre der sker indberetning fra en indberetningspligtig. Indberetning skal ske ved erhvervelse eller afhændelse af aktier, hvorved de i § 29 anførte grænser opnås eller overskrides.

§ 2. Alle handler med værdipapirer, der er optaget til notering på en fondsbørs, jf. § 21, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., eller handles på en autoriseret markedsplads, jf. § 40, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., eller i et handelssystem, oprettet i henhold til § 17 i lov om værdipapirhandel m.v., skal indberettes.

§ 3. Indberetning i henhold til § 1, stk. 1 og stk. 3-5, skal indeholde oplysninger om:

1) fondskode (ISIN - International Securities Identification Number),
2) handelsdato og handelstidspunkt,
3) der er foretaget et køb eller salg,
4) handelskurs og handelsmængde,
5) afviklingsdato, samt
6) identifikation af modparten, hvis denne er medlem af den pågældende fondsbørs, autoriserede markedsplads eller

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

handelssystem eller har opnået tilladelse i henhold til § 4, stk. 2.

Stk. 2. Indberetning efter stk. 1 skal for handler, som er foretaget af en indberetningspligtig, der er medlem af en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et handelssystem, oprettet i henhold til § 17 i lov om værdipapirhandel m.v. tillige indeholde oplysning om, hvorvidt en handel er indgået på egne vegne, eller på vegne af én eller flere kunder. En handel anses for indgået på én eller flere kunders vegne, såfremt handelen ikke indebærer kursrisiko for værdipapirhandleren.

Stk. 3. Stk. 2 finder ikke anvendelse på indberetning af handler med instrumenter omfattet af § 2, stk. 1, nr. 6 og 10 i lov om værdipapirhandel m.v.

Stk. 4. Indberetning i henhold til § 1, stk. 6, skal indeholde de i stk. 1, nr. 1-5, anførte oplysninger.

Stk. 5. De indberetningspligtige skal på anmodning fra en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads give yderligere oplysninger vedrørende den indberettede handel til brug for fondsbørsens eller markedspladsens markedsovervågning.

§ 4. Handler, der er foretaget af en indberetningspligtig, der er medlem af en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et handelssystem, oprettet i henhold til § 17 i lov om værdipapirhandel m.v., skal indberettes inden 5 minutter efter aftalens indgåelse. Indberetning af handler til afregning på grundlag af en gennemsnitskurs, der offentliggøres inden for det pågældende handelssystems' åbningstid, skal foretages, inden der den følgende handelsdag åbnes for handel. En fondsbørs eller en autoriseret markedsplads kan efter ansøgning fra et medlem ispensere fra indberetningsfristen i 2. pkt.

Stk. 2. Handler foretaget af andre indberetningspligtige omfattet af § 1, stk. 1 og stk. 3-6, skal indberettes inden der den følgende handelsdag åbnes for handel. En fondsbørs eller en autoriseret markedsplads kan efter nærmere regler fastsat af den pågældende fondsbørs eller autoriserede markedsplads tillade, at en indberetningspligtig bliver omfattet af stk. 1, selvom den indberetningspligtige ikke er medlem af den pågældende fondsbørs, autoriserede markedsplads eller handelssystem oprettet i henhold til § 17 i lov om værdipapirhandel m.v.

Stk. 3. Repo-baserede handler, Cibor-handler og andre handler kan efter nærmere regler fastsat af en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads undtages fra indberetningsfristen i stk. 1. Indberetning skal ske inden handelsdagens slutning.

Stk. 4. Ved en handel omfattet af § 3, stk. 2, anses den endelige afregning mellem en værdipapirhandler og én eller flere kunder ikke som en handel.

Stk. 5. Efter ansøgning fra en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads kan Fondsrådet bestemme, at handler under en vis beløbsgrænse ikke skal indberettes.

§ 5. En indberetningspligtig, der er medlem af en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et handelssystem oprettet i henhold til § 17 i lov om værdipapirhandel m.v., eller som har opnået tilladelse i henhold til § 4, stk. 2, skal sikre, at der ved handel med et medlem af samme fondsbørs, autoriserede markedsplads eller handelssystem eller ved handel med en indberetningspligtig, der har opnået tilladelse i henhold til § 4, stk. 2, er sket korrekt sammenføring af en indberetningspligtig andel, inden indberetningssystemet lukker.

Stk. 2. Sker handelen uden for indberetningssystemets åbningstid, skal der ske indberetning snarest muligt efter systemets genåbning.

§ 6. Indberettede handler kan kun annulleres i henhold til særlige betingelser og retningslinier fastsat af en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads.

§ 7. Indberetning i henhold til § 1, stk. 1 og 3-5, skal ske elektronisk, medmindre andet fastsættes af en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads.

Stk. 2. Indberetning efter § 1, stk. 6, skal ske efter nærmere regler fastsat af en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads.

§ 8. Den indberetningspligtige skal opbevare dokumentation for den indberettede

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

handel og for indberetningen heraf i mindst 5 år efter, at indberetningen er foretaget.

Kapitel 2
Indberetningspligt vedrørende værdipapirer optaget til notering på en fondsbørs eller et tilsvarende marked i et land indenfor Den Europæiske Union eller i lande, som Fællesskabet har indgået aftale med

§ 9. En værdipapirhandler skal til Fondsrådet indberette handler med værdipapirer, der er optaget til notering på en fondsbørs eller et tilsvarende reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i lande, som Fællesskabet har indgået aftaler med.

Stk. 2. Såfremt værdipapirhandleren indberetter handlerne til de kompetente myndigheder i det pågældende land, skal der ikke ske indberetning i henhold til stk. 1.

§ 10. Indberetningspligten i henhold til § 9 omfatter handler, når disse vedrører

1) aktier eller andre instrumenter, der giver adgang til aktiekapital,
2) obligationer eller andre instrumenter, der kan sidestilles med obligationer,
3) standardiserede futures vedrørende aktier, samt
4) standardiserede optioner vedrørende aktier.

§ 11. Indberetningen skal indeholde oplysninger om:

1) identifikation af værdipapiret,
2) handelsdato, samt
3) landekode.

§ 12. Handler omfattet af § 10 skal indberettes senest dagen efter handelsdagen.

§ 13. §§ 7 og 8 finder tillige anvendelse på indberetninger omfattet af dette kapitel.

Kapitel 3
Gebyr-, straffe- og ikrafttrædelsesbestemmelser

§ 14. En fondsbørs eller en autoriseret markedsplads fastsætter regler om betaling af gebyrer for indberetninger omfattet af denne bekendtgørelse, jf. § 33, stk. 4, i lov om værdipapirhandel m.v. Betaling af gebyr skal ske til den pågældende fondsbørs eller markedsplads.

§ 15. Overtrædelse af § 1, stk. 1 og 3-6, § 3, stk. 1, 2, 4 og 5, § 4, stk. 1-3 og §§ 8, 9, 11 og 12 i denne bekendtgørelse straffes med bøde.

§ 16. Bekendtgørelsen træder i kraft den 1. juli 2001.

Stk. 2. Samtidig ophæves bekendtgørelse nr. 429 af 8. juni 1999 om indberetning af handler med værdipapirer, der er noteret på en fondsbørs m.v.

Fondsrådet, den 21. maj 2001

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Domsregister

Ugeskrift for Retsvæsen
UfR1959H66 *521*
UfR 1977.274 H *242*
UfR 1978.121 H *237*
UfR 1978.653 H *246*
UfR 1979.36 H *244*
UfR 1992.971 H *212*
UfR 1993.789 V *241*
UfR 1994.576 V *551*
UfR 1995.317 V *241*
UfR 1995.625 H *551*
UfR 1995.905 H *370*
UfR 1997.1504 H *370*
UfR 1997.364 H *237*
UfR 1997.697 H *246*
UfR 1999.727 H *326, 332*
UfR 2000.2176 H *252, 254, 257*
UfR 2000.365 H *249*
UfR 2000.577 H *251*
UfR 2000.595 H *233, 250, 252*
UfR 2000.920 SH *255*
UfR 2001.1085 H *246*
UfR 2001.1516 H *246*
UfR 2001.398 H *236, 244*
UfR 2001.673 V *372*
UfR 2002.2067 H *223, 234, 236, 258, 444, 472*
UfR 2002.388 H *251*
UfR 2002.65 H *251*
UfR 2005.984 H *376*

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Utrykte domme og kendelser
Retten i Aalborg af 6. november 2000 *371*
Retten i Korsør af 11. december 2001 *373*
Københavns Byret af 19. februar 2002 *374*
Vestre Landsrets dom af 13. marts 2002 *374*

EFD
C-101/94 *153*
C-28/99 *373*
C-356/00 *121*

Finanstilsynets afgørelser
Finanstilsynets afgørelse af 12. juli 2004 om kapitalforvaltningsaftaler. *374*
Finanstilsynets afgørelse af 19. august 2004 om aktieoptionsprogrammer for medarbejdere *374*

Forsikrings- og erstatningsretlig domssamling
FED 1996.795 SH *237*
FED 1997.629 V *237*
FED 1998.2140 SH *237*
FED 1998.484 SH *237*
FED 2000.164 V *237*
FED 2000.732 SH *237*

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Stikordsregister

A
accept af risiko *233, 236, 251, 253, 259*
accepteret markedspraksis *49, 54, 357, 367, 412, 418, 420f, 423, 425, 713, 716f, 736, 950, 953ff*
accessorisk virksomhed *62, 77, 190ff, 435, 457, 488ff, 552f*
adgangskort *210*
ADR *203*
advokat *174, 220, 231f, 243, 264, 397f*
afgifter *33, 192, 866, 877, 906, 916*
afnotering *281f, 591, 598*
afregningsnotaer *140*
afsætningsgaranti *794f*
aftaler af vidtrækkende betydning *27,158, 163, 166*
afvikling *60ff, 65, 73, 92, 110, 152, 189, 345, 482ff, 491, 493ff, 500, 503ff, 507, 514, 534, 610, 657, 748, 775f, 780, 782, 978ff, 876, 905, 918*
afviklingsdato *996*
AGF *427f, 642*
agtsomhedsnormer *141*
AIM *434, 452, 724*
aktieavancebeskatningsloven *108, 654*
aktiebaserede aflønningsprogrammer *448*
aktiebogen *335, 572*
aktiecertifikater *837, 842, 891, 898, 903f*
aktieindeks *22, 122, 125, 127, 172, 525*
aktieklasse *317, 319f, 348, 687, 770, 860, 900, 958f, 964, 981, 987*
aktieklasser *42, 46f, 50, 209f, 297, 299, 317, 320, 322, 328, 337, 345, 347, 352, 433, 439, 687, 837, 873, 956f, 959, 990, 992*
aktieoptioner *375*
aktieretter *125, 464*
aktieselskabsformen *150, 152*
aktindsigt *217, 608, 968*
aktionæroverenskomst *103, 281, 326, 331, 376, 647, 341ff, 674*
alle handler *426, 996*
allokering *423*
almindelig hæderlighed *134*
alternative handelssystemer *188, 442*
alternative markedspladser *25, 87, 97f, 150ff, 154, 163, 166, 185, 192, 324, 432, 434, 436, 441ff, 445f, 451, 456ff, 490, 552, 593, 616, 620, 627ff, 632ff, 637f, 964*
American Depository Receipts *203*
Ameritech *325, 333*
analytikere *225f, 389*
analytikermøder *388f*
annoncer *267, 824*
anparter *124, 323*
ansvarlig kapital *185, 638*
arbejdskapital *863*
ATP *200f, 355, 485, 492*

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

autoriseret markedsplads *23, 26f, 32f, 35, 39ff, 45ff, 55ff, 62, 77, 85, 87, 90, 93f, 97, 99ff, 113f, 139ff, 149, 162f, 181, 187ff, 202, 209, 213, 216, 266f, 269, 278f, 282ff, 295, 299, 302, 316f, 321f, 324, 345f, 350, 352ff, 356f, 359, 393, 395f, 398, 400f, 432ff, 443, 456ff, 460, 464, 488, 490, 552, 587, 589, 592ff, 602, 604, 616, 618, 628, 630, 633, 636, 639, 643f, 661f, 670, 800, 937ff, 946, 956, 958ff, 964f, 967f, 970, 975ff, 980, 985, 996ff*

B

back-to-back *130*
bagatelgrænse *307, 950*
B-aktier *203*
Baltica *239*
bankdirektiv *485, 506*
banker *109, 112, 130, 150, 153, 211, 557, 626, 655, 659, 743, 837, 886, 905*
Bavarian Nordic *373*
beskatning *107f, 110, 652, 654f, 658, 808*
best execution *133, 135f, 138, 197, 747f, 839, 975*
bestemmende indflydelse *46, 306, 322f, 325, 328ff, 344, 956f*
bestyrelsesansvar *247*
bestyrelsesflertallet *325*
bestyrelsesformand *176, 258, 329, 374, 376*
betalingsstandsning *27, 65, 68, 72, 79, 167, 240f, 244, 254, 288, 486, 488, 502ff, 507, 512f, 529, 532f, 539f, 560f, 610*
betalingssystem *61, 63, 65ff, 94, 97f, 101f, 151, 482, 485f, 494, 502, 504ff, 618, 628, 630, 639, 643f*
betalingssystemer *21, 64f, 67f, 92, 97f, 118, 122, 487, 495, 497, 499, 502f, 509ff, 605, 611, 626ff, 633f, 966*
betingelsesbekendtgørelsen *204f, 208ff, 212, 221, 280*
betydelig andel *418f, 702, 952f, 990*
brancheudtalelser *143*
broker *475, 735*
brugte skibsanparter *124*
budgettering *164f*
børsetiske regler *34, 162, 194f, 197, 219, 395, 672*
børskurs *326, 427*
børskursen *257, 259*
børsmæglerselskab *111, 199, 203, 658f*
børsprospekter *238, 469f*
Børsreform I *671*
Børsreform II *143, 217, 219, 395, 397, 410, 503, 563, 565, 567ff, 578ff, 583f, 586, 641, 646, 652ff, 664*

C

Carlsberg *389*
caveat emptor *233f, 236, 248, 251, 260, 673*
City Code *329*
clearing *60ff, 65, 67, 92, 110, 121, 152, 166, 189, 482ff, 491ff, 500, 502ff, 507, 509, 552f, 605, 611, 650, 657, 748, 775f, 780, 782, 800, 979f*
clearingcentral *24, 26, 30, 32, 61ff, 66ff, 78, 94, 97, 100, 102, 110, 149, 154f, 158, 162f, 166, 180f, 190, 435, 457, 482, 484ff, 499ff, 504f, 508ff, 552, 556, 558, 618, 620, 628, 630, 632f, 636, 644, 657, 800, 978*
clearingdeltager *61ff, 482, 484f, 491, 493f, 496, 499ff*

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

clearingvirksomhed *21, 105, 114, 118, 152, 183, 485f, 489, 553, 649, 663*
co-lead manager *708*
Commercial Holding *254*
concert party *329*
contested takeovers *669*
cooling-off period *348*
corporate governance *230*
covered warrants *125, 464, 546, 808*
Crisplant *289f*

D
Dansk Aktionærforening *89, 226, 228, 603*
datterselskab *183, 190f, 206, 387, 457, 817*
datterselskaber *164f, 189, 207, 235, 833f, 853, 855f, 860, 893, 895f, 900, 921*
delegation af kompetence *595*
delegation *87, 219, 324f, 352, 382, 459, 590, 593ff, 632, 961, 967f*
dematerialiserede værdipapirer *75, 541, 545f*
depotbanker *559*
depoter *28, 63, 170, 174, 494, 498*
depotsteder *78, 558f*
derivater *421, 463, 483, 711, 716, 739f, 743, 778, 795, 802, 837f, 842, 844, 869, 884, 886, 913, 921f*
Det Finansielle Virksomhedsråd *91, 602, 604, 606, 610, 615, 994*
Det nye Marked *803f*
detailmarkedet *477, 479*
differenceafregning *127, 175, 375*
diligence *232ff, 377, 668*
direktionsansvar *247, 260*
dispensation *46, 179, 205f, 229, 321, 344f, 474, 810, 984, 996*
dominerende stilling *53, 411, 415, 417, 717*
domstolene *84, 93, 98, 254, 332, 416, 581f, 608, 612, 631, 633, 721, 750, 784, 787, 812*
driftsplan *25, 152, 154, 757, 773f, 776*
driftstilladelse *150*
due diligence *232ff, 377, 668*
dørsalg *747*

E
edb-organisation *164*
efterstillet kapital *175, 994*
egen skyld *233, 236, 259, 583f*
egenacces *558*
egenkapital *172, 238, 245, 247, 250, 344, 429, 586, 796, 986, 994*
egne aktier *31, 50, 54, 71, 184f, 297f, 317, 320, 347, 367, 371, 376, 380ff, 421f, 431, 451, 522, 524, 538, 692ff, 714, 720*
ejendomsret til værdipapirer *753*
ejendomsret *69, 73f, 516f, 520, 534f, 537, 571, 746, 753, 760*
ejerloft *211*
ekstraordinære poster *983*
el-børs *128*
emissionsgaranti *118, 135*
emissionsinstitut *232, 236, 243ff, 248, 254f, 259ff*
emissionsinstitutansvar *248, 259*
emissionsoverkurs *185*
emissionsprovenuet *213, 697*
eneret *129, 147, 190, 198, 434, 479*
equal opportunity *388*
Erhvervsankenævnet *96, 98, 124, 212, 463, 619, 623, 625, 630f, 633, 968, 995*
erstatningsansvar *217, 223, 236, 238ff, 243f, 246ff, 259, 264, 266, 293, 583, 673, 818, 940*
erstatningskrav *83, 85, 578f, 586, 792*
erstatningspligt *141, 236, 244, 247*
etableringsfrihed *153*

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

etiske regler *134, 143, 669*
EURO.NM *804*
euro *28, 35, 37, 42, 44, 58, 119, 170f, 201f, 213, 215f, 263, 266, 268, 272, 296f, 300, 307, 434, 442f, 456, 460ff, 464f, 467f, 470, 740, 804, 936ff, 940, 944, 946, 967*
Euroclear *548*
Eurolist *801*
Euronext *799, 804*
europæisk pas *153*
Exchange Clearing House *800*

F
fagetisk kodeks *124, 751*
fair behandling *193*
FESE *670*
filialer *199, 235, 406, 743, 746ff, 753, 760, 774, 788, 952*
finalitydirektivet *152, 484, 503f, 506, 508f, 511ff, 541*
finanshuse *232*
finansielle virksomheder *23, 77, 92, 134f, 146, 156ff, 183, 185, 272, 278, 312, 555ff, 590f, 598, 601f, 611, 631, 936, 942, 945*
finansielt instrument *128, 424, 692, 696, 702, 705, 707, 717, 720, 737, 746, 754, 761, 779, 784*
finanskalender *230, 444, 448*
Finansrådet *89, 603*
Finanstilsynet *22, 24ff, 30ff, 34f, 37ff, 42, 44ff, 52, 54ff, 64ff, 76f, 79ff, 85ff, 90f, 93ff, 104, 108, 115, 117, 122, 130, 132, 142, 144f, 148, 150ff, 155ff, 166f, 177, 180ff, 186ff, 193ff, 204, 211ff, 215f, 218ff, 222ff, 230, 244, 263, 265, 268, 272ff, 283, 296, 300f, 309f, 313ff, 321f, 324f, 331ff, 344f, 348f, 351ff, 355, 361, 374f, 379, 392, 394f, 400, 405ff, 412, 416, 418, 420f, 423ff, 428, 435, 438ff, 453, 456ff, 467ff, 473ff, 482, 484, 488f, 493, 495, 499, 502, 504ff, 545, 549ff, 556, 558ff, 566ff, 570ff, 576, 578, 584f, 587ff, 591ff, 604ff, 612, 614ff, 636, 639ff, 643f, 648, 654, 664, 666, 670, 674, 806, 939ff, 944f, 949f, 952ff, 959ff, 966ff, 977ff, 994f*
First North *190f, 316, 346, 352, 443, 446, 448, 450ff, 461, 640*
fjernmedlemmer *199, 755, 775, 786, 789*
flere fondsbørser *37, 46, 203, 215, 283, 321, 984, 990, 992*
Folketingets ombudsmand *91, 610*
fondsaktier *947*
fondsaktiver *63f, 75f, 78ff, 84, 112, 485, 494ff, 498ff, 541, 545ff, 555, 557, 562f, 568f, 572f, 576f, 582, 661*
fondsaktiver *978*
fondsbørsaktieselskab *188*
fondsbørsbegreb *187*
fondsbørsloven *370*
fondsbørsmedlem *33f, 138, 192, 195, 198f*
fondskode *44, 301, 308, 547, 996*
fondsmæglerselskaber *28, 150, 170, 199, 485, 491f, 557, 996*
Fondsrådet *85f, 88ff, 93, 95, 98, 102, 123f, 126ff, 134, 136, 141ff, 163, 194, 217, 321, 324, 330f, 344f, 349, 353ff, 440, 462ff, 466f, 469, 472, 474, 480, 587ff, 612ff, 619ff, 630f, 644, 969f, 972ff, 983f, 986, 993, 995ff*
Fondsrådets forretningsorden *995*
Fondsrådets møder *143, 971*
Forbrugerombudsmanden *22, 90, 132, 142ff, 469, 604, 607f, 971f, 974*
fordelingsnøgle *244, 450*

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

forretningsgange *25, 66, 96, 152, 154, 164f, 506, 508, 568, 626f, 979*
forretningsorden *90, 142, 164, 604, 608f, 723, 829, 969, 973, 995*
forskning *831ff, 854, 894*
forskningsresultater *288, 362*
forsvarlig drift *157, 193*
forsvarsforanstaltninger *338, 343, 688*
forsvarstiltag *340*
fortegningsret *318, 864, 866, 904, 920, 948*
forvaltningsloven *217, 594, 613*
forvaltningsmæssige rettigheder *212*
forventet udvikling *449, 831*
FRA-kontrakter *22, 122, 127, 172, 478*
Frankfurt *210, 248*
fremtidsplaner *347f*
fremtidsudsigter *36, 58, 213, 224, 228, 448, 468, 471, 837, 854, 870, 882, 887, 894, 909f, 947*
fri omsættelighed *210*
frivillige tilbud *47, 314f, 322, 329, 332ff, 346f, 349f, 957f*
fuldtegning *447*
fusion *80, 109, 166f, 206, 269f, 288, 334f, 373f, 388, 391, 403, 466, 566, 655, 714, 816f, 938, 947, 985*
FUTOP Clearingcentralen *506*
futures *22, 70, 103, 106f, 109, 115, 122, 126ff, 172, 203, 308, 358, 376ff, 396, 417, 487, 518, 646, 651f, 656, 663f, 717, 732, 752, 795, 804, 974, 982, 998*
følsomhedsanalyse *707*

G

Garantifonden for Danske Optioner og Futures *103, 106f, 109, 115, 487, 646, 651f, 656, 663f*
garantiordning *774*
gebyrer *48, 59, 79, 138, 353, 473, 562, 567, 763, 923, 998*
generalforsamling *162, 210, 230, 282, 337f, 340, 343, 387, 447, 452, 458, 678, 686ff, 758, 990*
generalklausul *133, 193, 341*
gennemsigtighed *33, 133, 136, 179, 187, 195f, 353, 677, 680, 692, 694, 704, 736, 748f, 798, 812*
gennemskuelighed *139f, 210, 268, 713, 715f, 987f*
gennemsnitshandel *139*
gensidig anerkendelse *223, 242, 272, 461, 504, 745, 792, 807, 814*
gensidighed *503, 746*
god forretningsskik *743, 747, 764, 796f*
god prospektskik *244, 252, 261*
god værdipapirhandelsskik *22, 86, 90, 95, 132ff, 136f, 139, 141ff, 196f, 434, 481, 588, 604ff, 619, 621, 640, 969, 971f*
Godkendt Rådgiver *444, 452f, 455*
god-skik *133ff, 141, 144, 197, 243, 312, 608, 994f*
goodwill *185*
grænseoverskridende etableringsfrihed *153*
grænseoverskridende prospektanerkendelse *209*
grænseoverskridende virksomhed *153, 748*

H

Hafnia *234, 236, 238ff, 244, 246ff, 252ff, 258ff, 472*
halvårsrapport *294, 983f*
handelsdato *44, 301, 317, 996, 998*

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

handelskurs *309, 738, 977, 996*
handelsmængde *996*
handelsplads *139, 744*
handelstidspunkt *996*
handelstype *139, 141, 409, 741, 975f*
handelsvinduer *381, 383*
helhedsbetragtning *239f, 243, 259*
hjemlandskontrol *200, 812*
holdingselskab *206, 211*
Hope Computer *233, 250, 252*
hovedsæde *65, 406, 505, 507, 740, 902, 952*
håndpant *110, 657*

I

IAS *589*
identisk tilbud *323, 327, 333f*
identiske betingelser *46, 322, 956*
igangværende arbejder *246*
ikke-konsolideret form *984*
immaterielle aktiver *31, 184f, 245*
indberetning af handler *34, 48, 195, 353, 438, 442, 454, 697, 967f, 996ff*
indberetning *28, 34, 44, 48, 56, 94f, 160, 170, 173, 195, 295, 298, 300f, 353f, 408ff, 436, 438, 442, 454, 490, 618, 622, 629, 697, 744, 748, 788, 798, 950f, 967f, 994, 996ff*
indberetningsbekendtgørelsen *353*
indberetningspligt *48, 162, 353, 355, 406ff, 477, 955*
indberetningsregler *187, 451, 457*
indberetningssystemets åbningstid *997*
indeks *126, 129, 915, 923*
indløsning *282, 336, 350, 679, 689, 982, 991f*
indløsningsregler *335*
indløsningsret *212f, 679*
indlån *37, 70, 215, 467, 479, 489, 521, 524, 813, 994*
indrapportering *77ff, 83f, 555f, 558ff, 565f, 580f, 584*
indre marked *711, 716, 743, 750, 768, 807f, 812*
indskudsbeviser *546*
informationsparitet *360f, 375, 379*
informationssystem *30, 181, 188, 951*
informationssystemer *33, 55, 192f, 436f*
inhabilitet *609, 972*
insiderhandel *96, 291, 295, 301, 315f, 360f, 364f, 368ff, 390, 396ff, 405ff, 605, 622, 642, 670, 678f, 692, 700, 704, 711f, 714f, 719, 736f, 740f, 768, 952*
insolvens *72, 509, 513, 529, 533, 543, 561, 701, 753*
institutionelle investorer *89, 133, 188, 200f, 234, 438, 492, 556, 558, 603, 796*
interdealer-broker *475*
interessekonflikt *135, 138, 707*
intern kontrol *164f, 787*
intern viden *39ff, 43, 48ff, 93, 95f, 162, 207, 285ff, 299, 303, 314ff, 356f, 359ff, 373ff, 377ff, 387, 390ff, 430, 446, 605, 612, 617, 622, 629, 642, 693, 696, 700f, 712ff, 716ff, 736f, 739f, 950ff, 955*
International Organization of Securities Commissions *143*
interne forskrifter *212, 381*
interne regler *51f, 94, 96, 207f, 393ff, 399, 405, 451, 454, 618, 622, 669, 672*
Internet *226, 295, 298, 707ff, 731*
interview *258*
investeringsforening *123, 252*

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

investeringsselskaber *23, 78, 146, 199f, 311ff, 491, 497, 505f, 555, 693, 695, 698, 709f, 743, 745ff, 751ff, 756f, 759ff, 765ff, 771f, 774ff, 779ff, 784ff, 788ff, 796f, 936, 965, 814f, 840, 843, 921f, 924*
investeringsservice *86, 189, 382, 492, 588, 691, 717, 743ff, 751ff, 773f, 784, 791f, 795, 797f, 808*
investeringsservicedirektivet *129, 153, 200, 219, 432, 506, 615, 798*
investor relations *207*
investorbeskyttelse *33, 133, 193, 195f, 216, 220ff, 764, 808f, 812, 828*
investormøder *290, 388*
IOSCO *143, 630, 809, 820, 826, 836, 945*
ISIN *308, 735, 864, 875, 902, 914f, 918, 996*
ISS *370, 642*
iX *421, 832, 842*

J

journalist *608*
journalister *210, 389, 706, 708, 716*
Jyske Bank *211*

K

kapitalberedskab *25, 85, 100, 110, 152, 154, 585f, 636, 657*
kapitalforhøjelse *211, 270, 318, 320, 388, 462*
kapitalkrav *209, 746*
kapitalnedsættelse *376, 383*
kapitaltilførsel *239*
kausalitet *250, 252, 255, 259, 261*
kernemarkedet *475, 477, 479*
Klagenævnet for Værdipapircentraler *83, 98, 565, 574, 578ff, 631, 995*
kommanditselskaber *51, 123, 177f, 393*
kommissionshandel *138*
kommissionsloven *138*
koncerninterne transaktioner *31, 159, 182ff*
koncernregnskab *182, 210, 948, 982, 990f*
konkurrenceevne *716, 984*
konkurrenceparameter *137, 469*
konkurrerende tilbud *347, 679, 958, 961*
konkurs *41, 65, 68, 72f, 79f, 91f, 240, 244, 253f, 286, 293, 486, 488, 502f, 507, 510, 513f, 527, 529, 531, 533f, 536, 542, 560f, 566, 610, 614, 650, 670, 785, 819, 941*
konsolideret form *984*
konsolideret regnskab *872, 889, 911, 984*
kontantkonti *61, 488f*
kontoførende institutter *77f, 84f, 97ff, 116, 551, 555ff, 567, 584ff, 628, 633f, 644, 665*
kontoudskrifter *82f, 543, 576*
kontrolforanstaltninger *154, 980*
kontrolprocedurer *28, 135, 170*
konvertible obligationer *125, 236, 244, 308, 358, 396, 464, 466f, 947ff, 982, 989, 992*
kreditinstitutter *23, 37, 65f, 78, 92, 146, 199f, 214f, 312f, 467, 484f, 491f, 497, 505f, 555, 611, 693, 695, 698, 709, 745, 751f, 755, 760, 764, 767, 779f, 783, 785, 788, 790, 813f, 819, 830, 837, 842, 936, 941, 947, 965*
kurs alle handler *426*
kursdannelsen *49, 238, 290, 310, 320, 356f, 359, 362f, 365, 388, 413ff, 417, 422, 447ff, 712, 962*
kurslister *193*

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

kursmanipulation *48, 53f, 93, 96, 162, 301, 349, 356, 379, 385, 406ff, 411ff, 421ff, 429ff, 605, 612, 617, 622, 629, 642, 679, 692, 700, 702, 704, 711ff, 715ff, 736, 740, 768, 950, 952f, 955*
kurspleje *422*
kursspænd *134*
kursstabilisering *370, 423, 867, 907*
kvalificeret ejerandel *157*
kvalificeret kapitalandel *94, 157f, 618*
kæremål *84, 581f*

L

LD *69, 103ff, 107, 109, 200f, 221, 234, 355, 392f, 485, 492, 518, 537, 539, 647ff, 653, 656, 714, 719, 745, 752, 767, 796, 804f, 819, 842, 864, 908, 925, 941, 982*
lead manager *232, 382ff, 386, 696, 708*
ledelsesberetning *182*
ledende medarbejdere *42f, 95, 173, 178, 230, 299, 302ff, 371, 619f, 855, 867, 895, 906, 950*
leverandører *225, 856, 895, 923*
licens *152*
lige adgang *99, 388, 633, 700, 713*
ligebehandling *33, 189, 195, 324, 388, 827*
ligebehandlingskravet *329*
lighed *152, 243, 249, 376, 479, 553, 606, 642, 884*
lighedsgrundsætning *324, 329, 368*
likvidation *72, 80, 92, 103f, 250, 288, 529, 566, 610f, 646ff, 670, 785, 790, 819*
likviditet *127, 164f, 204, 382, 420, 478, 696, 708, 736, 738, 768, 770, 832f, 867, 878, 885, 907, 917, 954*
lock-down periode *389*
lodret fusion *206*
London *210, 434, 452, 806*
lovbestemt panteret *498*
lovvalg *75, 513, 541, 543, 961*
loyal konkurrence *469*
loyalitet *141*
loyalitetspligt *134f, 141, 244*
lukkede handelsvinduer *381, 383*
långivning *61, 488f, 772, 794*

M

majoritetsoverdragelse *959*
majoritetsovertagelse *234, 323, 334, 388*
markedsbaserede vilkår *27, 167f*
markedsforstyrrelser *211, 987*
markedskurs *282, 309, 375, 413, 422, 424, 694, 698, 868, 907*
markedsmisbrug *48, 301, 354, 356, 384, 400, 406ff, 410, 420, 424, 432, 434, 481, 679, 692f, 700, 704, 711ff, 736ff, 741, 768f, 777, 780f, 950, 954, 980*
markedsovervågning *353, 408, 438, 997*
Martin Gruppen *372*
medarbejderaktieordninger *687*
medarbejderaktier *29, 170, 175, 263, 309, 692, 695*
medlem af en fondsbørs *194, 199, 201, 996f*
MeritaNordbanken *334*
Midtbank *365, 369f, 376, 380, 382*
minimumsdirektiv *516*

N

Nasdaq *372, 434*
Nationalbanken *438, 487, 497, 551, 605, 627, 630f*
nettoomsætningen *983*
NeuroSearch *428*
Nord Pool *128*
Nordisk Fjer *236, 244*

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

Norex *454f*
noteringsafgift *194*
Novo Nordisk *203*
nye Marked *803ff*
nærstående parter *833*
nærstående *831ff, 835*
nøgletal *852, 869, 891*

O
objektivt erstatningsansvar *583*
obligationer *21, 58, 70, 122, 124f, 172, 189, 236, 244, 308, 358, 396, 460, 462, 464, 466f, 480, 519, 546ff, 697, 754, 764, 803, 808, 814, 830, 837, 947ff, 974, 976, 982f, 988f, 991f, 994, 998*
obligationsmægler *476*
obligatoriske tilbud *329, 333, 683, 685*
observation *283*
offentliggørelsestidspunktet *697, 849*
offentlighedsloven *217, 594*
offentligt udbud *37, 118ff, 132f, 215f, 264, 267, 272, 276, 281, 462, 466f, 944f, 947, 949*
ombudsmand *91, 610*
omkostningsdækning *626*
omstødelsesregler *533*
omsættelighed *123, 210ff, 444, 495, 546, 865, 876f, 903, 905, 915, 919, 948, 962, 987ff*
omsættelighedsbegrænsninger *340f, 464*
omvendt lodret fusion *206*
operationelle risici *759*
oplysningsforpligtelser *34, 39, 56, 195, 207, 242, 258, 285, 387, 436, 438, 442, 446, 451, 490, 669, 672, 821, 967f*
oplysningspligt *248, 271, 287, 289, 291, 296f, 310, 358, 442, 446, 451, 453, 488, 508, 629, 634, 818, 939*
optioner *22, 70, 103, 106f, 109, 115, 122, 125, 128, 130, 172, 175, 203, 225, 308f, 358, 370, 372, 375f, 396, 417, 487, 518, 646, 651f, 656, 663f, 693, 717, 795, 800, 804, 857, 861, 896, 900, 956ff, 974, 982, 998*
ordinær generalforsamling *230*
OTC *355, 434, 726, 749*
OTC-marked *434*
over the counter *671*
oversættelse *266, 685, 818, 825, 940*
overtagelsesdirektivet *314, 336, 339, 342f, 352, 445*
overtagelsestilbud *47, 269f, 313ff, 318, 323, 325, 332ff, 339, 342, 345f, 350, 352, 362, 365f, 376f, 434, 445f, 466, 490, 620, 670, 677ff, 687, 690, 714, 865, 903, 920, 938, 947, 956, 958f, 962f, 967f*
overtegning *244, 866, 906*

P
pantebreve *22, 122, 129, 172, 673, 976*
panteret *63f, 113, 494ff, 498, 500, 662, 978*
parallelnotering *439*
Paris *801*
partsstatus *95, 619ff, 968*
Pengeinstitutankenævnet *608*
pengeinstitutter *28, 147, 150, 168, 170, 199, 478f, 619, 626, 947, 994*
pengemarkedsinstrumenter *22, 122, 126, 172, 480, 717, 754, 764, 814, 922*
pengemarkedsmæglere *25, 60, 97f, 133, 150, 152, 355, 478ff, 627ff, 633f, 638, 996*

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

pengemarkedsmæglervirksomhed *24, 27, 60, 94, 149, 163, 478f, 618*
pengemarkedsrelaterede produkter *479*
pengestrømsanalyse *858, 872, 898*
Pen-Sam *425f*
pensionskasser *110, 188, 200f, 234, 355, 485, 492, 657, 745, 752, 767, 783, 785, 796*
Phønix Contractors *323*
pressen *210, 213, 238, 253, 267, 289, 388, 613, 981*
primær insider *360*
primære marked *118, 462*
prisdannelsen *33, 93, 192, 196, 218, 293, 414, 612*
Procesbevillingsnævnet *84, 581f*
professionsansvar *134, 141, 243, 245ff, 259f*
proportionalitetsprincip *601*
prospekt *35ff, 58f, 119, 206, 208, 213ff, 222, 225, 234, 236f, 242, 246f, 249, 251, 253, 255, 257, 259ff, 265ff, 270ff, 274, 276f, 280f, 332, 437, 444, 460ff, 464ff, 632, 683, 779, 807ff, 813, 816ff, 836ff, 843, 845f, 848ff, 855, 894, 911, 937ff, 942ff, 949, 993*
prospektanerkendelse *209*
prospektbekendtgørelsen *119, 238, 263, 265ff, 464, 467*
prospekterklæringer *220*
prospekters indhold *34, 37, 195, 215, 218, 244, 265, 456, 470*
prospektgodkendelse *217, 220, 276*
prospektkrav *119, 220, 224, 230, 261, 265, 273*
prospektpligt *225, 273, 461, 465f, 468*
prospektreglerne *464, 466*
præmieobligationer *124f*

Q
quasi-judicielle beføjelser *589*

R
RealDanmark *373f, 388, 390*
Realkredit Danmark *376*
realkreditinstitutter *28, 129, 147, 168, 170, 199, 506, 994*
realkreditobligationer *89, 124, 168, 421, 464, 480, 546, 603, 809*
redelighed *133, 193, 268, 437, 704*
reduktion *381*
registreringsvirksomhed *21, 27, 76, 94, 105, 115, 117, 118, 163, 183, 191, 490, 545, 547ff, 618, 649f, 664, 666*
regler for handel *395, 451*
regler for notering *197, 261*
regnskabsfunktion *164f*
regnskabstal *223, 233, 253, 448, 472, 983f*
regnskabsåret *229, 272, 428, 814, 936*
reguleret marked *30, 32, 35, 39ff, 46ff, 55ff, 118, 120, 180, 186ff, 213, 216, 267, 269ff, 277, 279, 283, 285ff, 291, 295, 299, 302, 322, 337, 345, 350, 352ff, 356ff, 398, 400f, 418f, 432f, 439, 441, 456, 458ff, 476, 589, 640, 677, 680, 682, 684, 686f, 693ff, 697f, 700ff, 712, 714, 717, 720, 722, 740, 744, 747ff, 751, 753ff, 758, 761, 764ff, 768f, 771f, 775ff, 782, 784ff, 789, 792f, 795, 798, 800, 809f, 813ff, 830, 836ff, 843ff, 867, 877, 904, 907, 911, 916, 936ff, 943, 945f, 950, 953, 956, 959, 961f, 967, 980, 998*
renteswaps *130*
reserver *31, 184f, 646f, 649f, 925*
retlige spørgsmål *212, 677*
retvisende billede *851, 858, 872, 881f, 889, 898f, 911*

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

revision *27f, 30, 66, 92, 97, 164f, 167, 169f, 174, 177, 179f, 182, 235f, 250, 506, 508, 597, 599, 610f, 628, 668, 680, 690, 723, 745, 759, 762, 785, 790, 829, 831ff, 859, 872, 889, 899, 911, 925*
revisor *30, 88, 95, 102, 175, 180, 231, 243, 246, 260, 264, 370, 387, 397f, 445, 471, 596, 598f, 619, 643, 784, 787, 948, 984*
rimelig pris *336, 678, 683f, 689f*
risikofaktorer *266, 831, 833f, 837, 840, 846f, 852, 863, 869, 875, 879, 887, 892, 908f, 914, 918, 925f*
Rules of Conduct *143*
rygter *289, 366, 716*
rådgiveransvar *134*
rådgivning *21, 118ff, 133, 141, 251, 255, 312, 453, 692, 700, 704, 736, 752, 794*
råvareinstrumenter *22, 49f, 122, 128, 172, 357, 367*

S

samarbejdsaftaler *288, 362, 790*
samledepot *117, 666*
Securities Exchange Act *248*
sekretariat for Fondsrådet *86, 587, 589, 599, 613, 970*
sekundære marked *118, 233, 462, 803f*
sell-out *865, 920*
selskabsretlige forskrifter *381*
selvindtræde *137f, 975ff*
selvregulering *143, 706, 708, 713, 719*
separatistkrav *527*
shareholder value *381*
short selling *725*
sikkerhedsforanstaltninger *25, 66, 96, 135, 152, 154, 506, 508, 626ff, 760, 810, 839*
Silcon *369f*
skema A *208, 213, 222, 981f, 989*
skema B *837, 982*
skema C *213, 443f, 982f*
skibsanparter *124*
sletning *39, 100, 195, 279ff, 404, 439, 451f, 455, 457f, 574, 581, 591, 639, 985*
solvens *169, 870, 887, 909, 921, 925*
solvenstilsynet *605*
Sparbank Vest *251*
sparekasseaktieselskaber *150*
sparekasser *109, 112, 557, 626, 655, 659*
spekulation *168, 171, 173, 531*
spread *697, 730f, 734*
spredning *328, 716, 987*
squeeze-out *865, 903, 920*
stabiliseringsperiode *422, 698*
startkapital *183, 759, 791f*
statsobligationer *124, 402, 464, 475f*
stemmeloft *327*
stemmeløse aktier *337*
stemmeret *29, 45, 160f, 176, 316, 319ff, 327, 332, 439, 451, 678, 687f, 714, 904, 964, 971, 990*
stemmeretsbegrænsninger *320, 327f, 338, 340f, 343, 673, 687f*
stemmevægt *320, 328*
StockWise *267, 295, 298, 445, 447, 450, 453*
storaktionærbekendtgørelsen *319, 321, 641*
storaktionærdirektivet *317*
storaktionærer *211, 326*
storkunder *78f, 556ff*
straf *101f, 430, 639ff, 644, 965*
strakshandel *134, 139*
stykstørrelse *439*
supplerende bestemmelser *34, 195, 679*

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

suspension *39, 100, 279, 283, 337, 342f, 591, 598, 639f, 759, 761, 779, 784, 985*
Svenska Handelsbanken *365, 376, 426*
swaps på aktier *22, 122, 127, 172*
swaps *22, 122, 127, 129, 172, 478, 795*
systemrevision *182*

T
takeover *343, 377, 673, 733*
takeoverbekendtgørelsen *315*
tavshedspligt *30, 40, 52, 89, 93, 143, 180f, 235, 285, 291, 394, 408, 595, 603, 608f, 612f, 616, 619, 635, 682f, 718, 721, 750, 784f, 790, 828, 968, 972*
tegningsordrer *987ff*
tegningsperioden *474, 698, 988f*
tegningsretter *125, 464*
telefax *295, 298, 408, 427, 741, 850, 952*
telekonference *389*
tilbudsdokument *47, 314, 333f, 345, 351, 466, 678, 684f, 956f, 961*
tilbudspligt *47, 158, 314, 324ff, 328, 330ff, 334f, 344ff, 620, 957*
tilslutningsaftale *23, 33, 61f, 78f, 84, 146, 192, 488f, 491ff, 556, 558ff, 584f*
tipping *364, 368f*
tjenesteydelser *23, 28, 34, 78f, 118, 146, 148, 153, 170f, 198f, 429, 555f, 560, 680, 715, 743ff, 750, 752ff, 760, 762ff, 766, 773ff, 784, 789, 791ff, 808, 831, 833, 853, 870, 887, 892, 909, 923, 965*
Topdanmark *373*
tranche *866, 877, 905, 916*
transparensdirektivet *19, 297*
tvangsindløsning *280, 335f*
tærskler *708, 758, 768, 990*

U
udbyttepolitik *860, 899*
udenlandsk fondsbørs *39, 57, 108, 113, 153, 283, 458, 654, 661f, 977*
udenlandske børser *450*
udenlandske depotsteder *559*
udenlandske selskaber *203, 450*
udenlandske værdipapircentraler *78, 181, 558f*
udlandscentraler *78, 558f*
udlån *60, 70, 241, 244, 478f, 489, 521f*
udviklingsaktiviteter *854, 894*
Unibank *236, 426*
Unidanmark *334*
unoterede aktier *210*
unoterede værdipapirer *48, 55ff, 190f, 276, 353, 358, 433ff, 439, 441, 456, 546*
urimelige aftalevilkår *134*
USA *203, 247, 372, 670*

V
valutaswaps *22, 122, 127, 172*
vedtægter *76, 85, 103, 116, 172, 210f, 213, 230, 281f, 320, 324, 328, 340, 342ff, 434f, 456, 545, 549, 585f, 647, 666, 687f, 718, 757, 813, 848, 861f, 874, 890, 901f, 913, 982, 990f, 994*
vedtægtsændringer *211, 288, 341, 452, 458*
verifikation *220, 232ff, 236, 244*
verifikationsprocedure *232, 234*
Vestas *374*
virksomhedstilsynet *219*
værdipapirbegrebet *124, 128f*

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.

værdipapircentral *23ff, 30, 32f, 62ff, 75ff, 94, 97ff, 102, 108, 111f, 114f, 146, 148f, 152, 158, 162f, 166, 180, 190f, 435, 488, 490, 494ff, 526, 542, 545ff, 555f, 558ff, 565f, 568ff, 573, 578ff, 582, 584f, 618, 620, 628, 630f, 633ff, 644, 655, 658ff, 663f, 671, 978, 983, 995*
værdipapircentralloven *553*
værdipapirhandel *21ff, 34, 78f, 106, 108ff, 118, 121, 123, 129, 132ff, 137f, 140, 146f, 198, 203, 271, 291, 309, 354, 364, 370, 437, 469, 500, 515, 522, 534, 548, 555, 560, 571, 625, 641f, 651, 654, 656ff, 661f, 936ff, 944ff, 949ff, 956, 958, 960ff, 964ff, 974, 976ff, 981ff, 985, 993ff*
værdipapirhandelsbegrebet *118*
værdipapirhandelsrettens generalklausul *133*
værdipapirhandler *22, 48, 52, 63f, 97, 111, 113f, 117, 133, 136, 138f, 146, 148, 188, 194, 199f, 353f, 362, 379, 394, 406, 430, 438, 494ff, 499f, 536, 553, 571, 628, 630, 659, 661f, 666, 974f, 979, 996ff*
værdipapirmægler *24, 60, 97, 100, 102, 149, 181, 475ff, 480, 628, 630, 636, 644, 996*
værdipapirmæglervirksomhed *24, 27, 59, 62, 94, 149, 163, 475f, 480, 488, 490, 618*
væsentlig indflydelse *157, 320, 854, 860, 870, 873, 882, 890, 893f, 900, 910, 912, 925, 927, 962*
væsentlige forhold *290, 990f*
væsentlighedsstandard *240*
warrants *125, 175, 225, 308, 358, 396, 464, 466f, 546, 808, 815, 819f, 845, 860, 900, 936, 941, 947ff, 956ff, 982, 989, 992*
working interests *463*
Xtramarked *967*
ytringsfrihed *705, 716*

Denne side er købt på www.ebog.dk og er omfattet af lov om ophavsret.
Uanset evt. aftale med Copy-Dan er det ikke tilladt at kopiere
eller indscanne siden til undervisningsbrug eller erhvervsmæssig brug.