

## Børsnoterede selskaber

Oplysningspligt, navneaktier, nominee-ordningen, kontrol

Betænkning afgivet af Børsudvalget



ex. 2

**Tryk:** Schultz Grafisk A/S

© **Industriministeriet**  
*København, februar 1992*  
ISBN: 87-503-9580-7

# Indholdsfortegnelse

	<b>Side</b>
<b>Kapitel 1:</b>	<b>Indledning . . . . .7</b>
1.1.	Udvalgets kommissorium . . . . .7
1.2.	Udvalgets sammensætning . . . . .8
1.3.	Udvalgets hidtidige arbejde. . . . .10
1.4.	Forholdet til Industriministeriets Selskabsretspanel . 11
1.5.	Børsrettens udvikling i de seneste år. . . . .11
1.6.	Hovedpunkter i udvalgets anbefalinger. . . . .16
1.7.	Bør Danmark have en værdipapirhandelslov? . . . .19
<b>Kapitel 2:</b>	<b>Oplysningsforpligtelserne. . . . .21</b>
2.1.	Gældende rets oplysningskrav. . . . .21
2.1.1.	Oplysninger af væsentlighed for vurderingen af selskabet. . . . .22
2.1.2	Oplysninger i prospekter ved emission af aktier.... 22
2.1.3.	Årsregnskaber og årsregnskabsmeddelelser. . . . .24
2.1.4.	Halvårsrapporter. . . . .26
2.2.	Udenlandske erfaringer. . . . .28
2.3.	Udvalgets vurderinger. . . . .29
2.3.1.	Oplysningsforpligtelsernes retlige status. . . . .30
2.3.2.	Væsentlighedskriteriet . . . . .31
2.3.3.	Kravene til halvårsrapporterne. . . . .32
2.3.4.	Indsendelse af revisionsprotokollater til Fondsbørsen. . . . .35
2.3.5.	Ledelseserklæring om regnskab. . . . .36
2.3.6.	Stramning af tidsfristerne for indsendelse af årsregnskaber og andre oplysninger. . . . .36
<b>Kapitel 3:</b>	<b>Fondsbørsens kontrolopgaver. . . . .39</b>
3.1.	Gældende ret og praksis. . . . .39
3.1.1.	Kontrolopgaver. . . . .39
3.1.2.	Sanktioner. . . . .44
3.2.	Udvalgets vurderinger. . . . .47
3.2.1.	Revision af halvårsrapporter. . . . .49
3.2.2.	Nøjere gennemgang hos Københavns Fondsbørs af oplysninger fra de børsnoterede selskaber. . . . .49
3.2.3.	Videre anvendelse af sanktionssystemet . . . . .51
3.2.4.	Udvidelse af de administrative sanktionsmuligheder. . . . .52
3.2.5.	Indførelse af egnetheds- og hæderlighedskriterium. 54

Kapitel 4:	Aktionærernes ret til oplysninger . . . . .	57
4.1.	Gældende ret og praksis . . . . .	57
4.1.1.	Spørgsmålsret . . . . .	57
4.1.2.	mindretalsrevisorer . . . . .	58
4.1.3.	Granskning m.v. . . . .	58
4.2.	Udvalgets vurderinger . . . . .	59
4.2.1.	Spørgsmålsretten . . . . .	61
4.2.2.	mindretalsrevisorer . . . . .	62
4.2.3.	Aktionærernes granskningsadgang . . . . .	62
<b>Kapitel 5:</b>	Revisorernes opgaver og ansvar . . . . .	65
5.1.	Gældende ret . . . . .	65
5.1.1.	Revisornævnet . . . . .	69
5.2.	Udvalgets vurderinger . . . . .	71
5.2.1.	Stramning af kravene til revisionen af børsnoterede selskaber . . . . .	71
5.2.2.	Revisornævnet . . . . .	73
5.2.3.	Åremålsansættelse af revisorer . . . . .	73
Kapitel 6:	Andre myndigheders rolle . . . . .	75
6.1.	Regnskabskontrollen hos Erhvervs- og Selskabsstyrelsen . . . . .	75
6.2.	Tilsynsfunktionen hos Finanstilsynet . . . . .	76
6.3.	Anklagemyndighedens rolle . . . . .	77
6.4.	Granskningsadgangen . . . . .	78
6.5.	Udvalgets overvejelser . . . . .	79
<b>Kapitel 7:</b>	Navneaktier og aktiebogens tilgængelighed . . . . .	81
7.1.	Gældende regler om anonymitet og navneaktier . . . . .	81
7.2.	Udvalgets overvejelser om navnenotering i børsnoterede aktieselskaber . . . . .	83
7.3.	Aktiebogens tilgængelighed . . . . .	83
<b>Kapitel 8:</b>	Nominee-ordningen . . . . .	87
8.1.	Nominee-ordningens indhold . . . . .	87
8.2.	Hidtidige overvejelser om nominee-ordningen . . . . .	90
8.3.	Udvalgets overvejelser . . . . .	92

- Bilag 1.** Udvalgets udtalelse til industriministeren om forslagene i 13. selskabsdirektiv om overtagelsestilbud.
- Bilag 2.** Oplysningsforpligtelser for udstedere af børsnoterede værdipapirer af 4. december 1991.
- Bilag 3.** Børsetiske regler af 4. december 1991.
- Bilag 4.** Branchekodeks for børsmæglerselskaber.
- Bilag 5.** Oversigt over udenlandsk regulering af oplysningsforpligtelser.
- Bilag 6.** Lov om ændring af lov om Københavns Fondsbørs, lov om aktieselskaber og lov om forsikringsvirksomhed (**insider-loven**).



# Kapitel I: Indledning

## I.1. Udvalgets kommissorium

I første halvår af 1990 fandt der i den offentlige debat og i Folketinget drøftelser sted om kontrollen med de børsnoterede selskaber. med baggrund heri, og i den ligeledes verserende debat om insiderhandel nedsatte industriministeren den 28. juni 1990 et udvalg med følgende kommissorium:

"Der nedsættes et udvalg, der har til opgave at fremkomme med forslag, der kan forbedre forholdene omkring Københavns Fondsbørs, herunder at udrede, om Fondsbørsen har behov for at effektivisere sig og blive mere handlekraftig. Udvalget skal derfor udrede og fremlægge forslag til:

1. om reglerne vedrørende insider-handler, således som formuleret i direktiv 89/592/EØF, er tilstrækkelige, og hvorledes de danske insider-regler bør være.
2. om tilsynsmyndighedernes adgang til oplysninger og kontrolmulighed er tilstrækkelig, og hvorledes en eventuel skærpelse kan gennemføres, udover en opstramning af de børsetiske regler, automatisering af Københavns Fondsbørs' stock-watch-system og gennemførelsen af fuld indberetning af handler.
3. om bestyrelsesmedlemmers, direktørers og andre personers aktiebesiddelse i et børsnoteret aktieselskab skal navnenoteres, og hvorledes de børseretlige/selskabsretlige regelsæt kan ændres i forhold hertil.
4. om nomineordningen skal revurderes, og hvorledes aktieselskabsloven da bør ændres.

Udvalget skal endvidere ud fra børshensyn

5. afgive synspunkter vedrørende kommende lovforslag om implementering af Rådets direktiv 88/627/EØF om offentliggørelse af oplysninger ved erhvervelse og afhændelse af en betydelig andel i et børsnoteret selskab.
6. gennemgå og fremsætte kommentarer til forslagene i 13. selskabsdirektiv om overtagelsestilbud med henblik på dansk stillingtagen til direktivforslaget.

Udvalget fremlægger forslag til nr. 1 i løbet af september 1990.

For så vidt angår nr. 5 afgiver udvalget synspunkter medio september 1990.

For så vidt angår nr. 6 fremsætter udvalget synspunkter medio september 1990.

Udvalgets forslag vedrørende nr. 2-4 fremlægges med udgangen af 1990.

Udvalget kan i sit arbejde lægge til grund, at industriministeren med tilfredshed har konstateret, at finansministeren har bebudet oplæg til en mere fleksibel lønstruktur i forbindelse med fornyelsen af overenskomsterne i foråret 1991. Finanstilsynets mulighed for justeringer af personalestrukturen kan på denne baggrund forventes løst med de nye overenskomster."

Industriministeren har i skrivelse af 10. april 1991 til udvalget meddelt, at Børsudvalgets udtalelse om 13. selskabsdirektiv (overtagelsestilbud) skulle afgives snarest, og at Børsudvalget anmodedes om at afgive betænkning om de resterende emner i kommissoriet inden udgangen af 1991.

## **1.2. Udvalgets sammensætning**

Udvalgets medlemmer blev udnævnt den 20. august 1990. Dog indtrådte de af Advokatrådet og Foreningen af Statsautoriserede Revisorer indstillede medlemmer først i 1991.

Til formand for udvalget udpegedes afdelingschef i Industriministeriet Christen Boye Jacobsen.

Udvalget har haft følgende sammensætning:

- Underdirektør Erik Adolphsen, Assurandør-Societetet,
- Ekspeditionssekretær Leif Amsinck, Industriministeriet,
- Underdirektør Carsten Andersen, Finansrådet,
- Lars Andersen, Arbejderbevægelsens Erhvervsråd (medlem af udvalget indtil den 10. oktober 1991),
- Kontorchef Annette Bjåland Andersen, Industriministeriet (medlem af udvalget fra den 21. marts 1991),
- Kontorchef Käte W. Andreasen, Industriministeriet (medlem af udvalget indtil den 21. marts 1991),
- Direktionssekretær Aase Blume, Værdipapircentralen,



- Fondschef Jeppe Christiansen, Lønmodtagernes Dyrtidsfond,
- Lektor, lic.jur. Nis Jul Clausen, LL m, Odense Universitet,
- Advokat Oluf Engell, indstillet af Advokatrådet (medlem af udvalget fra den 4. januar 1991),
- Statsautoriseret revisor Eva Fisker, indstillet af Foreningen af Statsautoriserede Revisorer (medlem af udvalget fra den 18. oktober 1991),
- Afdelingschef Peter Fosdal, Industrirådet,
- Fuldmægtig Inger Frydendahl, Forbrugerrådet,
- Direktør Torben Gjede, Realkreditrådet,
- Kontorchef Hanne Victor Hansen, Boligministeriet,
- Fuldmægtig Per Jacobsen, Finansministeriet (medlem af udvalget fra den 30. oktober 1991),
- Inspektør marianne Knudsen, Finanstilsynet,
- Underdirektør Ib Glud Konradsen, Danmarks Nationalbank,
- Advokatfuldmægtig, cand.jur. Gitte Dahm Krogh, Arbejderbevægelsens Erhvervsråd (medlem af udvalget fra den 10. oktober 1991),
- Fuldmægtig Bjarne Graven Larsen, Finansministeriet (medlem af udvalget indtil den 21. marts 1991),
- Fuldmægtig Anita Lindberg, Finansministeriet (medlem af udvalget i perioden fra den 21. marts 1991 til den 30. oktober 1991),
- Direktør J. Kr. Lomholt, Pensionskasserådet,
- Direktør Bent mebus, Københavns Fondsbørs,
- Fuldmægtig Jens Chr. Nielsen, Økonomiministeriet,
- Direktør Tyge Vorstrup Rasmussen, Garantifonden for Danske Optioner og Futures,
- Afdelingschef, lic.jur. Uffe Lind Rasmussen, Danmarks Rederiforening,
- Direktør Ib m. Sletting, Foreningen af Firmapensionskasser,
- Kontorchef Lone Sneholt, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen,
- Sekretariatschef Klaus Struwe, Foreningen af Danske Børsmæglerselskaber,
- Fondschef Birthe Werner, ATP.

Udvalgets sekretærer har været:

- Fuldmægtig Jeanne Blyt, LL m, Finanstilsynet (indtil den 1. marts 1991),
- Fuldmægtig Sonja Fugmann, Industriministeriet (indtil den 15. september 1990),
- Fuldmægtig Poul Jensen, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen,
- Fuldmægtig Stig Nielsen, Finanstilsynet (fra den 1. marts 1991),

– Fuldmægtig Kim Sparlund, Industriministeriet  
(fra den 15. september 1990).

Udvalget holdt sit første møde den 28. august 1990 og har i perioden indtil udgangen af januar 1992 afholdt 31 møder. Herunder har udvalget holdt 15 møder vedrørende nærværende betænkning.

Det bemærkes, at Inger Frydendahl og Hanne Victor Hansen ikke har deltaget i udvalgets møder vedrørende denne betænkning.

Statsadvokaten for Særlig Økonomisk Kriminalitet, Michael Clan, har deltaget i udvalgets drøftelser vedrørende anklagemyndighedens rolle.

### **1.3. Udvalgets hidtidige arbejde**

Udvalget afgav i marts måned 1991 betænkning nr. 1216 om insider-handel. Betænkningen indeholder blandt andet et udkast til lovregulering vedrørende insider-handel. Udkastet er gennemført i lov nr. 343 af 6. juni 1991 som ændring af lov om Københavns Fondsbørs (jf. lovbekendtgørelse nr. 536 af 8. september 1988) samt lov om aktieselskaber (jf. lovbekendtgørelse nr. 434 af 20. juni 1989 som ændret ved lov af 16. maj 1990) og lov om forsikringsvirksomhed (jf. lovbekendtgørelse nr. 726 af 31. oktober 1990 som ændret ved lov nr. 308 af 16. maj 1990). Insider-loven er optrykt som bilag 6.

I betænkningen er endvidere optrykt udvalgets udtalelse af 22. oktober 1990 til industriministeren om gennemførelse af Rådets direktiv (88/627/EØF) om offentliggørelse af oplysninger ved erhvervelse og afhændelse af en betydelig andel i et børsnoteret selskab. Et flertal af udvalgets medlemmer anbefalede, at grænsen for anmeldelse af aktieposter i aktieselskabslovens § 28 a skulle nedsættes fra 10 pct. til 5 pct. I lov nr. 289 af 8. maj 1991 om ændring af lov om aktieselskaber (jf. lovbekendtgørelse nr. 434 af 20. juni 1989 som ændret ved lov nr. 308 af 16. maj 1990) er denne anbefaling gennemført.

Efter afgivelsen af betænkning nr. 1216 har udvalget afgivet udtalelse af 12. juni 1991 til industriministeren om forslagene i 13. selskabsdirektiv om overtagelsestilbud med henblik på dansk stillingtagen til direktivforslaget. Udtalelsen er optrykt som bilag 1 i denne betænkning.

Der har været to forskellige grundlæggende synspunkter i udvalgets udtalelse.

Nogle medlemmer har generelt støttet forslaget og ønsket, at der på fællesskabsniveau sker en noget videre regulering end foreslået i udkastet til direktivet.

Andre medlemmer har derimod ment, at direktivforslaget er for vidtgående. Disse medlemmer finder, at direktivet alene bør angå offentlige, frivillige overtagelsestilbud, og at rækkevidden af visse af bestemmelserne i direktivforslaget bør begrænses.

#### **1.4. Forholdet til Industriministeriets Selskabsretspanel**

Industriministeriets Selskabsretspanel blev i marts 1990 af industriministeren anmodet om at gennemgå den selskabsretlige lovgivning og fremkomme med forslag, som panelet finder egnede med henblik på en forenkling og fremtidstilpasning af disse love under hensyn til erhvervslivets strukturændring, den stigende internationalisering og EF's indre marked.

Selskabsretspanelet har i skrivelse af 30. september 1991 anmodet udvalget om at fremkomme med udvalgets opfattelse af, hvordan ejerlofter kan karakteriseres. Anmodningen blev fremsendt på baggrund af, at et arbejdsudvalg under panelet til panelets betænkning om forenkling og fremtidstilpasning af de selskabsretlige love skulle vurdere aktieselskabslovens regler om omsætteligheds- og ejerbegrænsninger.

Udvalget har imidlertid fundet, at dette spørgsmål ikke omfattes af dets kommissorium.

Udvalget finder desuden, at Selskabsretspanelet er et mere naturligt forum til at fastlægge det begrebsmæssige indhold af 'samtykke' og 'overdragelighedsbegrænsninger', idet det reelle problem er, hvornår der bør kræves kvalificeret flertal eller enstemmighed efter aktieselskabslovens § 79.

#### **1.5. Børsrettens udvikling i de seneste år**

med gennemførelsen af Fondsbørsreformen i 1986 er der sket væsentlige ændringer i både regelgrundlaget, handels- og afviklingssystemet og i børsmarkedets struktur.

11987 blev Garantifonden for Danske Optioner og Futures oprettet. Garantifonden har til formål at stå som den ene part i options- og futureskontrakter, der optages til notering på Københavns Fondsbørs, ligesom Fonden står for clearingen og afviklingen af handler med disse værdipapirer.

I slutningen af februar 1989 var alle børsnoterede værdipapirer overført til Fondsbørsens elektroniske handelssystem.

De senere års ændringer af børslovgivningen har primært været afledt af EF-direktiver.

Fra 1. januar 1990 og til udgangen af oktober 1991 er der gennemført *to ændringer i lov om Københavns Fondsbørs*.

Den første lovændring, jf. lov nr. 290 af 8. maj 1991, indebærer, at børsnoterede skatkammerbeviser tillige kan handles med pengemarkedsmæglerne som formidlere, men med efterfølgende indberetning til Fondsbørsen.

Ved den anden lovændring, jf. lov nr. 343 af 6. juni 1991 gennemførtes dels Rådets direktiv 89/592/EØF om insider-handel dels de af Børsudvalget fremsatte forslag til bekæmpelse af insider-handel. I tilknytning hertil gennemførtes en ændring af aktieselskabslovens § 53 om navnenotering af bestyrelsesmedlemmers, direktørers og andre ledende medarbejders aktier i selskaber, der indgår i en børsnoteret koncern, og som de pågældende er tilknyttet.

Også bekendtgørelserne, der er udstedt i medfør af fondsbørsloven er ændret, jf. bekendtgørelserne nr. 706-709 af 18. oktober 1990. De vigtigste ændringer var, *at* alle kurser offentliggjort af Fondsbørsen er officielle kurser, *at* der indførtes en gensidig anerkendelse af prospekter, som er godkendt i andre EF-lande, og *at* fondsbørsbestyrelsen kan bestemme, på hvilket sprog udbudsmateriale kan udarbejdes. Ved bekendtgørelse nr. 418 af 31. maj 1991 nedsattes tidsfristen for indsendelse af halvårsrapporter for børsnoterede selskaber fra 4 til 2 måneder efter halvårets udløb.

Herudover er der ved lov nr. 289 af 8. maj 1991 om ændring af *aktieselskabsloven* sket en stramning i reglerne om anmeldelse af aktiebesiddelser i aktieselskaber. Grænsen for anmeldelsespligt er nedsat fra 10 pct. til 5 pct. af aktiekapitalens stemmerettigheder eller af den pålydende værdi. Ifølge be-

kendtgørelse nr. 461 af 18. juni 1991 skal ejeren bl.a. fremsende en ligelydende meddelelse til Københavns Fondsbørs.

Endelig er der ved lov nr. 345 af 6. juni 1991 sket en ændring af *årsregnskabslovens* revisions- og regnskabsbestemmelser, jf. kapitel 5.

Sideløbende med udvalgets overvejelser om, hvorledes man har kunnet forbedre forholdene omkring Københavns Fondsbørs, har der i andet regi foregået lignende overvejelser. Udvalget vil navnlig fremhæve tre initiativer.

For det første besluttede Fondsbørsbestyrelsen den 19. marts 1991 at gennemføre en justering og klarificering af såvel *oplysningsforpligtelserne* som de *børsetiske regler*. Reglerne blev vedtaget den 3. december 1991 og er optrykt som bilag 2 og 3. Reglerne kan i hovedtræk gengives således:

I oplysningsforpligtelserne er det nu fastsat, at årsregnskaberne for de børsnoterede selskaber skal indeholde sammenlignende hovedtal for de seneste 4 år og en finansieringsanalyse.

Regnskaberne skal leve op til den højeste standard for den kategori af virksomheder, som selskabet tilhører. De skal følge udviklingen i god regnskabs-sik og aflægges i overensstemmelse med anerkendte danske regnskabsvejledninger. I en kommentar til reglen fastslås det, at de 7 vejledninger, der hidtil er udsendt af Foreningen af Statsautoriserede Revisorer, er en nødvendig del af begrebet anerkendte danske regnskabsvejledninger.

Årsregnskabsmeddelelsen og halvårsrapporten skal opstilles efter et bestemt skema for at lette sammenligneligheden mellem de forskellige selskaber. For halvårsrapportens vedkommende er der tillige tale om en udvidelse af kravene til de regnskabstal, der skal oplyses.

Der er igen indført pligt til at informere Fondsbørsen om tidspunkt for offentliggørelse af årsregnskabsmeddelelse og halvårsrapport. Selskaberne skal senest 7 børsdage før den pågældende uges begyndelse meddele, i hvilken uge disse meddelelser forventes offentliggjort.

Kravene til obligationsudstedere er også skærpet; bl.a. skal de offentliggøre en årsregnskabsmeddelelse og en halvårsrapport. Endvidere er der givet

regler for udstedere af covered warrants og for Garantifonden for Danske Optioner og Futures.

Der indføres pligt til at offentliggøre om forhold i aktionæraftaler, som regulerer aktiernes frie omsættelighed. Reglen vedrører kun aktionærer, der er omfattet af pligten til at offentliggøre deres aktiebesiddelser, d.v.s. aktionærer med over 5 pct. af aktiekapitalen eller af stemmerettighederne.

I forbindelse med børsintroduktioner og emissioner stilles der i de børsretlige regler krav om afgivelse af erklæringer. Pengeinstitutter, børsrådgivningselskaber eller andre, der forestår emission og børsnotering af aktier, skal bekræfte, at det har fået forelagt alle de oplysninger, det har bedt om. Ledelsen skal bekræfte, at interne dokumenter ikke indeholder oplysninger, der vil ændre det billede af selskabet, som gives i prospektet. Endelig skal revisor bekræfte, at alle forhold, der er revisor bekendt, og som kan påvirke vurderingen af selskabet, er indeholdt i prospektet.

For det andet har Foreningen af Danske Børsrådgivningselskaber udsendt en "*Branchekodeks for børsrådgivningselskaber*", der er tiltrådt af samtlige børsrådgivningselskaber, og som trådte i kraft den 17. oktober 1991. Branchekodeksen, der er optrykt som bilag 4, indeholder blandt andet regler om forholdet mellem børsrådgivningselskaberne og deres kunder, om autorisation af medarbejdere, om handel på Københavns Fondsbørs, og om kollegial optræden.

For det tredje har en gruppe af institutionelle investorer i august 1991 udgivet en pjece, kaldet "Klar besked", med forslag til, hvordan specielt børsnoterede selskaber kan forbedre deres regnskaber og informationspolitik.

EF-Kommissionen fremsatte i januar 1989 *forslag til direktiv om investeringsrådgivning i forbindelse med værdipapirer*. Forslaget er fremsat i ændret udgave i januar 1990. I løbet af 1990 og 1991 har der været ført forhandlinger om indholdet af direktivforslaget, der endnu ikke er vedtaget.

Hovedsigtet med direktivforslaget er at indføre principperne om gensidig anerkendelse og hjemlandskontrol for investeringsrådgivningselskaber samt at liberalisere adgangen til at blive medlem af børsene og andre organiserede markeder i de enkelte medlemslande.

Principperne om gensidig anerkendelse og hjemlandskontrol indebærer, at

et investeringsselskab (børsmæglerselskab) kun skal have én tilladelse (hjemlandets), der gives på de betingelser, der gælder i hjemlandet, for at kunne udøve investeringsservice i hele EF, og *at* hjemlandets tilsynsmyndighed har ansvaret for at føre solvenstilsyn med selskabet. Som led i den gensidige anerkendelse indeholder direktivforslaget en række betingelser for meddelelse af tilladelse og udøvelse af virksomhed som investeringsselskab.

Selskaber, der udfører en eller flere af de tjenesteydelser, der i forslaget defineres som investeringsservice, betegnes som investeringsselskaber. Visse af disse tjenesteydelser kan tillige udføres af kreditinstitutter omfattet af 1. og 2. banksamordningsdirektiv. Kreditinstitutterne vil alene være omfattet af direktivforslagets bestemmelser *om* overholdelse af kapitaldækningskravene (selvstændigt direktivforslag om kapitaldækning af markedsrisici), *om* overholdelse af værtslandets forretningsregler (etiske regler) og samfundshensyn, samt af bestemmelserne *om* adgang til medlemskab af børssystemet. Direktivforslaget opregner endvidere en række accessoriske tjenesteydelser, som investeringsselskaberne - i overensstemmelse med hjemlandets regler - vil kunne udøve i værtslandene.

Hvis et værtslands børs er organiseret på en sådan måde, at den ikke kræver fysisk tilstedeværelse -hvilket er tilfældet for Danmark - skal udenlandske investeringsselskaber have en tilsvarende mulighed for at benytte værtslandets børs(er) fra deres hjemland.

Herudover giver direktivforslaget selskaberne mulighed for medlemskab af værtslandenes børser og tilsvarende organiserede markeder via datterselskab eller via filial. Handel på børserne forudsætter tilslutning til de nationale clearings- og afviklingssystemer, men værtslandets betingelser for medlemskab samt tekniske regler m.v. skal overholdes af alle medlemmer. Således kan værtslandene stille faglige og uddannelsesmæssige krav til de udenlandske deltagere, og adgangen kan gøres betinget af, at visse tests m.v. er gennemført tilfredsstillende. Desuden vil der kunne stilles visse supplerende krav.

Udenlandske selskaber skal endvidere opfylde værtslandets regler om indberetning af oplysninger m.v. som f.eks. indberetning af udførte handler.

Direktivforslaget skønnes at ville nødvendiggøre væsentlige ændringer i den børsretlige lovgivning.

## 1. 6. Hovedpunkter i udvalgets overvejelser

Udvalgets kommissorium har medført, at udvalget i det væsentlige har drøftet problemer i relation til aktiemarkedet.

Udvalgets overvejelser har taget udgangspunkt i den eksisterende børsstruktur og det eksisterende sæt af oplysningsforpligtelser. Udvalget har ikke overvejet Københavns Fondsbørs" eneret eller værdipapirmarkedets konkurrencereligi aspekter.

Kontrol- og sanktionsbeføjelser over for markedsdeltagerne og de børsnoterede selskaber er væsentlige i bestræbelserne på at sikre overholdelsen af de selskabs- og børsretlige regler. Overholdelsen heraf er afgørende for et velfungerende dansk værdipapirmarked.

Kontrollen med de børsnoterede selskaber bygger i høj grad på offentliggørelse af informationer fra selskabernes ledelser, suppleret med revisorerens erklæringer, og på den måde, hvorpå børsmarkedet reagerer på disse informationer. Også myndighederne udøver en vis kontrolfunktion, idet Erhvervs- og Selskabsstyrelsens og Fondsbørsens primære opgave er at sikre modtagelse og formidling af oplysninger om selskaberne. Af lige så stor betydning er det, at aktionærerne er sig deres lovfæstede beføjelser bevidst. En udøvelse af aktionærernes rettigheder er nødvendig for at få overholdelsen af en række børs- og selskabsretlige regler gjort til en automatisk og selvfølgelig rutine i alle selskaberne.

Udvalgets *hovedkonklusion* er, at de eksisterende materielle regler inklusive de regler, som Københavns Fondsbørs, Garantifonden for Danske Optioner og Futures og brancheorganisationerne selv kan fastsætte, stort set er tilstrækkelige.

med hensyn til *oplysningsforpligtelserne* for de børsnoterede selskaber er det udvalgets opfattelse, at der ikke bør indføres detailregier herom i børslovgivningen. En regulering ved lov vil bevirke, at regelsættet bliver for stift og dermed ikke løbende kan tilpasses ændrede forhold og krav hertil. Lovgivningen bør alene, som tilfældet er i dag, indeholde de overordnede principper for oplysningsforpligtelserne, idet disse fortsat i første række bør fortolkes og udfyldes af Fondsbørsen.

Det er udvalgets opfattelse, at væsentlighedskriteriet i fondsbørslovens § 19



fortsat bør være en grundsten, idet kun relevante oplysninger bør tilgå markedet. Væsentlighedskriteriets indhold bør løbende fastlægges gennem Fondsbørsens udstedelse og administration af oplysningsforpligtelserne. Udvalget har med tilfredshed noteret sig den stramning og præcisering af oplysningsforpligtelserne, som Fondsbørsen har gennemført i december 1991.

Udvalgets flertal finder, at der ikke for indeværende er behov for yderligere stramminger i oplysningsforpligtelserne. Et mindretal finder, at der ikke er behov for undtagelser fra reglerne om halvårsrapporternes indhold.

Fordelen ved en omfattende og generel *kontrol* af de børsnoterede selskabers overholdelse af oplysningsforpligtelserne vil ikke stå mål med de omkostninger, der måtte være herved. Det er i øvrigt tvivlsomt, om en omfattende kontrol vil give sikkerhed for reglernes overholdelse. Endelig vil der kunne blive risiko for, at Fondsbørsen vil blive tillagt et ansvar, som den ikke har eller bør have. Derfor er det udvalgets opfattelse, at der ikke bør indføres en systematisk kontrol af videre omfang end den, der udøves i dag.

De *sanktioner*, der findes i fondsbørsloven, bør efter udvalgets mening tages hurtigere i anvendelse over for de selskaber, der gentagne gange eller groft overtræder oplysningsforpligtelserne eller undlader at efterkomme Fondsbørsens henstillinger og anmodninger.

Påtale og eventuelt tvangsbøder anbefales fremfor suspension og sletning fra kurslisten, da de to sidstnævnte også kan ramme et selskabs aktionærer og ikke kun selve selskabet. Udvalget ønsker navnlig, at der i videre omfang sker offentliggørelse af Fondsbørsens påtaler, idet selve offentliggørelsen af påtalerne skønnes at have en betydelig præventiv effekt.

Et flertal er af den opfattelse, at Fondsbørsen ikke har behov for at anvende gebyrer, såfremt selskaber ikke indsender regnskaber og andre oplysninger inden for de i lovgivningen og oplysningsforpligtelserne angivne tidsfrister. Flertallet mener, at overtrædelsernes antal næppe vil blive reduceret ved indførelse af gebyrer. Et mindretal mener, at Fondsbørsen bør have mulighed for at opkræve sådanne gebyrer.

Udvalget har drøftet spørgsmålet om en styrkelse af kontrollen med de børsnoterede selskaber via en styrkelse af (*mindretals*) *aktionærernes rettigheder*.

Det er udvalgets principielle holdning, at det primært er aktionærerne selv, der via bestemmelserne om mindretalsbeskyttelse i aktieselskabsloven skal sikre deres interesser i selskaberne.

Spørgsmålet om aktionærrettigheder er primært et selskabsretligt problemområde. Det bør derfor behandles i detaljer af Industriministeriets Selskabsretspanel.

Samtidig er det udvalgets opfattelse, at der kan være behov for, at Fondsbørsen anvender sine beføjelser til at rette henvendelse til et børsnoteret selskabs *revisor*, såfremt der er fremkommet oplysninger, der giver en særligt begrundet formodning om, at de afgivne oplysninger er ukorrekte eller utilstrækkelige.

med hensyn til EF-Kommissionens forslag til 5. selskabsdirektiv er det udvalgets opfattelse, at der bør indføres et egentligt forbud mod, at revisorer ejer aktier i de selskaber, der revideres af det pågældende revisionsfirma.

Udvalget finder, at der ikke bør indføres en regel om åremålsansættelse af revisorer som foreslået af Kommissionen. En sådan regel vil virke for mekanisk, og både selskab og revisor bør stå frit i valget af samarbejdspartner.

med hensyn til *de offentlige myndigheders rolle* finder udvalget, at der ikke er behov for en udvidelse af disses kontrolopgaver over for de børsnoterede selskaber. Fondsbørsen bør efter udvalgets opfattelse fortsat være den centrale institution til at sikre, at de fornødne (og korrekte) oplysninger om de børsnoterede selskaber er tilgængelige for offentligheden.

Udvalget finder, at der ikke er væsentlige børshensyn, der taler for en generel *navnenotering*. Efter den seneste ændring af aktieselskabslovens regler om navnenotering af bestyrelsesmedlemmers, direktørers og ledende medarbejders besiddelse af aktier i de selskaber, de er ansat i, bør yderligere erfaring indhentes, inden man kan tage stilling til en mere generel regel herom.

Et flertal i udvalget finder, at reglerne om *aktiebogens* tilgængelighed ikke bør ændres, da investering i et børsnoteret selskab som udgangspunkt er et privat anliggende. Et mindretal finder, at aktiebogen skal gøres offentligt tilgængelig.

Endelig finder et flertal i udvalget, at *nominee-ordningen* ikke har en føleligt negativ virkning på børsmarkedet og aktionærbeskyttelsen, og at nomineeordningen derfor bør opretholdes i sin nuværende form. Et mindretal kan acceptere, at nominee-ordningen bibeholdes, såfremt nomineeen ved handlers gennemførelse skal oplyse identiteten af den rette indehaver.

### **1.7. Bør Danmark have en værdipapirhandelslov?**

I Danmark er handel med værdipapirer ikke reguleret i en særlig lov.

markedet for børsnoterede værdipapirer er reguleret i fondsbørsloven, værdipapircentralloven og de bestemmelser, der er givet i medfør heraf.

Disse regler er hovedsageligt rettet direkte mod udstederne, investorerne samt børsmæglerselskaberne og andre fondshandlere (navnlig pengeinstitutterne). Hovedformålet er at fastlægge regler for, hvorledes disse skal optræde på markedet.

Handlen med noterede og unoterede værdipapirer er reguleret i aftaleloven og købeloven på linie med andre former for (aftaler om) køb og salg. Aftaleloven regulerer blandt andet, hvorledes en købs(aftale) indgås gennem tilbud og accept. Købeloven indeholder regler om det solgtes tilstand og kvalitet, betaling, overgang af ejendomsret fra sælger til køber m.v. På nogle punkter suppleres købeloven af regler fastsat i medfør af lov om Københavns Fondsbørs.

Spørgsmålet er imidlertid, om værdipapirmarkedet adskiller sig så markant fra andre markeder, at det fordrer en særlig lov udover de regler, der gælder i øvrigt.

I såvel Norge som Sverige har man en særlig værdipapirhandelslov, der regulerer handelen med værdipapirer.

Udvalget finder, at der ikke er behov for en værdipapirhandelslov. Størstedelen af de regler, der i givet fald skulle indgå i en sådan lov, findes allerede i de ovennævnte regelsæt.

En række forhold, f.eks. de børsetiske regler og oplysningsforpligtelserne, er mere egnede til regulering via regler udstedt af Fondsbørsen eller af de implicerede parter (f.eks. branchekodeks) end via en detaljeret lovgivning.

Sådanne regler udelukkes dog ikke af en værdipapirhandelslov, idet en sådan lov kan begrænses til at indeholde de overordnede principper eller retlige standarder.

Gennemførelsen af det foreslåede investerings servicedirektiv kan nødvendiggøre betydelige ændringer i den danske børsløvgivning. Disse ændringer kan meget vel vise sig at nødvendiggøre en ændret opbygning af børsløvgivningen. Som eksempel kan nævnes, at børsmæglerselskaberne måske bør reguleres i en selvstændig lov på linie med pengeinstitutterne, der er omfattet af bank- og sparekasseloven. Spørgsmålet om en værdipapirhandelslov bliver derfor tidligst relevant, når man kender det endelige indhold af investerings servicedirektivet og det dertil knyttede direktiv om kapitaldækning af markedsrisici.

De overvejelser, som udvalget har gjort, forudsætter eksistensen af en fondsbørs, der har status som en offentligretlig institution som Fondsbørsen. Såfremt Fondsbørsens eneret ophæves, og/eller Fondsbørsen blev et aktieselskab, som der er planer om i Sverige, eller såfremt der var tale om en fondsbørs, der omfatter flere lande, f.eks. de nordiske, måtte en del af de regler, der i dag fastsættes af Fondsbørsen, fastsættes af det offentlige.

Udvalget anbefaler, at man i forbindelse med implementeringen af de foreslåede direktiver overvejer, hvorvidt det danske regelsæt mest hensigtsmæssigt opbygges som (ramme)love for de enkelte emner eller som love med udgangspunkt i børsmonopolet.

Endvidere må beskyttelseshensynet ved tjenesteydelser overvejes. I disse overvejelser bør indgå, at godkendelse af og tilsynet med udenlandske institutters solvens føres af udenlandske tilsynsmyndigheder. Børsetiske regler og regler om forbrugerbeskyttelse hører under værtslandets kompetence. Reglerne bør udformes således, at de danske myndigheder (Fondsbørsen og Forbrugerombudsmanden), der påser overholdelsen af disse regler, har en reel mulighed for at udfylde reglerne og at påtale forhold og forhindre overtrædelser.

## Kapitel 2: Oplysningsforpligtelserne

Når et selskab lader sine aktier notere på en børs, er det i reglen begrundet i et ønske om udvidet adgang til ejerkapital og dermed i et ønske om at udbyde aktierne til en større investorkreds, som i øvrigt ikke nødvendigvis har anden forbindelse til udstederen.

For at der varigt kan skabes en bred interesse omkring de børsnoterede selskabers aktier og dermed for, at aktierne kan omsættes, og at Københavns Fondsbørs kan tiltrække investorer, kræves et gennemslagskraftigt og effektivt børsmarked, hvor kurserne på aktierne er rimelige udtryk for selskabernes værdi. En forudsætning herfor er et højt informationsniveau omkring de børsnoterede selskaber. Børsreglerne må derfor både kvalitativt og kvantitativt supplere de oplysningsforpligtelser, der er foreskrevet i de selskabsretlige regler.

I de fleste investorers (d.v.s. såvel nuværende som potentielle aktionærers) overvejelser om køb eller salg af et værdipapir er afvejningen mellem risiko og potentiel indtjening den vigtigste beslutningsparameter. De enkelte børsnoterede selskaber har forskellig risikoprofil, enten som følge af, at de markereder, der opereres på, er mere eller mindre usikre, eller som følge af, at selskaberne bevidst løber større eller mindre risici i bestræbelserne på at nå en større indtjening. Oplysningsforpligtelserne skal sikre, at investorerne løbende kan følge selskabernes risikoprofil, således at væsentlige ændringer i selskabernes forretningsgrundlag eller økonomiske forhold kommer til offentlighedens kundskab på et tidligt tidspunkt.

Over for ønsket om et højt informationsniveau sættes ofte hensynet til beskyttelse af selskabernes forretningshemmeligheder, herunder såvel selskabernes immaterielle rettigheder som forretnings- og markedsføringsstrategier. Ikke alle oplysninger kan derfor gives til aktionærene, markedet og offentligheden. Det er ofte blevet fremført, at for omfattende oplysningsforpligtelser kunne medføre, at udstederne mister interessen for at lade deres aktier notere på Københavns Fondsbørs. I så tilfælde vil selskaberne enten undlade børsnotering eller lade deres aktier notere på en udenlandsk børs, hvor der er mindre omfattende oplysningsforpligtelser.

### 2.1. Gældende rets oplysningskrav

Oplysningsforpligtelserne fremgår dels af fondsbørsloven og de bestemmelser, der er udstedt med hjemmel heri, dels af årsregnskabsloven og aktieselskabsloven.

De oplysninger, som børsnoterede selskaber skal afgive til Fondsbørsen, kan groft taget deles op i fire kategorier, jf. kapitel 2.1.1., der indeholder de generelle oplysningskrav, og kapitel 2.1.2. til 2.1.4., der omhandler de særlige oplysningskrav, der stilles ved henholdsvis prospekter, årsregnskaber og halvårsrapporter.

### **2.1.1. Oplysninger af væsentlighed for vurderingen af selskabet**

Grundprincipperne i fondsbørsloven er kravet om redelighed, gennemsækelighed og ligelighed, jf. lovens § 11.

Fondsbørslovens § 19 er den overordnede regel om offentliggørelse af oplysninger. § 19 pålægger en udsteder af børsnoterede værdipapirer straks at offentliggøre oplysninger om væsentlige forhold, der vedrører virksomheden, og som kan antages at få betydning for kursdannelsen på værdipapirerne.

Oplysninger skal kunne påvirke investorernes økonomiske vurdering af virksomheden for at være omfattet af væsentlighedskriteriet. Til gengæld er alle sådanne oplysninger omfattet af kriteriet. Af hensyn til både selskaberne, investorerne og Fondsbørsen har kriteriet til formål at begrænse informationsmængden fra de børsnoterede selskaber til den relevante information.

Reglen i § 19 er en retlig standard, som i praksis må udfyldes i overensstemmelse med tidens (varierende) behov og under hensyntagen til de oplysningskrav, der direkte og indirekte kan udledes af andre regler.

Fondsbørsen fastlægger løbende via sin administration af oplysningsforpligtelserne rækkevidden af væsentlighedskriteriet i § 19.

I fondsbørslovens § 12, nr. 1, er det således pålagt bestyrelsen for Københavns Fondsbørs at fastsætte bestemmelser om pligt for udstedere af børsnoterede værdipapirer til at meddele Københavns Fondsbørs oplysninger af betydning for bedømmelsen af værdipapiret eller udstederen. Disse regler har til formål at udfylde og supplere den generelle regel om oplysningspligt i § 19.

Fondsbørsen har med hjemmel i § 12, nr. 1, udstedt oplysningsforpligtelser for udstedere af børsnoterede værdipapirer (januar 1988, senest revideret i

december 1991, bilag 2). med hjemmel i § 12, nr. 2, har Fondsbørsen udstedt de børsetiske regler (november 1987, senest revideret i december 1991, bilag 3).

§ 2 i Fondsbørsens oplysningsforpligtelser er en gengivelse af fondsbørslovens § 19. Bestemmelsen er i en kommentar hertil suppleret med en række eksempler på forhold, der falder ind under denne regel. Det præciseres i bestemmelsen, at hvis der sker væsentlige ændringer i forhold til oplysninger, der allerede er offentliggjort i medfør af denne bestemmelse, skal dette også offentliggøres. Endvidere indeholder regelsættet bestemmelser om forskellige konkrete forhold, eksempelvis generalforsamlinger, kapitalforhold, sprog og andre praktiske forhold i forbindelse med en meddelelse.

I bekendtgørelse om betingelserne for optagelse til officiel notering af værdipapirer på Københavns Fondsbørs, "betingelsesbekendtgørelsen" (nr. 418 af 31. maj 1991), er der i kapitel 5 fastlagt forpligtelser for udstedere af værdipapirer, som er optaget til officiel notering.

Ifølge bekendtgørelsens § 13, stk. 1, jf. skema C, nr. 5, pkt. a, skal selskaber, hvis aktier er optaget til officiel notering, hurtigst muligt oplyse offentligheden om nye, væsentlige forhold, som berører deres virksomhedsområder, som ikke er offentligheden bekendt, og som på grund af deres indvirkning på selskabernes aktiver og passiver, deres økonomiske stilling og deres virksomhed i almindelighed vil kunne fremkalde en betydelig ændring i kursen på selskabernes aktier.

Udover oplysningsforpligtelser indeholder bekendtgørelsen betingelser (mindstekrav) vedrørende selskabet og dets aktiekapital, om aktierne, jf. § 5 og skema A, og om forholdet til aktionærerne, jf. skema C, nr. 2.

### **2.1.2. Oplysninger i prospekter ved emission af aktier**

I bekendtgørelse om kravene til det prospekt, der skal offentliggøres, inden værdipapirer kan optages til officiel notering på Københavns Fondsbørs, "prospektbekendtgørelsen" (nr. 709 af 18. oktober 1990), er der opstillet detaljerede krav til de oplysninger, der skal gives ved emission af nye aktier til offentlig tegning.

Det kræves i prospektbekendtgørelsen, at der ved ansøgning om værdipapirers optagelse til officiel notering skal foreligge et prospekt. Prospektet

skal indeholde de oplysninger, der af fondsbørsbestyrelsen anses for fornødne, for at investorerne og deres investeringsrådgivere kan danne sig et velbegrunderet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og udsigter, samt over de rettigheder, der er knyttet til disse værdipapirer.

I de børsetiske regler er der i § 10 indført en ny regel om, at pengeinstitutter, børsrådgivningselskaber og andre, der forestår emission og børsnotering af værdipapirer, i forbindelse med udarbejdelsen af prospekter skal sikre sig, at de får alle de oplysninger om udstederen, som må anses for nødvendige for at kunne videregive et for investorerne og deres investeringsrådgivere retvisende billede af udsteders virksomhed. Som et led i forberedelsen heraf skal de gennemgå oplysningerne med udstederens ledelse og eventuelt med udstederens revisor, og de skal afgive en erklæring herom.

Udsteders bestyrelse og direktion skal afgive en erklæring om, at protokoller og andre interne dokumenter ikke indeholder oplysninger, der kunne forvanske det billede af virksomheden, som prospektet skal give investorerne og deres investeringsrådgivere. Udsteders revisor skal ved en erklæring i prospektet bekræfte, at alle forhold, som vedrører udsteder, og som kan påvirke vurderingen af udsteders aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og udsigter, er indeholdt i prospektet.

### **2.1.3. Årsregnskaber og årsregnskabsmeddelelser**

Ifølge årsregnskabslovens § 2 skal bestyrelse og direktion i de af loven omfattede selskaber for hvert regnskabsår udarbejde et årsregnskab i overensstemmelse med lovgivningens og vedtægternes regler. Årsregnskabet skal give et "retvisende billede" af selskabets aktiver og passiver, dets økonomiske stilling samt resultatet, jf. § 4, stk. 2. Årsregnskabet skal revideres i overensstemmelse med god revisionskik, jf. årsregnskabslovens § 61 g.

Årsregnskabet skal ledsages af en årsberetning. Beretningen skal indeholde en pålidelig redegørelse for udviklingen i selskabets økonomiske aktiviteter og forhold, jf. årsregnskabslovens § 56. Hvis årsregnskabet i væsentlig grad er påvirket af usædvanlige forhold, eller hvis der er væsentlig usikkerhed ved opgørelsen af årsregnskabet, skal der gives oplysning herom i en særskilt del af beretningen. Årsberetningen skal endvidere omtale betydningsfulde hændelser indtruffet efter regnskabsårets afslutning, selskabets forventede udvikling samt forsknings- og udviklingsaktiviteter.



De seneste års erfaringer ved sammenbrud af større virksomheder har medført ændringer i årsregnskabsloven. Der er sket en stramning af oplysningsforpligtelserne for såvel de børsnoterede selskaber som aktie- og anpartsselskaber generelt. Disse ændringer omfatter

- krav om angivelser af den beløbsmæssige indvirkning på et selskabs årsregnskab ved ændringer i regnskabsprincipper, jf. § 26 a, og
- kortere frister for børsnoterede selskaber til indsendelse af årsregnskaber, jf. § 62, stk. 1. Årsregnskaber skal herefter indsendes straks efter generalforsamlingens godkendelse og senest 5 måneder efter regnskabsårets udgang.

Ifølge betingelsesbekendtgørelsen (skema C, nr. 4 a, jf. § 13, stk. 1) skal et børsnoteret selskab hurtigst muligt fremlægge sit seneste årsregnskab og sin seneste beretning for offentligheden. Årsregnskaberne skal være tilgængelige for offentligheden, jf. § 5, stk. 1, nr. 4.

I medfør af § 19 i Fondsbørsens oplysningsforpligtelser pålægges de børsnoterede selskaber at udarbejde og offentliggøre en årsregnskabsmeddelelse, som skal fremtræde som en kort udgave af årsregnskabet. Ved den seneste revision af oplysningsforpligtelserne er det pålagt selskaberne at følge en bestemt opstilling, når de offentliggør årsregnskabsmeddelelser. Denne er medtaget som skema A til oplysningsforpligtelserne. Dette sikrer ensartethed i regnskabsmeddelelserne og gør det lettere at sammenligne forskellige selskaber.

Skemaet indeholder krav om, at årsregnskabsmeddelelsen offentliggøres umiddelbart efter det bestyrelsesmøde, hvor årsregnskabet færdigbehandles. Der stilles krav om, at årsregnskabsmeddelelsen er så fyldestgørende, at årsregnskabet ikke tilfører markedet ny væsentlig information, som kan antages at få betydning for kursdannelsen. Skemaet opstiller desuden detaljerede krav til disponeringen og opstillingen af årsregnskabsmeddelelsen, herunder til hvilke informationer, der skal medtages. Endelig er der stillet krav til, hvilke andre væsentlige oplysninger (kommentarer, fremtidsudsigter og bestyrelsesbeslutninger) der skal afgives i meddelelsen.

Regnskaber, der aflægges af børsnoterede selskaber, skal til enhver tid leve op til den højeste standard for den kategori af virksomheder, selskabet til-

hører, jf. Fondsbørsens oplysningsforpligtelses § 15. Regnskaberne skal aflægges i overensstemmelse med almindeligt anerkendte regnskabsvejledninger. Det er i en kommentar til bestemmelsen præciseret, at de af Foreningen af Statsautoriserede Revisorer udsendte regnskabsvejledninger nr. 1-7 inkl. er en del af almindeligt anerkendte vejledninger. Fondsbørsens oplysningsforpligtelses krav om en høj regnskabsstandard gælder også årsberetningen, da beretningen er en integreret del af årsregnskabet.

Fondsbørsens oplysningsforpligtelser indeholder i § 17 krav om, at et børsnoteret selskab straks efter trykningen og senest 8 dage før afholdelsen af generalforsamlingen skal sende et eksemplar af det trykte årsregnskab til hvert børsrådgiverselskab og desuden et antal eksemplarer til Københavns Fondsbørs. Selskaberne skal også til de af pressens repræsentanter, der anmoder herom, sende et eksemplar af det trykte årsregnskab.

#### **2.1.4. Halvårsrapporter**

Halvårsrapporter er omhandlet i betingelsesbekendtgørelsens kapitel 6. Børsnoterede selskaber skal offentliggøre en halvårsrapport om aktiviteten i og resultatet af de første seks måneder af hvert regnskabsår. Halvårsrapporter er desuden omhandlet i §§ 20 og 21 i Fondsbørsens oplysningsforpligtelser.

Formålet med kravet om halvårsrapporter er, at selskaberne skal kunne følges i perioden mellem aflæggelsen af to årsregnskaber.

Samtidig skal halvårsrapporterne supplere de oplysninger, som selskaberne i øvrigt skal give løbende i medfør af fondsbørslovens § 19. De løbende oplysninger vedrører som regel bestemte begivenheder i selskaberne. Halvårsrapporterne skal bibringe investorerne et retvisende helhedsindtryk af selskaberne, som det ikke er sikkert, at de får gennem enkelte oplysninger. Halvårsrapporterne er derfor af vigtighed for vurderingen af de børsnoterede selskaber.

Halvårsrapporten skal ifølge betingelsesbekendtgørelsen indeholde regnskabstal og kommentarer vedrørende selskabets virksomhed og resultat i den pågældende seks-måneders periode. Regnskabstallene skal som minimum angive nettoomsætningen og resultat før eller efter fradrag af skat.

Kommentarerne til halvårsrapporten 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. De skal gøre det muligt at foretage en sammenligning med den tilsvarende periode i det foregående regnskabsår. De skal ligeledes så vidt muligt vedrøre selskabets forventede udvikling i den resterende del af det løbende regnskabsår.

Ved den seneste revision af Fondsbørsens oplysningsforpligtelser har Fondsbørsen bestemt, at halvårsrapporterne skal opstilles på en særlig måde, som fremgår af et skema (skema B), der følger med reglerne. Der er heri også sket en udvidelse af kravene til de informationer, der skal gives i halvårsrapporten.

I betingelsesbekendtgørelsen kræves oplysning, nettoomsætning og resultat før eller efter skat. I skemaet i Fondsbørsens oplysningsforpligtelser kræves yderligere oplyst resultat af primær drift, finansielle poster, ekstraordinære poster, samlede aktiver samt væsentlige investeringer i materielle anlægsaktiver. Endvidere skal der gives en beskrivelse af egenkapitaludviklingen i det forløbne år samt oplysninger om udviklingen i størrelsen af eventuelle minoritetsinteresser. Det skal i alle tilfælde angives, hvorvidt der ved udarbejdelse af halvårsrapporten er anvendt samme regnskabspraksis som i det foregående årsregnskab. I tilfælde af ændringer i anvendt regnskabspraksis i forhold til foregående regnskabsår skal der redegøres for disse ændringer og den samlede beløbsmæssige indvirkning på selskabets aktiver og passiver, dets økonomiske stilling og resultat.

For selskaber, hvis hovedformål er rederi virksomhed, og som alene er noteret på Københavns Fondsbørs, gælder der dog ifølge betingelsesbekendtgørelsens § 25, stk. 3, en undtagelse. Et sådant selskab kan således undlade at opgive regnskabstal i halvårsrapporten, såfremt der er fare for, at selskabets internationale konkurrenceevne derved forringes. Reglen er som anført i bestemmelsen begrundet i hensynet til selskabets konkurrenceevne, idet udenlandske rederivirksomheder ikke altid er forpligtet til at afgive de nævnte regnskabsoplysninger.

Der stilles ikke krav om revision af halvårsrapporten. Hvis de regnskabsmæssige oplysninger imidlertid er revideret af selskabets statsautoriserede revisor, gengives revisors godkendelse og eventuelle forbehold ubeskåret, jf. skema B i oplysningsforpligtelserne.

## 2.2. Udenlandske erfaringer

Udvalget har fra Københavns Fondsbørs modtaget et resumé af de oplysningsforpligtelser, der gælder i de øvrige nordiske lande samt i Storbritannien, Holland, Tyskland og USA. Af resuméet, der er optrykt som bilag 5, ønsker udvalget at fremhæve følgende:

I *Norge* har man en særlig lov om værdipapirhandel, hvor det er pålagt selskaberne uden ugrundet ophold at offentliggøre oplysninger, der kan ventes at få væsentlig betydning for kursen på selskabets aktier. I en særlig aftale mellem Oslo Børs og de børsnoterede selskaber indvilger selskaberne i at overholde børsforskrifterne, der er fastsat af Finansdepartementet. Tidspunktet for bestyrelsens behandling af årsregnskab og delårsregnskab skal være Oslo Børs i hænde senest to uger før afholdelsen. Oslo Børs fastsætter årligt i et regnskabscirkulære sine holdninger til, hvad et årsregnskab skal indeholde, og hvorledes det skal opstilles.

Også i *Sverige* indgås der en kontrakt mellem selskaberne og fondsbørsen. Ifølge kontrakten skal selskaberne i umiddelbar tilknytning til, at en beslutning eller en hændelse er indtruffet, offentliggøre en meddelelse herom. Beslutninger og forhold, som "i ikke uvæsentlig grad" påvirker det billede, som haves på baggrund af det foregående regnskabsår, eller påvirker vurderingen af selskabets aktier, skal offentliggøres. De svenske børsforskrifter indeholder en detaljeret beskrivelse af, hvad begrebet "i ikke uvæsentlig grad" dækker over. Reglerne er i øvrigt meget lig de danske oplysningskrav.

I *Finland* skal et børsnoteret selskab uden ophold og senest inden begyndelsen af den efterfølgende børsdag offentliggøre alle sådanne betydningsfulde beslutninger og hændelser i selskabet, som i væsentlig grad kan indvirke på kursdannelsen på selskabets aktier. I årsberetninger og halvårsberetninger kræves ikke prognoser om fremtiden, men hvis de udarbejdes, skal de offentliggøres.

I *Holland* er oplysningsforpligtelserne meget lig de skandinaviske, idet der stilles ret indgående krav til årsregnskab og halvårsrapport.

I *Tyskland* er reguleringen ikke så detaljeret som i Skandinavien, men til gengæld er der forholdsvis detaljerede krav i lovgivningen om aktieselskaber, hvor formålet først og fremmest er investorbekyttelse.

I den engelsktalende del af verden er der tradition for en større åbenhed og en større detaljeringsgrad i reglerne.

I *Storbritannien* indeholder oplysningsforpligtelserne som i Skandinavien en generel klausul om offentliggørelse af oplysninger, der er nødvendige for at sætte investorer m.fl. i stand til at vurdere et selskabs forhold. Oplysningerne skal gives på det tidspunkt, hvor det er nødvendigt, at disse oplysninger er tilgængelige uden for kredsen af direktion, medarbejdere og rådgivere. Desuden skal de børsnoterede selskaber offentliggøre tidspunktet for bestyrelsesmøder, hvor der træffes beslutning om dividende på noterede værdipapirer, eller hvor der sker annoncering af gevinst eller tab i en given periode.

I *USA* er der ud over enkeltstatslig og den almindelige føderale lovgivning oprettet en særlig føderal myndighed, The Securities and Exchange Commission (SEC), der kontrollerer, om selskaberne overholder alle forpligtelserne, og som selv udsteder en stor del af reglerne. Et væsentligt led i SEC's politik er et krav om fuldstændig og øjeblikkelig offentliggørelse fra selskabernes side af alle oplysninger, som kan være af betydning for aktiemarkedet. SEC kræver meget detaljerede oplysninger og fører en løbende kontrol med udstederne. Ethvert selskab, der indbyder til offentlig tegning, skal på forhånd give SEC meget detaljerede oplysninger, og selskabet vil efterfølgende være genstand for SEC's tætte, løbende kontrol. Desuden stilles der krav om kvartalsrapporter, ligesom der er en frist på kun en måned til at afgive foreløbige regnskabsoplysninger.

### **2.3. Udvalgets vurderinger**

Udgangspunktet for udvalgets vurderinger er den generelle regel i fondsbørslovens § 19. Udvalget har overvejet, om bestemmelsen og administrationen/fortolkningen heraf fungerer. Udvalget har dernæst overvejet, om visse oplysningsforpligtelser bør skærpes.

Udvalget finder, at oplysningsforpligtelserne som helhed skal udformes, så de af såvel udstederne som investorerne opleves som velbegrundede og hensigtsmæssige. Oplysningsforpligtelsernes indhold hænger desuden uløseligt sammen med kontrollen med overholdelsen heraf, jf. kapitel 3 nedenfor.

Udvalget bemærker i denne forbindelse, at man i denne betænkning behandler oplysningsforpligtelserne ud fra et investorbeskyttelsessynspunkt. De

pligter, som påhviler selskaber særskilt over for aktionærer, berøres kun, hvor det er naturligt at behandle dem som investorer, der overvejer at købe værdipapirer.

Udvalget bemærker endvidere, at den lovgivning om insider-handel, der blev gennemført på baggrund af udvalgets betænkning herom (nr. 1216/1991), løser nogle af de problemer, der har været rejst omkring oplysningsforpligtelserne. Disse regler fastslår således, at intern viden ikke må gives videre i eller uden for selskabet, ej heller til storaktionærer, før de er offentliggjort og dermed er kommet til Fondsbørsens og markedets kendskab. Disse regler fastslår dermed også, at der gælder et lighedsprincip, hvad angår adgang til informationer om selskabet.

Udvalget har overvejet, hvorvidt

1. oplysningsforpligtelserne i højere grad bør fastsættes ved lov eller i bekendtgørelser,
2. væsentlighedskriteriet i § 19 bør ændres,
3. kravene til halvårsrapporterne bør skærpes,
4. årsregnskaber bør ledsages af et særligt revisionsprotokollat til Fondsbørsen,
5. der skal foreligge ledelseserklæring om regnskabets rigtighed, og
6. tidsfristerne for indsendelse af årsregnskaber og andre oplysninger bør strammes yderligere.

### **2.3.1. Oplysningsforpligtelsernes retlige status**

Udvalget har drøftet, hvilken retlig status oplysningsforpligtelser og lignende regler, som Fondsbørsen udsteder, bør have.

De nugældende regler er som nævnt i kapitel 2.1.1. udstedt af Københavns Fondsbørs med hjemmel i fondsbørsloven, og overtrædelse heraf kan sanktioneres. Reglerne har nærmest karakter af "almene ordensforskrifter" for udstedere, børsmæglere og investorer.

Udvalget har overvejet, om man bør bibeholde denne tilstand, eller om Fondsbørsens regelsæt i højere grad bør have rang og karakter af egentlige retsforskrifter.

Udvalget finder, at det ikke er hensigtsmæssigt at gennemføre detailregier om oplysningsforpligtelserne i lovgivningen. Dette vil bevirke, at systemet bliver for stift og ikke løbende kan tilpasses ændrede forhold og krav.

Desuden kan der ikke stilles samme beviskrav til en påtale fra Fondsbørsen, som der må stilles til en domfældelse i retten efter en bekendtgørelse. Det gør det muligt for Fondsbørsens organer at handle hurtigere, og dette har væsentlig betydning for markedet.

Disse argumenter lå også til grund for overvejelserne ved udarbejdelsen af fondsbørsloven i 1985-1986, og udvalget finder, at de stadig har fuld gyldighed.

Udvalget tilslutter sig, at lovgivningen fortsat indeholder de overordnede principper omkring oplysningsforpligtelserne, og at det i øvrigt overlades til Fondsbørsen at fortolke og udfylde oplysningsforpligtelserne. Reglernes indhold, opbygning, fortolkning og sanktioner hænger nøje sammen med, at reglerne netop ikke har form af egentlige retsregler. Det afgørende er, at reglernes overholdelse er effektivt sanktioneret, og at børssystemet giver mulighed for effektive sanktioner, jf. nedenfor i kapitel 3.2.3. til 3.2.5.

### **2.3.2. Væsentlighedskriteriet**

Udvalget finder, at der fortsat bør gælde et lovfæstet væsentlighedskriterium, således som det er formuleret i fondsbørslovens § 19.

Det vil altid være et spørgsmål om fortolkning, hvornår oplysninger vedrører forhold, der er så væsentlige for virksomheden, at de kan antages at få betydning for kursdannelsen på værdipapirerne.

Derfor må fondsbørslovens § 19 ses i sammenhæng med de oplysningsforpligtelser, som fondsbestyrelsen har udstedt med hjemmel i fondsbørslovens §12, nr. 1.

Disse oplysningsforpligtelser er naturligvis i vid udstrækning en eksemplificering og uddybning af forhold, der falder ind under princippet i fondsbørslovens § 19, selv om de går videre end det.

For så vidt der måtte være behov for at kræve offentliggørelse af særlige forhold for visse virksomhedstyper eller for alle selskaber, bør dette efter

udvalgets opfattelse mest hensigtsmæssigt reguleres i Fondsbørsens oplysningsforpligtelser.

Efter det for udvalget oplyste giver det i øvrigt kun sjældent anledning til diskussion med de børsnoterede selskaber, om en information er væsentlig eller ej. Det skyldes dels, at oplysningsforpligtelserne med deres detaljerede regulering har taget højde for de fleste forhold, dels at der hos selskaberne er en stigende bevidsthed om værdien af en god og fyldestgørende information.

Udvalget har den opfattelse, at der fortsat bør udfoldes store bestræbelser for at gøre oplysningsforpligtelserne så præcise og let forståelige som muligt. Udvalget har noteret sig de stramninger og præciseringer, som fondsbørsbestyrelsen netop har vedtaget. Udvalget finder, at ændringerne har været be-  
rettigede.

### **2.3.3. Kravene til halvårsrapporterne**

Fondsbørsbestyrelsen har besluttet, at såvel årsregnskabsmeddelelsen som halvårsrapporten skal opstilles på en bestemt måde. Først skal der anføres hovedtal og eventuelt nøgletal, derefter kommentarer, fremtidsudsigter, eventuelle bestyrelsesbeslutninger og sidst eventuelle bilag.

I skemaet om halvårsrapporteringen stilles der, udover hvad der fremgår af betingelsesbekendtgørelsens kapitel 6, krav om en række yderligere hovedtal.

Udvalget har vurderet, om halvårsrapporterne skal kræves revideret, jf. nedenfor i kapitel 3.2.1.

Udvalget har drøftet den i kapitel 2.1.4. nævnte undtagelse for rederivirk-somheder fra reglen om opgivelse af regnskabstal i halvårsrapporten.

Udvalgets *flertal* tager denne ordning til efterretning. De er af den opfat-telse, at hvis Københavns Fondsbørs bliver opmærksom på misbrug af mulig-heden for at udelade visse oplysninger i halvårsrapporten, bør dette påtales af Fondsbørsen.

*Et mindretal* (Jeppe Christiansen, Ib Glud Konradsen, Gitte Krogh og Ib Sletting) finder, at der ikke bør gælde en undtagelse for rederi virk-somheder fra reglen om opgivelse af regnskabstal i halvårsrapporter.



Disse medlemmer finder, at der ikke for rederivirksomheder gælder særlige forhold, der kan begrunde en undtagelsesregel.

Disse medlemmer påpeger, at der i andre lande, der har store rederivirksomheder, som f.eks. Norge, Sverige, England, USA og Japan, ikke findes sådanne undtagelsesregler. Danske rederivirksomheder har således adgang til disse tal for børsnoterede rederivirksomheder i de andre lande.

Det er i øvrigt således, at en række store danske rederier ikke gør brug af den heromhandlede undtagelsesbestemmelse, f.eks. B&W, SIF, J. Lauritzen, DFDS, Norden, Orient og motortramp.

For rederivirksomheder, der laver halvårsrapport uden tal, gælder det for Torm, at indtjeningen er baseret på så mange forskellige rederiaktiviteter, tankrederi, bulkrederi og liniefart, at der ikke af et eventuelt halvårsregnskab vil kunne udledes tal om markedsandele m.m., som forringer den konkurrencemæssige stilling på enkeltmarkeder.

For D/S 1912 A/S og Svendborg A/S gælder endvidere, at disse selskabers konsoliderede indtjening kun for ca. 1/3 vedkommende er baseret på rederiaktiviteter, medens indtjening fra industri, handel og aktiviteter med olieudvinding udgør et endnu større bidrag.

Et konsolideret halvårsregnskab vil derfor indeholde indtjening fra meget andet end rederiaktivitet, således at rederiaktiviteters bidrag ikke isoleret vil fremgå på enkeltmarkeder.

I øvrigt er der mange andre brancher, der er udsat for international konkurrence, der kan sammenlignes med den konkurrence, som rederivirksomheder er udsat for, og som ikke har krævet en lignende undtagelsesbestemmelse. Det gælder f.eks. industrivirksomheder, der gennemfører enkeltprojekter i udlandet som f.eks. opførelse af cementfabrikker og byggeprojekter i udlandet og mange eksportorienterede virksomheder.

Således som undtagelsesbestemmelsen er affattet, er det op til vedkommende rederivirksomhed selv at vurdere, om betingelserne for undtagelsesbestemmelsens anvendelse er opfyldt. Københavns

Fondsbørs har bekræftet, at der ikke sker nogen efterprøvelse af, om betingelserne for undtagelsesbestemmelsens anvendelse er opfyldt.

Disse medlemmer vil finde det rigtigt, at en eventuel hjemmel til at gøre undtagelser i givet fald må udformes som en adgang for Københavns Fondsbørs til at meddele dispensation fra reglerne om opgivelse af regnskabstal i halvårsrapporten. Herved vil alle selskaber blive stillet lige uanset branche. Det vil tillige blive opnået, at afgørelsen af, om betingelserne for opnåelse af dispensation er til stede i de enkelte tilfælde, vil blive foretaget af Københavns Fondsbørs og ikke af vedkommende virksomhed selv.

Et *andet mindretal* (Uffe Lind Rasmussen) anfører hertil, at reglen i betingelsesbekendtgørelsens § 25, stk. 3, har sin baggrund i, at danske rederier er underlagt international konkurrence i en grad, man kun ser i få andre erhverv og lande, herunder EF-lande. Det ville være uacceptabelt, om der var pligt til for et dansk rederi at offentliggøre stærkt følsomme konkurrencemæssige oplysninger, som f.eks. en taiwansk konkurrent i samme trafik ikke skulle afgive. Det er ikke mindst inden for linietrafik - d.v.s. regelmæssig rutetrafik mellem forskellige havne - at halvårstal vil kunne være af værdifuld betydning for konkurrenter. Inden for sådan trafik står danske rederier i dag stærkt. Dette gælder ikke mindst i områder, der ligger helt uden for EF-området.

For visse virksomheder - og dette gælder typisk rederivirksomhed - vil regnskabstal for en seks-måneders periode ofte være mere vildledende end vejledende på grund af betydelige fluktuationer i fragtmarkedet. Selv nok så udtømmende forklaringer - som ofte vil kunne skade i konkurrencemæssig henseende - vil ikke kunne rette op på misvisende tal.

For rederivirksomhed vil det endvidere være yderst vanskeligt, inden for den gældende to-måneders frist, at opstille et bare rimeligt korrekt seks-måneders regnskab med dertil hørende nødvendig periodeafgrænsning af indtægter og udgifter på grund af de betydelige administrative vanskeligheder, der er forbundet med at indsamle nødvendige oplysninger.

For skibsfartserhvervet, hvor der således typisk for en række trafikformer vil være et stort behov for en fravigelse af bekendtgørelsens regel om regnskabstal i halvårsrapporter, ville en mulighed alene for individuel dispensation være utilfredsstillende. Det skal understreges, at reglen netop ikke er en regel om generel fritagelse for regnskabstal, men alene om fritagelse, hvor der er fare for, at selskabets internationale konkurrenceevne forringes.

#### **2.3.4. Indsendelse af revisionsprotokollater til Fondsbørsen**

Finansielle institutter skal med hvert årsregnskab indsende revisionsprotokollat til Finanstilsynet. I bekendtgørelse (nr. 746 af 5. december 1989) om revisionens gennemførelse i pengeinstitutter stilles der krav om, at revisorerne skal påse visse forhold, f.eks. at et pengeinstituts regnskabs- og sikkerhedsmæssige organisation er tilrettelagt på en betryggende måde, at der føres kontrol med den daglige bogførings pålidelighed, og om bestemmelserne i lovgivningen vedrørende pengeinstitutter er opfyldt. Tilsvarende krav er stillet i bekendtgørelse (nr. 766 af 21. november 1988) om revisionens gennemførelse i børsmæglerselskaber og i bekendtgørelse (nr. 795 af 3. december 1991) om revisionens gennemførelse i realkreditinstitutter. Revisorerne skal særskilt erklære, om de nævnte forhold er tilfredsstillende opfyldt i de pågældende pengeinstitutter, børsmæglerselskaber og realkreditinstitutter.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har ikke hjemmel til at stille sådanne krav til aktieselskaber.

Udvalget har derfor overvejet, om revisionsprotokollatet i forbindelse med årsregnskabet bør kræves indsendt til Fondsbørsen.

Læsning af revisionsprotokollaterne ville lægge beslag på betydelige ressourcer hos Københavns Fondsbørs. Der kan stilles spørgsmål ved, om en sådan ressourceanvendelse vil stå mål med resultaterne, da der under alle omstændigheder ikke ville kunne gives en væsentligt større sikkerhed for, at særlige problemer vil blive af dækket.

Det er ligeledes en generel erfaring, at det er mindre sandsynligt, at Fondsbørsen ved gennemgang af så omfattende materialer ville opdage problemer, som selskabernes ledelse og revision enten ikke har set eller har søgt at skjule.

Hertil kommer, at en indsendelse til Fondsbørsen kan rejse komplicerede ansvarsproblemer.

Udvalget finder derfor, at et sådant forslag må frarådes.

Udvalget finder i øvrigt, at fondsbørslovens § 13, stk. 2, giver den fornødne hjemmel til at kræve oplysninger fra selskabernes revisorer, jf. nedenfor i kapitel 3.

### **2.3.5. Ledelseserklæring om regnskab**

Fondsbørsbestyrelsen har ved den seneste ændring af Fondsbørsens oplysningsforpligtelser i § 15 indført et krav om, at selskabet i den indledende beskrivelse af den anvendte regnskabspraksis skal oplyse, om regnskabet lever op til den højeste standard for den kategori af virksomheder, selskabet tilhører, om det følger udviklingen i god regnskabsskik, og om det aflægges i overensstemmelse med almindeligt anerkendte regnskabsvejledninger. Hvis regnskabet ikke indeholder sammenligningstal for det foregående år, sammenlignende hovedtal for de seneste 4 år eller en finansieringsanalyse, skal selskabet oplyse herom.

Udvalget finder, at en sådan erklæring er et vigtigt led i en opstramning af reglerne, fordi den tjener til konstant at minde alle involverede om, at det primære ansvar for regnskabets rigtighed påhviler bestyrelse og direktion, jf. årsregnskabsloven § 2, stk. 1, 1. pkt.

### **2.3.6. Stramning af tidsfristerne for indsendelse af årsregnskaber og andre oplysninger**

I 1991 blev årsregnskabslovens tidsfrister for indsendelse af regnskaber strammet. De skal indsendes straks og senest fem måneder efter regnskabsårets udgang.

Udvalget finder yderligere stramning unødvendig, idet dette kan gøre det vanskeligt for de børsnoterede selskaber at gennemarbejde regnskabet. Endvidere bør ændringer i denne forbindelse afvente etableringen af et erfaringsgrundlag i forbindelse med de seneste ændringer.

Øvrige oplysninger skal indsendes straks til Fondsbørsen, jf. fondsbørslovens § 19. "Straks" fortolkes af Fondsbørsen meget strengt. Det kræves som altovervejende hovedregel i § 10 i Fondsbørsens oplysningsforpligtelser, at

Fondsbørsen orienteres senest samtidig med andre, herunder dagspressen, og at oplysningerne gives umiddelbart efter den begivenhed, oplysningerne vedrører. Derfor finder udvalget ikke anledning til at foreslå ændringer i tidsfristerne.



## Kapitel 3: Fondsbørsens kontrolopgaver

Selskabernes egne aktionærer kontrollerer, om selskabernes ledelse varetager aktionærernes interesser. Selskabernes revisorer kontrollerer, om selskabernes regnskaber er korrekte og retvisende.

Den offentlige kontrol med de børsnoterede selskaber udføres af Københavns Fondsbørs og Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. For selskaber under tilsyn er Finanstilsynet den primære kontrolmyndighed, der desuden fører tilsyn med Fondsbørsen.

Endelig har offentligheden som helhed, herunder dagspressen m.v., en væsentlig rolle i kontrollen med de børsnoterede selskaber, omend denne kontrolfunktion foregår under vilkår, der ikke er underkastet en regulering, som det er tilfældet med myndigheder og aktionærer.

med udgangspunkt heri har udvalget overvejet, hvorvidt en - og i givet fald hvilken - styrkelse af Fondsbørsens beføjelser vil sikre en bedre overholdelse af reglerne omkring de børsnoterede selskaber. Samtidig har udvalget overvejet, hvorvidt de sanktioner, som Fondsbørsen kan bringe i anvendelse ved manglende opfyldelse af oplysningsforpligtelserne, er tilstrækkelige.

Udvalget har herved ment, at dets kommissorium ikke omfatter en vurdering af Fondsbørsens struktur eller Fondsbørsens bestyrelses sammensætning.

Udvalget har i dette kapitel koncentreret sig om Fondsbørsens kontrolopgaver.

Aktionærernes og revisorerens kontrolmuligheder og -forpligtelser samt øvrige myndigheders kontrolopgaver behandles i de følgende kapitler.

### 3.1. Gældende ret og praksis

Københavns Fondsbørs' primære opgave er at sørge for, at markedspladsen for værdipapirer er velfungerende.

Fondsbørslovens § 11 fastslår, at Københavns Fondsbørs skal virke for, at handel og kursnotering finder sted på en måde, der sikrer, at handelen og prisdannelsen på Fondsbørsen foregår på en redelig og gennemskelig måde og inden for lovgivningens rammer sikrer alle berørte ligelig behandling.

Der er i bestemmelsen tre principper for et velfungerende værdipapirmarked: redelighed, gennemskuelighed og ligelig behandling.

Disse principper skal ikke blot efterleves gennem et højt informationsniveau omkring de børsnoterede selskaber og de af dem udstedte værdipapirer. Såvel børsmæglerselskaber som investorer er forpligtede til at iagttage principperne. Dette medfører, at Fondsbørsens opgavevaretagelse ikke blot er rettet mod udstederne, men i lige så høj grad mod børsmæglere og investorer.

Foreningen af Danske Børsmæglerselskaber har i oktober 1991 vedtaget "Branchekodeks for børsmæglerselskaber". Formålet er i kodeksen angivet at være at uddybe og supplere de regler og grundprincipper, der gælder for børsmæglerselskaber, herunder også internationale principper, men som ikke er fastsat ved lov eller af Fondsbørsen.

I relation til oplysningsforpligtelserne indeholder branchekodeksen regler om, at et børsmæglerselskab, som udfører opgaver for en udsteder af værdipapirer, skal optræde på en sådan måde, at der ikke opstår en interessekonflikt mellem på den ene side udstederen og på den anden side børsmæglerselskabets andre kunder. Endvidere skal et børsmæglerselskab, der er medansvarlig for et prospekt, sikre, at det klart fremgår af prospektet, hvilke oplysninger det bærer ansvaret for.

### **3.1.1. Kontrolopgaver**

Efter fondsbørslovens § 10, nr. 4, skal Fondsbørsen påse, at udstederne af børsnoterede værdipapirer og børsmæglerselskaberne opfylder de forpligtelser, der følger af loven og bekendtgørelserne.

Fondsbørsbestyrelsen kan pålægge bestyrelse, direktion og revisorer i et børsnoteret selskab at give oplysninger til brug for Fondsbørsens opgavevaretagelse, jf. fondsbørslovens § 13, stk. 2. Denne mulighed har endnu ikke været benyttet over for revisorerne.

I betingelsesbekendtgørelsen § 1, stk. 1, er det fastlagt, at fondsbørsbestyrelsen træffer bestemmelse om, hvorvidt et værdipapir kan optages til officiel notering. Videre er det i stk. 2 fastlagt, at fondsbørsbestyrelsen kan afslå en ansøgning om optagelse af et værdipapir, såfremt den skønner, at optagelsen på grund af udstederens forhold vil være i modstrid med investorernes interesser. Endelig fastslås det i stk. 3, at fondsbørsbestyrelsen kan stille enhver



særlig betingelse for et værdipapirs optagelse til officiel notering, såfremt det må anses for nødvendigt for at beskytte investorerne.

I de børsetiske regler er der i 1991 i § 10 indført en pligt for børsnoterede selskaber til at afgive erklæringer i forbindelse med emissioner og introduktioner.

I betingelsesbekendtgørelsens § 17 er der fastsat en forpligtelse for udstedere af børsnoterede værdipapirer til at meddele Fondsbørsen alle oplysninger, som denne finder hensigtsmæssige, samt at offentliggøre de oplysninger, som fondsbørsbestyrelsen kræver, i en form og inden for de tidsfrister, som fondsbørsbestyrelsen finder hensigtsmæssige.

Fondsbørsen skal sikre, at selskabernes meddelelser kommer til markedets kundskab hurtigst muligt i en form, der giver umiddelbart grundlag for at forstå og vurdere betydningen af den givne information.

Fondsbørsens *kontrollfunktion* består primært i at kontrollere, at de fornødne oplysninger indsendes til Fondsbørsen. For oplysninger, der skal afgives på bestemte tidspunkter, f.eks. halvårsrapporter og årsregnskaber, kontrollerer Fondsbørsen, at oplysningerne indkommer til tiden. Indkommer oplysningerne ikke til rette tid, rykker Fondsbørsen de pågældende selskaber og påtaler overtrædelsen. Samtidig orienteres markedet om, at pligtige oplysninger ikke er indsendt rettidigt.

For andre oplysninger, der kan antages at få betydning for kursdannelsen på et værdipapir, kontrollerer Fondsbørsen, om oplysninger, der fremkommer via andre kanaler, f.eks. dagspressen, er meddelt til Fondsbørsen. Fondsbørsen giver påtale i de tilfælde, hvor der er tale om væsentlige oplysninger, som ikke er meddelt markedet. I visse (grove) tilfælde offentliggøres påtalen.

I tilfælde, hvor der fra et selskabs side ikke er sket nogen form for offentliggørelse, men hvor det på grund af f.eks. avisomtale, rygter eller spørgsmål på en generalforsamling er naturligt at antage, at der burde være sket offentliggørelse efter fondsbørslovens § 19 eller de øvrige oplysningsforpligtelser, har Fondsbørsen mulighed for at kræve oplysninger fra selskabet, jf. fondsbørslovens § 13, stk. 2, og betingelsesbekendtgørelsens § 17, stk. 1.

Fondsbørsen kan endvidere anmode om en udtalelse fra et selskab, såfremt

der er formodning om fejl eller mangler i det fremsendte materiale. Udtalelsen kan efter omstændighederne forlanges offentliggjort, jf. bestemmelsen i fondsbørslovens § 1, nr. 3, om, at Fondsbørsen har til formål at drive et officielt informationssystem.

Fondsbørsen foretager dagligt en gennemgang af aviser og andre medier for at efterse, om de forhold, der omtales, er meddelt af de pågældende børsnoterede selskaber.

Efter Fondsbørsens praksis retter Fondsbørsen kun henvendelse til selskaber i de tilfælde, hvor der er en begrundet formodning om, at selskabet ikke har overholdt oplysningsforpligtelserne.

De oplysninger, som Fondsbørsen modtager fra selskaberne, *offentliggøres* af Fondsbørsen via en telefaxforbindelse til hvert børsrådgiverselskab samt til en række andre interessenter, heriblandt dagblade m.v.

Forud for offentliggørelsen gennemgår Fondsbørsen oplysningerne **bl.a.** for at sikre, at meddelelserne opfylder de formkrav, der stilles i oplysningsforpligtelserne. Det er selskabernes egne meddelelser, der videregives. men Fondsbørsen kan inden offentliggørelsen tage kontakt til selskaberne med henblik på at skabe klarhed over unøjagtigheder og at gøre meddelelserne forståelige, tydelige og fyldestgørende.

Når Fondsbørsen afgør, om de afgivne oplysninger skal uddybes, baserer den sig først og fremmest på en vurdering af, om de er fyldestgørende, logiske og sammenhængende. Det materiale, som selskabet indsender til offentliggørelse via Fondsbørsen, skal give et billede af selskabets situation, som er korrekt og fyldestgørende, og oplyse om alle væsentlige forhold, der kan have betydning for kursdannelsen.

Fondsbørsen har kun i begrænset omfang mulighed for at vurdere, om de oplysninger, der afgives, er korrekte, og Fondsbørsen foretager kun i begrænset omfang kontrol af de børsnoterede selskabers regnskaber. Den finder først og fremmest sted, hvis der konstateres åbenbare mangler i det fremsendte materiale, eller hvis revisorerne har gjort anmærkninger. Fondsbørsen foretager endvidere en efterfølgende kontrol, hvis markedsdeltagere eller pressen henleder Fondsbørsens opmærksomhed på fejl og mangler i det offentliggjorte materiale.

Fondsbørsen må basere sig på ledelsens oplysninger og på revisors erklæring i spørgsmålet, om regnskabet er retvisende og lever op til lovgivningens krav.

Fra 1991 er Fondsbørsen begyndt i begrænset omfang at analysere selskabernes regnskaber med henblik på at kontrollere, om de særlige krav, der stilles i oplysningsforpligtelserne, overholdes.

Det er imidlertid Fondsbørsens opfattelse, at det ikke er vanskeligt at få selskaberne til at leve op til oplysningsforpligtelserne. Overtrædelser beror hovedsagelig på misforståelser og manglende viden eller opmærksomhed hos de pågældende virksomheder om pligten til at orientere Københavns Fondsbørs.

Fondsbørsen kan indføre *børspause*, som hovedsageligt anvendes i forbindelse med udsendelse af meddelelser, der antages at indeholde kurspåvirkende informationer. Dette sikrer, at ingen børsmæglerselskaber kan handle det pågældende værdipapir på Fondsbørsens handelssystemer, før alle har modtaget oplysningen, eller mens man forhandler med selskabet om, hvilke oplysninger der skal gives. Børspausen udstrækker sig normalt ikke over mere end to dage, hvorefter værdipapiret om nødvendigt suspenderes.

Fondsbørsen indførte i 1990 en *observationsliste*, der er en særlig afdeling af den officielle kursliste, hvortil et selskab kan overføres, hvis det skønnes, at kursfastsættelsen af dets værdipapirer bør ske med en særlig agtpågivenhed. Der vil oftest være tale om, at det pågældende selskab befinder sig i en unormal situation, der gør kursfastsættelsen usikker. Overførsel finder normalt altid sted i forbindelse med, at større beslutninger, f.eks. om fusion, afventer generalforsamlingens godkendelse.

Endvidere kan observationslisten bruges i situationer, hvor en udsteder har undladt at give meddelelse til Fondsbørsen, eller hvor der i forbindelse med offentliggørelse af meddelelser er skabt usikkerhed om selskabet. Der kan nævnes tilfælde som majoritetsoverdragelser eller identitetsskifte.

Overførsel til observationslisten er ikke en sanktion over for selskaberne, men sker for at beskytte investorerne. Årsagen til overførslen angives i den trykte kursliste.

11990 blev 16 selskaber overført til observationslisten, og i 1991 har 29 selskaber været overført til listen.

### **3.1.2. Sanktioner**

Såfremt en udsteder ikke efterlever et påbud fra Fondsbørsen, oversendes sagen til Finanstilsynet, der kan træffe beslutning om oversendelse med anmeldelse til politiet. Den, der ikke efterlever et påbud om at give oplysninger i medfør af fondsbørsloven, kan i medfør af lovens § 44, stk. 3, straffes med bøde.

Fondsbørsen råder over følgende sanktionsmuligheder:

*Offentliggørelse af en påtale* for overtrædelse af fondsbørsloven eller bestemmelser udstedt i medfør heraf.

Hvis et selskab overtræder oplysningsforpligtelserne og undlader at give en krævet meddelelse eller kommer for sent med en periodisk meddelelse, vil Fondsbørsen typisk reagere ved at påtale dette over for selskabet. Normalt vil påtalen ikke blive offentliggjort. Dette er dog sket i tilfælde af grovere karakter. Fondsbørsen påtaler selskabers overtrædelse af oplysningsforpligtelserne en snes gange om året, og i enkelte tilfælde bliver disse påtaler offentliggjort.

*Suspension af et værdipapir fra notering* kan ske, hvis fondsbørsbestyrelsen finder, at selskabet ikke lever op til sine oplysningsforpligtelser. Suspension indebærer, at børsrådgiverselskaberne ikke uden Fondsbørsens tilladelse må handle de pågældende papirer. Derimod må pengeinstitutterne handle i det pågældende værdipapir, jf. betingelsesbekendtgørelsens § 28, fordi der er givet regler for Fondsbørsen og børsrådgiverne, men ikke for selve værdipapirhandelen. Afhængigt af omfanget er det dog et spørgsmål, hvorvidt en sådan aktivitet er i overensstemmelse med bank- og sparekasselovens § 1, stk. 6, om redelig forretningsskik og god pengeinstitutpraksis eller med markedsføringslovens § 1 om god markedsføringskik.

Fondsbørsens formål med at suspendere noteringen af et værdipapir er at henlede opmærksomheden på, at forholdene omkring udsteder er sådan, at kursfastsættelsen for det pågældende værdipapir er forbundet med meget stor usikkerhed. Derfor suspenderes kursnoteringen, d.v.s. at Fondsbørsen ikke mener at kunne tage ansvaret for kursdannelsen.

Forholdene omkring en suspension vil svare til forholdene for værdipapirer, der er overført til observationslisten, men med den forskel, at også børsmæglerselskaber på normal vis kan handle papirer på observationslisten.

Aktionærerne rammes også af en suspension, idet det i suspensionsperioden kan være vanskeligt at handle de pågældende værdipapirer.

I 1991 blev 20 selskaber suspenderet.

Suspension anvendes relativt sjældent som sanktionsmiddel i forbindelse med fremskaffelse af oplysninger. De seneste tilfælde er Hope Computer, Nordisk Fjer og Søvang. Trussel om suspension vil ofte være tilstrækkeligt til at opnå den tilsigtede virkning.

Suspension anvendes også i de tilfælde, hvor et børsnoteret selskab er i en forhandlingssituation, som kan give risiko for insider-handel. Suspensionen opretholdes, indtil den pågældende situation har fundet en afklaring, og offentligheden har fået meddelelse herom. Sådanne suspensioner sker for at beskytte selskabet og dets aktionærer mod spekulation i den pågældende situations udfald og sker ofte på begæring eller med accept af de pågældende selskaber selv. I dag overføres selskaberne i nogle tilfælde i stedet til den såkaldte observationsliste, jf. ovenfor i kapitel 3.1.1.

I særligt grove tilfælde kan et selskabs værdipapirer helt *slettes af kurslisten*, jf. betingelsesbekendtgørelsens § 29. Dette anses for at være en meget alvorlig sanktion. Den er kun anvendt én gang, i 1991. Eksemplet viser samtidig, hvorledes sanktioner kan optræppe i en given sag.

I den pågældende sag havde A/S Søvang gentagne gange indenfor en kortere periode undladt at afgive de oplysninger, som Fondsbørsen havde anmodet om. Selskabet blev i efteråret 1990 overført til observationslisten, da den ordinære generalforsamling ikke blev afholdt inden for fristen i aktieselskabsloven, og da der var sket en majoritetsoverdragelse. Samtidig meddeltes det, at revisorerne var blevet afsat, og at en finansiel formidler, der tidligere havde indsendt prospektudkast til en kapitaludvidelse, ikke længere havde aftale med selskabet om at forestå en kapitaludvidelse. Fondsbørsen rykkede for modtagelse af regnskabsmeddelelser og trykt årsregnskab, da fristen var udløbet. Da det ikke lykkedes at komme i forbindelse med selskabet,

blev det suspenderet. Fondsbørsen anmodede efterfølgende selskabet om kommentarer til revisionspåtegningen, men fik et utilstrækkeligt svar. Herefter foregik der en større korrespondance mellem Fondsbørsen og selskabet, og i begyndelsen af 1991 anmodede Fondsbørsen Finanstilsynet om at pålægge selskabet tvangsbøder, indtil oplysningerne fremkom. Tilsynet pålagde selskabet at give de ønskede oplysninger, idet der ellers ville blive pålagt tvangsbøder. I perioden derefter korresponderedes der igen med selskabet, og Fondsbørsen stillede konkrete spørgsmål, som selskabet ikke besvarede tilfredsstillende. I slutningen af februar 1991 kom der en halvårsmeddelelse fra selskabet, som heller ikke var informationsmæssigt tilfredsstillende, hvorefter Fondsbørsen anmodede om en komplettering heraf. Selskabet anmodede til gengæld om, at suspensionen blev ophævet. medio marts 1991 forlangte Fondsbørsen, at de manglende informationer blev givet inden 14 dage, idet man ellers ville indstille til fondsbørsbestyrelsen, at selskabet blev slettet af noteringen. Kort tid derefter fratrådte selskabets bestyrelsesformand med øjeblikkelig virkning. Selskabet blev slettet fra og med den 6. maj 1991.

Sagen illustrerer, at sletning først bliver taget i anvendelse som sanktion, når oplysningsforpligtelserne gentagne gange er blevet overtrådt, og Fondsbørsen flere gange forgæves har anmodet det pågældende selskab om yderligere oplysninger.

Der kan næppe tænkes mange andre situationer, hvor man vil slette et selskab mod dets vilje, end hvis det groft og gentagne gange overtræder oplysningsforpligtelserne .

Sletning kan komme på tale i tilfælde, hvor et selskab skifter identitet i forbindelse med en overdragelse af aktiemajoriteten i selskabet, d. v.s. "børsnotering ad bagvejen". Dette vil dog ikke være en egentlig sanktion.

Beslutninger om sletning skal træffes af fondsbørsbestyrelsen, jf. **fondsbørslovens § 18**.

Udover disse sanktioner kan Fondsbørsen videresende sagen til Finanstilsynet.

Fondsbørsens afgørelser om sanktioner kan i øvrigt *indbringes for* til Finans-

tilsynet, jf. fondsbørslovens § 43, stk. 1. Afgørelser truffet af Finanstilsynet kan ikke indbringes for anden administrativ myndighed bortset fra retlige spørgsmål, der kan indbringes for Industriministeriets Erhvervsankenævn.

### 3.2. Udvalgets vurderinger

Et offentligt værdipapirmarked fordrer, at det offentlige sørger for gode retlige rammer, for kontrol af reglernes overholdelse og i fornødent omfang for at håndhæve reglerne. Det er nødvendigt af hensyn til de mange investorer i børsnoterede selskaber og dermed også af hensyn til tilliden til markedet.

Kontrolbehovet skal vurderes i lyset af, at der i Danmark ikke er børspligt, d.v.s. at der ikke er pligt til, at en handel mellem to investorer skal ske via Fondsbørsen. Fondsbørsen kan således kun fungere som markedsplads, hvis der er tillid til, at den vel er reguleret og kontrolleret, men ikke overreguleret og overkontrolleret.

Denne problemstilling aktualiseres yderligere af den internationale liberalisering af kapital- og børsmarkederne. Fondsbørsen er således ikke det eneste marked, danske selskaber kan benytte, når de skal hente ny aktiekapital. Tilsvarende har investorerne adgang til udenlandske markeder, selv om en række institutionelle investorers adgang til at investere i værdipapirer i fremmed mønt er begrænset.

Udvalget finder, at reglerne bør udformes således,

- at de fastlægger en høj standard,
- at det er muligt for udstederne og børsrådgivningsinstitutionerne (samt pengeinstitutterne) selv at forstå og efterleve dem, og
- at der findes et rimeligt kontrolnet, der kan virke præventivt ved at gennemtvinge korrigerende oplysninger og sørge for, at sanktionssystemet aktiveres.

Det samlede kontrolsystem bør sikre,

- at regnskaberne er forståelige og sammenhængende og fremtræder formelt korrekte,
- at regnskabsoplysninger indsendes til tiden til Københavns Fondsbørs, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen og tillige Finanstilsynet for så vidt angår de finansielle institutter,

- at der i virksomhederne er rutiner og indarbejdet praksis til at opfylde de børns- og selskabsretlige regler,
- at især grove eller forsætlige brud på oplysningsforpligtelserne rimeligt hurtigt og effektivt opdages og forfølges.

Den samlede regulering bør endvidere fastlægge pligter for både udstedere, investorer, Fondsbørsen og mellemmand (børsmæglerselskaber og pengeinstitutter).

I overensstemmelse med sit kommissorium har udvalget dog primært koncentreret sig om udstedernes forpligtelser og Fondsbørsens kontrolopgaver. Erhvervs- og Selskabsstyrelsens og Finanstilsynets kontrolopgaver behandles i kapitel 6.

De oplysninger, udvalget råder over, synes at vise, at oplysningsforpligtelserne i det alt væsentlige overholdes af udstederne.

Fondsbørsen har over for udvalget oplyst, at manglende opfyldelse af oplysningsforpligtelserne oftest skyldes manglende omhu og grundighed og ikke forsætlige overtrædelser.

Det er efter udvalgets opfattelse vigtigt, at de børns- og selskabsretlige regler og kontrollen heraf udformes således, at der lægges vægt på præventive foranstaltninger frem for sanktioner. men også ved sanktionsvalget er det vigtigt at holde sig det præventive aspekt for øje. Udvalget har derfor tillige overvejet, hvorledes sanktionerne kan medvirke til en bedre overholdelse af oplysningsforpligtelserne.

Udvalget har overvejet følgende stramninger af kontrol- og sanktionsmuligheder:

1. Revision af halvårsrapporter.
2. En nøjere gennemgang hos Københavns Fondsbørs af oplysninger om de børnsnoterede selskaber.
3. En videre anvendelse af sanktionssystemet.
4. En udvidelse af sanktionsmulighederne.
5. Indførelse af egnetheds- og hæderlighedsvurderinger.



### **3.2.1. Revision af halvårsrapporter**

Revision af årsregnskaber indebærer en kontrol af, om regnskaberne er retvisende og tilstrækkelige til at give et korrekt billede af et selskabs økonomiske stilling. Udvalget har overvejet, om tegn på overtrædelser af regnskabsreglerne kan konstateres på et tidligere tidspunkt, såfremt halvårsrapporter underkastes obligatorisk revision.

Industriministeriets styregruppe vedrørende børsreformen (1985) var af den opfattelse, at en skærpelse af kravene i forbindelse med halvårsrapporterne vil virke både fordyrende og forsinkende. På den baggrund fandt styregruppen, at det ikke på daværende tidspunkt ville være hensigtsmæssigt at skærpe reglerne for halvårsrapporterne.

Det skal endvidere tilføjes, at der ikke i andre EF-lande er krav om revision af halvårsrapporter.

Det er udvalgets opfattelse, at de få alvorlige overtrædelser af regnskabsforpligtelserne, der har kunnet konstateres, alle har strakt sig over så lang en periode, at revision af halvårlige regnskabsmeddelelser næppe ville have kunnet forhindre dette.

Udvalget er enig i, at et krav om revision af halvårlige regnskabsmeddelelser vil forsinke og fordyre dem. Halvårsrapporter skal offentliggøres inden to måneder efter udløbet af den pågældende seks-måneders periode, og udvalget finder denne frist vigtigere end et revisionskrav.

### **3.2.2. Nøjere gennemgang hos Københavns Fondsbørs af oplysninger fra de børsnoterede selskaber**

Udvalget har drøftet, hvorvidt Fondsbørsen bør foretage en mere omfattende gennemgang af de oplysninger (årsregnskaber, halvårsrapporter og oplysninger i medfør af fondsbørslovens § 19), som udstederne indsender til Fondsbørsen.

Udvalget vil fremhæve, at ansvaret for, at de pligtige oplysninger om udstederne fremkommer rettidigt til offentligheden, ligger hos de pågældende selskabers ledelse, d.v.s. bestyrelse og direktion.

Det er vigtigt, at man også for så vidt angår rigtigheden af de afgivne oplysninger fastholder, at ansvaret påhviler ledelsen og eventuelt revisor.

Fondsbørsens opgave kan i forhold hertil kun være en supplerende kontrol af, at selskabernes ledelser lever op til oplysningsforpligtelserne, og i øvrigt at videregive de af oplysningerne, der er beregnet for offentligheden.

En vurdering af, hvorledes Fondsbørsen mest hensigtsmæssigt bør opfylde sine kontrolopgaver, må bero på dels en afvejning mellem kontrolniveauet og omkostningerne herved, dels en sondring mellem de enkelte former for oplysninger.

Der er i øjeblikket 275 børsnoterede selskaber, hvoraf dog en del er under tilsyn af Finanstilsynet. En dyberegående efterprøvning hos Fondsbørsen af alle de oplysninger, der afgives af de øvrige selskaber, vil være yderst ressourcekrævende, og udbyttet ved efterprøvningen kan ikke anses at stå i rimeligt forhold hertil.

For så vidt angår *årsregnskaber* kontrollerer Fondsbørsen, om disse indsendes til tiden og i begrænset omfang, om indholdet af selskabernes årsregnskaber lever op til de særlige krav, der stilles i oplysningsforpligtelserne.

Forinden offentliggørelse er årsregnskaberne underkastet revision, og efterfølgende er de desuden almindeligvis genstand for særlig opmærksomhed og analyse i offentligheden.

Hvis Fondsbørsen påbegynder en nøjere gennemgang af rigtigheden af de afgivne oplysninger i årsregnskaberne, er der efter udvalgets opfattelse risiko for, at der opstår uklarhed omkring ansvarsfordelingen - ikke mindst i de sager, hvor det går galt. Dette vil efter udvalgets opfattelse være i strid med den rolle, Fondsbørsen spiller - og rettelig bør spille - på *værdipapir*-markedet.

Udvalget finder det derfor ikke påkrævet, at Fondsbørsen udvider sin kontrol med selskabernes årsregnskaber.

Udvalget foreslår dog, at Fondsbørsen i et vist omfang anvender sin beføjelse til at rette henvendelse til selskabernes revisorer, såfremt der er en særligt begrundet formodning om, at de afgivne oplysninger er ukorrekte eller utilstrækkelige.

med hensyn til *halvårsrapporter og oplysninger i medfør affondsbør slovens §*

19 kontrollerer Fondsbørsen, om halvårsrapporterne indkommer til tiden, og om oplysninger, der fremkommer via andre kanaler, er meddelt til Fondsbørsen.

Halvårsrapporter og oplysninger i medfør af § 19 er ikke genstand for revision.

Udvalget har overvejet, om der bør indføres en mere systematiseret kontrol med overholdelsen af disse oplysningsforpligtelser.

Fondsbørsen har over for udvalget oplyst, at oplysningsforpligtelserne overholdes i meget høj grad. En øget kontrol hos Fondsbørsen af halvårsrapporter og oplysninger i medfør af fondsbørslovens § 19 vil derfor kun kunne give en marginal forbedring af overholdelsen af oplysningsforpligtelserne.

De ressourcer, der ville være nødvendige til den øgede kontrol, vil efter udvalgets mening næppe stå mål med den opnåede positive effekt. Udvalget finder ikke behov for en systematiseret stikprøvekontrol af større omfang end den, der udføres i dag. Udvalget vil desuden påpege, at Fondsbørsen allerede inden for de givne rammer kan og bør foretage en særlig kontrol i de tilfælde, hvor oplysningsforpligtelserne ikke overholdes, eller hvor der er mistanke herom. Kombineret med en gennemgang af og en reaktion på de oplysninger, som Fondsbørsen er blevet bekendt med via avisomtale, spørgsmål fra generalforsamlingen eller henvendelser fra aktionærer og andre vil dette efter udvalgets opfattelse være tilstrækkeligt til at sikre, at selskaberne har det fornødne incitament til at opfylde oplysningsforpligtelserne.

### **3.2.3. Videre anvendelse af sanktionssystemet**

Det er efter udvalgets opfattelse vigtigt, at sanktionssystemet bruges således, at det rettes mest muligt mod dem, der er årsag til den påtalte adfærd. Derfor bør man kun bruge suspension og sletning af kurslisten, når det er nødvendigt for at beskytte investorer eller værdipapirmarkedet. Det skyldes, at suspension og sletning også straffer aktionærerne. Disse vil have meget vanskeligt ved at afhænde aktier i selskaber, der er suspenderet eller slettet fra notering. Argumentet om, at aktionærerne derved får tilskyndelse til at afsætte ledelsen, svarer næppe altid til virkelighedens forhold.

Udvalget finder, at man ved valget af sanktioner må tilstræbe at opnå den

størst mulige generalpræventive effekt. Dette gør sig navnlig gældende ved overtrædelse af oplysningsforpligtelserne.

Det primære sanktionsmiddel ved overtrædelse af oplysningsforpligtelserne bør således være en påtale. Af samme grund anbefaler udvalget, at Fondsbørsen i højere grad, end tilfældet hidtil har været, bør offentliggøre påtalerne.

Som eksempel kan nævnes, at overtrædelser af tidsfrister for indsendelse af regnskaber m.v. bør offentliggøres, da en offentliggørelse har en klar præventiv effekt.

Er der tale om selskaber, der gentagne gange eller groft overtræder oplysningsforpligtelserne eller undlader at efterkomme Fondsbørsens henstillinger og anmodninger, bør de øvrige sanktionsmuligheder, som findes i fondsbørsloven, bringes i anvendelse. Udvalget anbefaler, at der i sådanne situationer skrives hurtigere ind over for det pågældende selskab, ligesom udvalget anbefaler, at tvangsbøder pålagt af Finanstilsynet anvendes som det primære alternativ til en påtale.

#### 3.2.4. Udvidelse af de administrative sanktionsmuligheder

Fondsbørsen råder idag over et forholdsvis bredt spektrum af sanktionsmuligheder, der ikke pålægges ved dom, jf. kapitel 3.1.1.

Som nævnt i kapitel 3.2.3. kan der være tilfælde, hvor det er hensigtsmæssigt at bruge tvangsbøder. Brug af tvangsbøder forudsætter, at Finanstilsynet eller Erhvervs- og Selskabsstyrelsen inddrages i sagen.

Udvalget har overvejet, om der bør være mulighed for, at Fondsbørsen kan pålægge et selskab at betale et gebyr, når selskabet ikke opfylder visse af de krav, Fondsbørsen stiller. Fordelen ved sådanne gebyrer er, at Fondsbørsen kan reagere hurtigere, blandt andet fordi de kan opkræves, så snart de fastsatte pligter ikke er efterkommet.

I Norge har Børsstyret på Oslo Børs mulighed for at pålægge selskaber et overtrædelsesgebyr for brud på informationspligten. I en nylig sag vedtog Børsstyret således et overtrædelsesgebyr på fem gange den årlige kursnoteringsafgift. Afgørelsen, der angik vildledende og mangelfulde oplysninger i et prospekt, kan påklages til Børsklagenemnden.

Udvalgets flertal finder, at Fondsbørsen ikke bør have adgang til at opkræve gebyrer. Flertallet finder, at det primære sanktionsmiddel bør være en påtale og eventuelt offentliggørelse eller en kombination heraf, og at overtrædelsernes antal og omfang er så begrænset, at der ikke er noget behov for samtidig med en påtale at opkræve et gebyr. I de tilfælde, hvor der er behov for økonomiske sanktioner, vil det eksisterende tvangsbødesystem kunne anvendes. Flertallet forudser derfor, at overtrædelsernes antal ikke vil blive formindsket som følge af indførelsen af såkaldte gebyrer.

Det er endvidere flertallets opfattelse, at gebyrerne i realiteten er en bøde, hvorfor der bør være visse retssikkerhedsgarantier ved brugen af sådanne sanktioner. Uanset om man betegner sanktionen som en bøde eller et gebyr, bør det være en offentlig myndighed, der træffer afgørelse om anvendelse af bødesanktioner.

Et *mindretal* (Erik Adolphsen, Jeppe Christiansen, C. Boye Jacobsen, marianne Knudsen, Gitte Krogh, J. Kr. Lomholt og Ib Sletting) finder, at Fondsbørsen i visse situationer bør have mulighed for at opkræve gebyrer. mindretallet er enig i, at offentliggjorte påtaler bør være det primære sanktionsmiddel. mindretallet finder dog, at der bl.a. af præventive grunde kan være behov for at kombinere en påtale med et gebyr. Som eksempel kan nævnes, at et selskab - på grund af sløseri eller manglende administrative rutiner -ikke indsender regnskaber, halvårsrapporter eller andre oplysninger inden for de fastsatte frister. Gebyret har således den fordel i forhold til tvangsbøder, at det kan opkræves umiddelbart efter, at den manglende overholdelse af reglerne er konstateret. Det forhold, at man udstyrer Fondsbørsen med to kumulative sanktionsmidier, vil alt andet lige forbedre Fondsbørsens mulighed for at sikre reglernes overholdelse.

mindretallet deler ikke de af flertallet fremførte betænkeligheder ved at lade Fondsbørsen anvende økonomiske sanktioner. Brugen af økonomiske sanktioner på objektivi grundlag bliver stadig mere almindelig, og de betænkeligheder, der kan fremføres ved at lade Fondsbørsen anvende gebyrer, kan med samme styrke fremføres over for Fondsbørsens offentliggørelse af en påtale, der i visse situationer kan have større indirekte økonomisk skadevirkning for selskabet og dets aktionærer end det gebyr, der måtte blive opkrævet.

Udvalget har endvidere overvejet, hvorvidt den personkreds, der kan pålægges tvangsbøder efter fondsbørslovens § 45, bør udvides til at omfatte alle, der er pålagt pligter efter fondsbørsloven eller de af Fondsbørsen udstedte regler. Således som bestemmelsen er udformet i dag, er det f.eks. ikke muligt at sanktionere aktionærens overtrædelser af de børsetiske regler, f.eks. hvis aktionæren ikke efterkommer reglerne om anmeldelse af aktionæroverenskomst.

Udvalget finder, at der også bør være mulighed for at sanktionere sådanne former for overtrædelse af Fondsbørsens regler, hvorfor udvalget anbefaler, at fondsbørslovens § 45 tillige kommer til at gælde for aktionærer. Tilsvarende bør fondsbørslovens § 46 ændres, således at Finanstilsynet får adgang til at pålægge aktionærer at opfylde deres pligter efter Fondsbørsens regler.

*Et mindretal (J. Kr. Lomholt og Birthe Werner) finder, at der bør tillægges Finanstilsynet øget mulighed for at pålægge et selskab større økonomiske sanktioner for bevidst, gentagen og grov overtrædelse af oplysningsforpligtelserne.*

### **3.2.5. Indførelse af egnetheds- og hæderlighedskriterium**

De fleste af de senere års finansskandaler, der ofte har strakt sig over længere tidsrum, har vist sig at være resultatet af manglende hæderlighed og dygtighed hos selskabernes ledelser.

Udvalget har på denne baggrund overvejet, om der bør indføres en mulighed for, at et bestyrelsesmedlem, en direktør eller en revisor, der ikke lever op til de krav til hæderlighed og/eller dygtighed, som må stilles til den pågældende virksomhed, kan udelukkes fra at udføre de pågældende funktioner i børsnoterede selskaber.

En sådan hjemmel findes allerede over for pengeinstitutter, jf. bank- og sparekasselovens § 43, stk. 1. Finanstilsynet kan inddrage et pengeinstituts tilladelse, såfremt et medlem af bestyrelsen eller direktionen ikke opfylder nærmere angivne betingelser, herunder hvis vedkommende har udvist en sådan adfærd, at der er grund til at antage, at den pågældende ikke vil varetage stillingen eller hvervet på forsvarlig måde.

Efter forslagene til 3. skades- og 3. livsforsikringsdirektiv vil tilsvarende regler komme til at gælde over for forsikringsselskaber.

Efter bank- og sparekasselovens § 34, stk. 6, og lov om forsikringsvirksomhed § 182, stk. 3, kan Finanstilsynet afskedige en revisor i et pengeinstitut, såfremt revisoren findes åbenbart uegnet til sit hverv. Efter Erhvervsankenævnets praksis kan tilsynet dog ikke generelt afskedige en revisor for alle de finansielle virksomheder, som den pågældende er revisor for.

For børsmæglerselskaber gælder det, at Finanstilsynet blandt andet kan tilbagekalde selskabets tilladelse, såfremt selskabets direktion eller bestyrelse skønnes ikke at udøve stillingen eller hvervet på forsvarlig måde, jf. fondsbør slovens § 32, stk. 1.

Udvalget finder, at de nævnte regler for pengeinstitutter og børsmæglerselskaber, der er under tilsyn, ikke umiddelbart kan overføres til andre grupper af erhvervsvirksomheder. Det drejer sig om regler, der både med hensyn til procedure og indhold går længere end de almindelige regler i straffelovens §§ 78 og 79.

Det er en forudsætning for en meningsfuld anvendelse af et egnethedskriterium, at myndighederne har et indgående kendskab til ledelsen i selskabet og til selskabets drift, og at visse retssikkerhedsgarantier iagttages. Uden et sådant kendskab må det efter udvalgets skøn frygtes, at eventuelle afgørelser om egnethed vil blive truffet i bagklogskabens lys og således først blive truffet, når det er for sent.

Udvalget finder, at det hverken er ønskeligt eller ressourcemæssigt forsvarligt at gennemføre en så indgående kontrol med medlemmerne af de børsnoterede selskabers ledelser, som et generelt egnethedskriterium forudsætter.

For revisorer bør løsningen søges i en skærpelse af reglerne for disse, jf. nedenfor i kapitel 5.





## Kapitel 4: Aktionærernes ret til oplysninger

Aktionærerne i et selskab har som ejere ret til at kontrollere, om selskabets ledelse varetager deres interesser. Dette forudsætter, at de råder over relevant information, som i øvrigt samtidig skal tilgå værdipapirmarkedets øvrige deltagere.

### 4.1. Gældende ret og praksis

Aktionærernes indflydelse udøves på generalforsamlingen, der er et selskabs øverste myndighed, jf. aktieselskabslovens § 65, stk. 1. For børsnoterede selskaber gælder den særlige bestemmelse, at generalforsamlingen er åben for pressen, jf. betingelsesbekendtgørelsens § 5, stk. 1, nr. 2.

Generalforsamlingen kan træffe afgørelse om ethvert spørgsmål i overensstemmelse med aktieselskabsloven og det pågældende selskabs vedtægter. Generalforsamlingen eller et af generalforsamlingen valgt repræsentantskab vælger bestyrelsen og revisionen og godkender selskabets årsregnskab. Generalforsamlingen vedtager desuden eventuelle ændringer af selskabets vedtægter. Aktionærerne kan kræve ekstraordinær generalforsamling.

Aktionærer med en betydelig stemmeandel vil have større indflydelse end mindretalsaktionærer ved besættelsen af bestyrelsesposter og valg af revision. Ofte har småaktionærer reelt ingen indflydelse på valg af bestyrelse m.v. I Danmark er det en udbredt praksis, at et selskab kun lader en del af sine aktier cirkulere på markedet, mens en større eller mindre del holdes af en snæver kreds af investorer, f.eks. erhvervsdrivende fonde eller holdingselskaber. I de fleste tilfælde er dette formaliseret ved opdeling i A-aktier og stemmesvage B-aktier. Opdelingen i flere aktieklasser overvejes for tiden både i Industriministeriets Selskabsretspanel og i Rådets arbejdsgruppe om 5. selskabsdirektiv.

Stor-aktionærer har desuden større muligheder for uformelle kontakter til bestyrelsen og direktionen mellem generalforsamlingerne end småaktionærer.

Der eksisterer imidlertid visse beskyttelsesregler, der skal give aktionærerne mulighed for at få bedre indsigt i deres selskab.

#### 4.1.1. Spørgsmålsret

Bestyrelsen og direktionen skal, når det forlanges af en aktionær, og det efter bestyrelsens skøn kan ske uden væsentlig skade for selskabet, meddele op-

lysninger på generalforsamlingen om alle forhold, som er af betydning for bedømmelsen af årsregnskabet, årsberetningen samt et eventuelt koncernregnskab og selskabets stilling i øvrigt eller for bedømmelsen af spørgsmål, hvorom beslutning skal træffes på generalforsamlingen, § 76, stk. 1.

Det er dog ikke alle oplysninger, der er tilgængelige på generalforsamlingen, jf. i øvrigt kapitel 2.1. Den hyppige anvendelse af undtagelsen 'til skade for selskabet' kan give anledning til at antage, at undtagelsen i visse situationer bruges som en undskyldning for ikke at ville udtale sig eller for ikke at give et fyldestgørende svar.

Ifølge årsregnskabslovens § 61 k, stk. 2, skal revisor på generalforsamlingen besvare spørgsmål om de regnskaber m.v., som påtegnes af revisor og som behandles på den pågældende generalforsamling.

#### **4.1.2. mindretalsrevisorer**

mindretalsaktionærer kan kræve en ekstra revisor valgt. Når aktionærer, der ejer mindst 10 pct. af aktiekapitalen, på en generalforsamling, hvor valg af revisor er på dagsordenen, stemmer derfor, skal bestyrelsen opfordre Erhvervs- og Selskabsstyrelsen til at udnævne en revisor til sammen med den eller de øvrige revisorer at deltage i revisionen for tiden til og med næste ordinære generalforsamling, årsregnskabslovens § 61 a, stk. 2.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har over for udvalget oplyst, at den modtager ca. 10 sådanne anmodninger årligt. Ingen af disse omfatter børsnoterede selskaber.

Det forholdsvis beskedne omfang, hvori muligheden for mindretalsrevisorer anvendes, skal næppe tages som et udtryk for, at den ikke har sin berettigelse. Den blotte eksistens af muligheden giver formentlig ofte mindretalsaktionæerne en vis forhandlingsposition i forhold til flertalsaktionæerne.

#### **4.1.3. Granskning m.v.**

I aktieselskabslovens § 95 er der givet adgang for aktionærer til på en generalforsamling, hvor emnet er sat på dagsordenen, at fremsætte forslag om ekstraordinær granskning af et selskabs stiftelse eller nærmere angivne forhold vedrørende selskabets forvaltning eller af visse regnskaber.

Hvis forslaget vedtages med simpel stemmeflerhed, vælger generalforsamlingen en eller flere granskningsmænd.

Hvis forslaget ikke vedtages, men opnår tilslutning fra aktionærer med 25 pct. af aktiekapitalen, kan en aktionær senest en måned efter generalforsamlingens afholdelse anmode skifteretten på selskabets hjemsted om at udnævne granskningsmænd, jf. aktieselskabslovens § 95, stk. 2. Skifteretten skal give selskabets ledelse og revisor og i givet fald den, hvis forhold anmodningen omfatter, adgang til at udtale sig, før den træffer sin afgørelse.

#### **4.2. Udvalgets vurderinger**

Spørgsmålet om minoritetsbeskyttelse behandles primært i Industriministeriets Selskabsretspanel.

Udvalget finder dog anledning til at fremkomme med nogle enkelte betragtninger for så vidt angår de børsnoterede selskaber og mindretalsaktionærernes rettigheder i disse selskaber.

Udvalget har herunder overvejet, hvorvidt en styrkelse af aktionærernes kontrolmuligheder vil medføre et generelt højere informationsniveau omkring de børsnoterede selskaber, og om der kan foreslås ændringer i regelsættet omkring aktionærernes rettigheder.

Udvalget ønsker at understrege, at det primært er aktionærerne selv, der via bestemmelserne om mindretalsbeskyttelsen i aktieselskabsloven skal sikre deres interesser i selskaberne.

Udvalget er opmærksom på, at der altid må foretages en afvejning. På den ene side står hensynet til virksomhedernes behov dels for at beskytte forretningshemmeligheder dels for at hindre, at små grupper kan iværksætte kostbare aktioner på selskabets regning. På den anden side står behovet for, at aktionærerne, der som ejere bør kunne disponere over selskabet, også faktisk har de beføjelser, der må tilkomme dem som ejere, og som er nødvendige for, at de kan varetage og beskytte deres rettigheder. Netop derfor er spørgsmålet om procentgrænser ofte omtvistet.

Udvalget påpeger, at man i Danmark som i de øvrige nordiske lande har et særligt middel til at beskytte aktionærerne i den såkaldte *generalklausul*. Aktieselskabsloven indeholder i §§ 63 og 80 et forbud mod, at generalforsam-

lingen træffer beslutninger, og at bestyrelsen og direktionen udfører beslutninger, der er åbenbart egnede til at skaffe visse aktionærer eller andre en utilbørlig fordel på andre aktionærers eller selskabets bekostning.

Generalklausulerne har navnlig betydning, fordi de fastlægger et generelt krav til selskabsorganernes adfærd, der kan tilpasses forskellige selskabers og forskellige tiders behov. Ikke mindst i koncerner kan de have betydning. Ulempen er imidlertid, at håndhævelse i vanskelige sager oftest indebærer en retssag, hvor sagsøgerne, det vil sige mindretallet, bevismæssigt kan have betydelige vanskeligheder.

Aktionærerne udnytter generelt mindretalsbeføjelserne i ringe udstrækning. Dette er efter udvalgets opfattelse udtryk for, at aktionærerne enten er tilfredse med den måde, hvorpå de pågældende selskaber drives, eller at aktionærerne resignerer eller af forskellige årsager ikke ønsker eller overkommer at anvende de nævnte beføjelser. Det er således nærliggende at antage, at en utilfreds aktionær ofte vælger at afhænde sine aktier.

I den forbindelse må det også påpeges, at der ikke i Danmark er tradition for foreninger af aktieejere som f.eks. i Tyskland. Såvel i konkrete sager som i mere generelle/principielle spørgsmål har mindretalsaktionærerne derfor haft vanskeligt ved at gøre deres synspunkter gældende.

En vis ændring heri er der dog sket i de senere år via en ændret holdning hos de organisationer m.v., der repræsenterer de institutionelle investorer.

Udvalget har med baggrund i disse overvejelser drøftet følgende former for mindretalsbeskyttelse i børsnoterede selskaber:

1. Spørgsmålsretten.
2. mindretalsrevisorer.
3. Granskningsadgangen.

I forbindelse hermed har udvalget overvejet, om offentlige myndigheder bør have øget adgang til at foretage kontrol i form af granskning m.v. i de børsnoterede selskaber, jf. kapitel 6.2.

Derimod har udvalget ikke overvejet bevisbyrdeproblemer. Der henvises herom til udvalgets betænkning nr. 1216/1991, s. 70 ff.

#### 4.2.1. Spørgsmålsretten

Der vil altid være et stort element af skøn i vurderingen af, om udbredelse af en oplysning er "til væsentlig skade for et selskab".

Det er derfor i praksis umuligt for en aktionær på en generalforsamling at gennemtvinge sin spørgsmålsret, hvis ledelsen/dirigenten ikke vil acceptere spørgsmålet som værende omfattet af aktieselskabslovens § 76.

Tilsvarende gælder, hvis der gives mere eller mindre uklare svar på spørgsmål under generalforsamlingen.

Det er derfor udvalgets opfattelse, at en udvidelse af spørgsmålsadgangen næppe vil få et reelt indhold, medmindre udvidelsen bliver så stor, at den også omfatter tilfælde, hvor selskabet kan lide skade derved.

Udvalget har overvejet, hvorvidt Fondsbørsen bør orienteres om de spørgsmål, der stilles på generalforsamlingen, men som ledelsen af hensyn til selskabet ikke kan besvare eller besvare fyldestgørende. Herved ville Fondsbørsen få mulighed for at følge med i, hvad der passerer. Udvalget finder dog, at en sådan regel ikke er særlig hensigtsmæssig.

Udvalget påpeger, at ifølge den første udgave af Fondsbørsens oplysningsforpligtelser var det pålagt børsnoterede selskaber at indsende et referat af, hvad der var sket på generalforsamlingen, til Fondsbørsen. Det viste sig, at disse referater var meget omfangsrige, og fondsbørsbestyrelsen har derfor ændret bestemmelsen, således at selskaberne nu skal offentliggøre en meddelelse om forløbet af generalforsamlingen. meddelelsen skal indeholde oplysninger om trufne beslutninger samt eventuelle ikke tidligere offentliggjorte oplysninger om selskabet, der er meddelt på generalforsamlingen. Hvis ledelsen svarer på et spørgsmål og herunder giver oplysninger, som ikke tidligere har været offentliggjort, skal dette straks meddeles Fondsbørsen. Udvalget finder, at denne regel er tilstrækkelig til at sikre, at Fondsbørsen og offentligheden har kendskab til, hvad der er passeret på generalforsamlingen.

Udvalget finder, at der ej heller er behov for at kræve, at et selskab over for Fondsbørsen af egen drift skal angive årsagen til, at selskabets ledelse ikke ønsker at besvare et spørgsmål på en generalforsamling.

#### **4.2.2. mindretalsrevisorer**

Udvalget har overvejet, om den nuværende procentgrænse på 10 pct. af aktiekapitalen er rimelig, eller om den bør nedsættes.

Udvalget finder principielt, at en ændring af 10 procentgrænsen er et selskabsretligt spørgsmål, som henhører under Selskabsretspanelet.

Udvalget kan dog ikke anbefale en udvidelse af adgangen til at kræve mindretalsrevisorer. For det første skal børsnoterede selskaber have to revisorer, hvoraf den ene skal være statsautoriseret, jf. årsregnskabslovens § 61 c, stk. 1. Det må formodes, at denne bestemmelse sikrer en bedre kvalitet i revisionen af de børsnoterede selskaber. Bestemmelsen formindsker således i sig selv behovet for en mindretalsrevisor. For det andet er det udvalgets vurdering, at en udvidet adgang til mindretalsrevision ofte vil føre til situationer, hvor omkostningerne for selskaberne ikke vil stå mål med den beskyttelse af mindretalsaktionærerne, der kunne opnås.

#### **4.2.3. Aktionærernes granskningsadgang**

Granskningsadgangen blev i 1969 foreslået af det af Handelsministeriet nedsatte udvalg om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning. Dette udvalg foreslog, at forslaget om en ekstraordinær granskning skulle have tilslutning fra aktionærer, som repræsenterer 10 pct. af aktiekapitalen.

Forslaget havde direkte forbillede i den norske aktieselskabslovs bestemmelser herom, selv om tilsvarende ordninger eksisterer i anden europæisk lovgivning.

Der blev ikke argumenteret særskilt for grænsen på 10 pct., idet denne grænse i forvejen var gældende i andre landes regler herom, og da den samme grænse gjaldt for krav om mindretalsrevisorer.

I forslaget til aktieselskabsloven i 1973 var der ligeledes anvendt en grænse på 10 pct. Denne grænse blev dog af Folketingets Erhvervsudvalg øget til 25 pct., da 10 procentgrænsen efter udvalgets mening var for omfattende, når der henses til den skade, der kan forvoldes selskabet ved, at en lille minoritet i spekulationsøjemed kræver granskning.

Granskningsadgangen anvendes særdeles sjældent, og udvalget bekendt er granskning aldrig blevet anvendt over for et børsnoteret selskab.

Udvalget har på denne baggrund overvejet, om aktionærernes granskningsadgang i aktieselskabslovens § 95 burde udvides.

Et krav om granskning anses almindeligvis at være et forholdsvis drastisk skridt, der kan føre til betydelig offentlig omtale af selskabet og dets forhold.

Dette er den primære årsag til, at der dels kræves 25 pct. af aktiekapitalen til at kræve granskning, dels at skifteretten skal finde granskningen påkrævet, hvis granskningen ikke vedtages på generalforsamlingen.

I børsnoterede selskaber er 25 pct. normalt en stor andel af den samlede aktiekapital. Grænsen kan derfor virke prohibitiv over for mindretalsaktionærernes muligheder. I betænkning nr. 1066 (fra udvalget om bekæmpelse af økonomisk kriminalitet, 1986) nævnes det i øvrigt, at kravet til størrelsen af den minoritet af selskabsdeltagere, der kan kræve granskning, medfører, at den ekstraordinære granskning ikke anvendes i praksis.

Såfremt 25 procentgrænsen skulle sænkes, skulle grænsen være væsentligt lavere for at få en reel effekt, eksempelvis 10 pct. som i det oprindelige forslag i betænkning nr. 540/1969.

Ved spørgsmålet om reduktion af procentsatser fremføres ofte faren for chikane. Imidlertid skal en anmodning om granskning kun tages til følge af skifteretten, såfremt skifteretten finder den tilstrækkeligt begrundet, jf. aktieselskabslovens § 95, stk. 2. Dette krav reducerer efter udvalgets opfattelse væsentligt muligheden for at anvende granskning som middel til chikane af et selskab.

Samtidig er granskningsmænd undergivet tavshedspligt i medfør af aktieselskabslovens § 95, stk. 3, hvilket yderligere reducerer muligheden for, at visse aktionærer gennem granskning kan tiltvinge sig følsom information fra selskabet.

Det er udvalgets opfattelse, at granskningsadgangen må tillægges en vis betydning, selv om den ikke anvendes i større omfang. Selve muligheden for, at granskningsadgangen kan tages i anvendelse af en part i en tvist mellem to aktionærgrupper, vil således efter udvalgets opfattelse ofte bidrage til en løsning af tvisten.

Udvalget er bekendt med, at Industriministeriets Selskabsretspanel i øjeblikket har aktionærernes granskingsadgang under overvejelse. I lyset heraf har udvalget ikke underkastet granskingsadgangen en nøjere vurdering.



## **Kapitel 5:**

### **Revisorernes opgaver og ansvar**

For at sikre, at ledelsens regnskabsaflæggelse er korrekt, foreskriver årsregnskabsloven revision ved eksterne revisorer.

Revisor er et selskabsorgan, der vælges af aktionærerne på generalforsamlingen, for på dennes vegne at føre tilsyn med ledelsens bogføring og årsregnskab.

Ikke blot aktionærerne, men også offentligheden, baserer i vidt omfang deres vurderinger af et selskab på revisors erklæringer.

Der har i de senere år været situationer, hvor revisorer gav forbeholdsfri revisionspåtegninger til årsregnskaber, der klart ikke levede op til lovgivningens krav. Revisorlovene og årsregnskabsloven er derfor ændret i de senere år. De første ændringer kom med den såkaldte 'revisorpakke' (lov nr. 815 af 21. december 1988). Disse ændringer vedrørte revisors opgaver i henhold til revisorlovene, årsregnskabsloven og lovgivningen inden for den finansielle sektor. Senere kom 'Nordisk Fjer-loven' (lov nr. 345 af 6. juni 1991), hvor årsregnskabslovens revisions- og regnskabsbestemmelser blev ændret.

På den baggrund har udvalget vurderet de gældende regler for revisors forpligtelser og sanktionerne ved manglende opfyldelse.

#### **5.1. Gældende ret**

I børsnoterede selskaber skal der vælges to revisorer, hvoraf den ene skal være statsautoriseret, jf. årsregnskabslovens § 61 c, stk. 1.

Revisorernes hovedopgave er at revidere ledelsens årsregnskaber samt herudover at yde regnskabsmæssig rådgivning i forbindelse med opstilling og opgørelse af regnskaber m.v., jf. bekendtgørelse om statsautoriserede revisors virksomhed, § 1, stk. 1.

Revisor skal revidere årsregnskabet i overensstemmelse med god revisionskik og herunder foretage en kritisk gennemgang af selskabets regnskabsmateriale og dets forhold i øvrigt, årsregnskabslovens § 61 g, stk. 1.

Bestyrelse og direktion skal give revisor de oplysninger, som må anses af betydning for bedømmelsen af selskabet, årsregnskabslovens § 61 h, stk. 1, og give revisor adgang til at foretage de undersøgelser, denne finder nødven-

dige. De skal sørge for, at revisor får de oplysninger og den bistand, som denne anser for nødvendig for udførelsen af sit hverv.

En revisors "blanke" påtegning indebærer, jf. § 2 i bekendtgørelse om revisors påtegninger af regnskaber,

- at regnskabet er revideret og i øvrigt er aflagt i overensstemmelse med lovgivningens og eventuelle vedtægters krav til regnskabsaflæggelsen,
- at regnskabet er rigtigt opstillet på grundlag af bogføringen og opgjort under omhyggelig hensyntagen til bestående værdier, rettigheder og forpligtelser,
- at årsberetningen indeholder de krævede oplysninger, herunder oplysninger om virksomhedens økonomiske udvikling, og at årsberetningen ikke er i strid med regnskabet,
- at regnskabet giver et retvisende billede af virksomhedens aktiver og passiver, økonomiske stilling samt resultatet, og
- at revisionen ikke har givet anledning til forbehold.

Ifølge bekendtgørelsens § 3, stk. 1, skal revisor i påtegningen tage forbehold og give nødvendige supplerende oplysninger,

- hvis de i § 2 nævnte forhold ikke er opfyldt,
- hvis virksomhedens eller en dattervirksomheds forhold ikke er tilstrækkeligt oplyst for revisor, eller
- hvis det er åbenbart, at virksomheden ikke kan fortsætte driften.

I 1991 gennemførtes en stramning af årsregnskabsloven, der tager specielt sigte på de børsnoterede selskabers revision. Ændringen indebærer for de børsnoterede selskaber,

- at revisor straks ved hvervets ophør skal give Fondsbørsen meddelelse om fratrædelsestidspunktet,
- at der inden otte dage efter revisors meddelelse om sin fratreden skal indkaldes til ekstraordinær generalforsamling, hvor ny revisor skal vælges,
- at den tiltrædende revisor skal rette henvendelse til den fratrædende revisor, der har pligt til at oplyse grundene til fratredelsen,
- at revisor også skal påse, hvorvidt bestyrelsen overholder sine pligter efter aktieselskabsloven til at udarbejde forretningsorden og til at oprette og føre bøger, fortegnelser og protokoller,

- *at revisor skal være til stede på generalforsamlingen (hvor revisor i andre selskaber kan være tilstede),*
- *at revisor skal besvare spørgsmål om regnskaber m.v., som påtegnes af revisor og behandles på den pågældende generalforsamling, samt*
- *at årsregnskaber skal indsendes til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen straks efter godkendelsen og senest fem måneder efter regnskabsårets udgang (mod normalt én måned efter godkendelsen og senest syv måneder efter regnskabsårets udløb).*

Statsautoriserede revisorer kan udover revisionsopgaverne rådgive selskaberne og yde assistance inden for tilgrænsende områder, såsom regnskabsvæsen, administrative systemer, budgetlægning, prospekter, finansiering, beskatning og økonomisk styring, jf. bekendtgørelse om statsautoriserede revisorers virksomhed § 1, stk. 2.

Oplysningsforpligtelserne pålægger i § 15, stk. 6, selskaberne at oplyse, hvis ikke alle selskaber i en koncern, hvori et dansk børsnoteret aktieselskab er moderselskab, revideres af mindst ét af moderselskabets revisionsfirmaer eller deres tilknyttede udenlandske forbindelse eller af et anerkendt internationalt revisionsfirma.

Blandt de opgaver, en revisor kan påtage sig, er kontrol af, hvorvidt oplysninger, som et selskab afgiver, er korrekte og fyldestgørende, jf. i øvrigt kapitel 2.1.4. om halvårsrapporter.

Blandt andre oplysninger, revisor kan kontrollere, er oplysninger i prospekter.

Revisors påtegning af et prospekt har i praksis givet anledning til usikkerhed om, hvilken betydning disse påtegninger skal tillægges.

Efter § 7 i bekendtgørelse nr. 125 af 28. februar 1989 og nr. 126 af 28. februar 1989 om statsautoriserede respektive registrerede revisorers virksomhed skal revisor ved afgivelse af erklæringer redegøre for arbejdernes art og udførelse, ligesom revisor skal beskrive, inden for hvilke områder revisor har modtaget oplysninger fra virksomhedens ledelse eller fra trediemand.

Denne problemstilling blev i en sag forelagt Revisornævnet i 1990. Et af sagens spørgsmål var, hvad der skal forstås ved ordet "kontrollere".

Finanstilsynet fandt, at det måtte forudsætte, at revisorerne havde foretaget en selvstændig vurdering, når de i prospektet havde erklæret, at de havde

"kontrolleret de i dette prospekt fremlagte oplysninger af regnskabsmæssig karakter og kan tilslutte os de oplysninger, der fremlægges, om forventningerne til resultatet for indeværende regnskabsår. Halvårsoversigten for.....er ikke revideret. "

Finanstilsynet lagde vægt på, at revisorerne havde erklæret sig om forhold, som de ikke havde pligt til at afgive erklæring om, hvorved de gav prospektlæseren det indtryk, at de kunne stå inde for henholdsvis tabsrisikoens og årsresultatets størrelse, selv om der ikke var foretaget revision.

Om dette spørgsmål udtalte Revisornævnet:

"Nævnet er enig med de indklagede i, at anvendelsen af ordet "kontrollere" i erklæringens sidste afsnit alene retter sig mod de fremlagte oplysninger af regnskabsmæssig karakter, og i, at kontrollen ikke indebærer en revision af de regnskabsmæssige oplysninger, men alene at de er korrekt gengivet. I prospektet gengives oplysningerne fra halvårsregnskabet for banken pr. ...., om hvilket det i samme afsnit oplyses, at det ikke er revideret.

De indklagede vil derfor være at frifinde."

Det må på baggrund af denne afgørelse konstateres, at der er forskel på at kontrollere og at revidere. Det ligger dog næppe helt klart, hvornår en handling er kontrollerende, og hvornår den er reviderende. Ej heller ligger det klart, om en revisor generelt kan fritages for revisoransvar ved at anvende termen "kontrollere".

Hvad revisor skal kontrollere, såfremt han påtegner et prospekt, er blevet præciseret ved den seneste ændring (december 1991) af de børsetiske regler, § 10, stk. 4. Det fremgår heraf, at udsteders revisor ved en erklæring i prospektet skal bekræfte, at alle forhold vedrørende udsteder, som er revisor bekendt, og som kan påvirke investorernes og deres investeringsrådgivers vurdering af udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og udsigter, er indeholdt i prospektet.

### 5.1.1. Revisornævnet

Industriministeriet overvejer for tiden en ændring af disciplinærsystemet for statsautoriserede og registrerede revisorer.

Disciplinærsystemet består i dag, for så vidt angår det offentligretlige system, af Revisornævnet, der i lovgivningen er tildelt visse beføjelser. Herudover har de to revisorforeninger, Foreningen af Statsautoriserede Revisorer og Foreningen af Registrerede Revisorer, også visse disciplinærsystemer, f.eks. eksklusion.

Revisornævnet kan tildele en statsautoriseret eller registreret revisor, der ved udførelsen af sin virksomhed tilsidesætter de pligter, som stillingen medfører, en advarsel eller irettesættelse eller pålægge den pågældende en bøde på højst 50.000 kr. Endvidere kan Revisornævnet fratage den pågældende beskikkelsen eller retten til at være optaget i revisorregistret i tilfælde af grov eller ofte gentagen forsømmelse i udøvelsen af den pågældendes virksomhed på tid fra 6 måneder til 5 år eller indtil videre.

Sager herom kan alene indbringes for Revisornævnet af skatteministeren, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, Foreningen af Statsautoriserede Revisorer eller Foreningen af Registrerede Revisorer.

Revisornævnet har i 1990 afsagt syv kendelser. Heraf er afsagt to frifindelser, én irettesættelse, tre bøder på henholdsvis 5.000 kr., 25.000 kr. og 40.000 kr. og én frakendelse i 5 år, der siden er indbragt for domstolene. I 1991 er der afsagt to kendelser: Den første kendelse vedrørte to revisorer. Den ene revisor blev frikendt, hvorimod den anden fik en bøde på 10.000 kr. Den anden kendelse medførte, at en revisor fik en bøde på 25.000 kr.

Ved de seneste kendelser, hvori sanktioner er taget i anvendelse, er tillige sket offentliggørelse, herunder indlægning af afgørelsen på Retsinformation<sup>1)</sup>).

Der har i de senere år været rejst kritik af reglerne for Revisornævnet. Kritikken har særligt rettet sig imod den omstændighed, at der ikke er direkte

<sup>1)</sup> Retsinformation er et offentligt tilgængeligt edb-baseret informationssystem, der indeholder gældende regelsæt samt visse afgørelser truffet af offentlige myndigheder.

klageadgang til nævnet, hvilket har været fortolket således, at den oprindelige klager, der kan have en retlig interesse i sagen, ikke er part i sagen og derfor ikke har en parts rettigheder ifølge forvaltningsloven.

Revisornævnet har i mange år ønsket at få mulighed for at få stillet en person til rådighed til at forelægge sagen for nævnet og foretage afhøringer. Derved kunne man afskaffe det inkvisitoriske princip, hvorefter nævnets formand både forelægger sagen, foretager afhøringer og deltager i sagens afgørelse.

For at imødegå kritikken af forretningsgangen omkring Revisornævnet overvejer Industriministeriet et forslag om at give Erhvervs- og Selskabsstyrelsen hjemmel til at godkende et, eventuelt to, af revisorforeningerne oprettede disciplinær nævn, der skal behandle alle klager over statsautoriserede og registrerede revisorers virksomhed, og som kan idømme blandt andet bøder op til en vis størrelse.

Der skal være direkte klageadgang til disciplinærnævnene. Disciplinærnævnenes afgørelser skal med visse begrænsninger kunne indbringes for Revisornævnet, som skal være den eneste instans, der kan frakende en beskikelse eller retten til at være optaget i revisorregistret. Såfremt disciplinærnævnet skulle finde, at der i en sag er grundlag for eventuel rettighedsfrakendelse, kan disciplinærnævnet henvise sagen til behandling i Revisornævnet. Det er tanken, at industriministeren skal have adgang til at indbringe sager direkte for Revisornævnet.

Disciplinærnævnene skal have samme formand, der skal være dommer. Endvidere skal disciplinærnævnenes forretningsorden eller vedtægter godkendes af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Herved skal det sikres, at sagsbehandlingen ved disciplinærnævnene opfylder retssikkerhedsmæssige krav.

Det overvejes fortsat at give Revisornævnet mulighed for at få stillet en person til rådighed til at forelægge sagen for nævnet og foretage afhøringer.

Efter lov om statsautoriserede revisorer straffes visse overtrædelser med bøde, dog ikke overtrædelser af de bestemmelser, der angår påtegning af regnskab eller revisionens udførelse.

Ydermere er der mulighed for at straffe med bøde eller hæfte, hvis en revisor afgiver urigtig skriftlig erklæring eller skriftligt bevidner noget, hvorom den

pågældende ingen kundskab har (lov om statsautoriserede revisorer § 16, stk. 3, sml. straffelovens § 163). I grovere tilfælde kan straffelovens § 302 anvendes.

## **5.2. Udvalgets vurderinger**

Udvalget har vurderet,

1. Hvorvidt og hvorledes kravene til revisionen af de børsnoterede selskaber kan strammes.
2. Om reglerne for Revisornævnet bør ændres.
3. Hvorvidt der bør indføres en åremålsansættelse af revisorer i børsnoterede selskaber.

### **5.2.1. Stramning af kravene til revisionen af børsnoterede selskaber**

Det er vigtigt at erindre, at revisorernes hovedopgave er på vegne af aktionærerne at kontrollere, om ledelsen har aflagt et retvisende regnskab. Revisorerne står inde for, at ledelsens regnskaber er retvisende og korrekt aflagt på generalforsamlingen.

Samtidig optræder revisorerne imidlertid som rådgivere over for selskaberne, d.v.s. ledelsen, ikke blot vedrørende gældende regnskabsregler m.v., men også vedrørende en række mere eller mindre tilgrænsende områder.

Dette forhold er blevet trukket frem og kritiseret af **bl. a.** Advokatrådet. Det er fremført, at en bred rådgivning af selskabets ledelse vil kunne svække revisors kritiske indstilling til forhold omkring regnskabsaflæggelsen. Udvalget finder imidlertid, at det ligger uden for dets opgaver at drøfte, om der ligger et lovgivningsmæssigt problem heri.

Revisorer skal ikke godkende prospekter ved tegning af aktiekapital. I en række tilfælde angives det imidlertid i prospekter, at disse er "kontrolleret" af selskabets revisor.

Det er udvalgets opfattelse, at når det står anført, at revisor har kontrolleret eller godkendt indholdet, bibringes offentligheden et indtryk af, at de givne oplysninger er korrekte, og at vurderinger i prospektet er foretaget forsigtigt og på så godt et grundlag som muligt.

Der har været nogle få tilfælde, hvor det i et prospekt har været anført, at

oplysningerne var kontrolleret af revisor, men hvor kvaliteten af oplysningerne ikke levede op til de forventninger, der kunne stilles hertil, jf. kapitel 5.1.

Udvalget finder det uheldigt, at revisors erklæring kan have en sådan udformning, at læseren har vanskeligt ved at bedømme, hvilket arbejde revisor har udført i forbindelse med gennemgangen af prospektet.

Udvalget har noteret sig, at de børsetiske regler efter de seneste ændringer i § 10, stk. 4, opregner de forhold, revisor skal påse er omtalt i prospektet.

En præcisering af, hvad der skal forstås ved revisors erklæringer, må i givet fald ske ved en ændring af § 7 i bekendtgørelser nr. 125 og nr. 126 af 28. februar 1989 om statsautoriserede respektivt registrerede revisorers virksomhed.

For tiden arbejdes der i EF-regi med blandt andet Kommissionens forslag til 5. selskabsdirektiv om aktieselskabers struktur og ledelse.

En implementering af direktivet i dets nuværende form vil blandt andet medføre en skærpelse i forhold til de nuværende regler om revision, fordi revisor først kan foretage revision for det selskab, han har været tilknyttet, enten som bestyrelsesmedlem, direktør eller som ansat, når der er forløbet en periode. Periodens længde er under diskussion, men der er foreslået 3 år.

Samtidig sætter direktivet en grænse på 10 pct. for, hvor meget revisor kan eje af kapitalen i det reviderede selskab. Dette står i modsætning til de nugældende danske regler, hvor der ikke er fastsat en konkret grænse, men hvor bestemmelsen blot fastslår, at revisor ikke må have en betydelig økonomisk interesse i den virksomhed, hvor der foretages revision.

Det er udvalgets principielle holdning, at revisorer og andre ansatte i revisionsfirmaet bør være meget tilbageholdende med at eje aktier i selskaber, som revideres af det pågældende revisionsfirma. Det er således i dag almindeligt, at revisionsfirmaerne har interne regler, hvorefter revisorerne og andre ansatte ikke må eje aktier i de pågældende selskaber. Udvalget skal på den baggrund anbefale, at der i direktivforslaget indføres et egentligt forbud mod, at revisorer ejer aktier i de selskaber, der revideres af de pågældende revisionsfirmaer.



Direktivudkastets krav om, at revisor skal være tilstede ved generalforsamlingen, og at en aktionær kan stille spørgsmål til revisor om regnskabet for det forløbne år, er allerede gennemført i årsregnskabslovens § 61 k.

### **5.2.2. Revisornævnet**

Udvalget finder, at en vurdering af Industriministeriets overvejelser om en ændring af reglerne for Revisornævnet bør afvente fremkomsten af et konkret forslag.

Udvalget har noteret sig, at der tages initiativer på området, men ønsker at påpege muligheden for, at man også overvejer at skærpe sanktionernes størrelse.

### **5.2.3. Åremålsansættelse af revisorer**

Udvalget har overvejet, om der bør indføres en regel om åremålsansættelse af revisorerne. Kommissionens forslag til 5. selskabsdirektiv indeholder en sådan bestemmelse.

Ved en eventuel implementering af 5. selskabsdirektiv vil de personer, der foretager revision, kun kunne udnævnes for en bestemt periode. Den må ikke være kortere end 3 eller længere end 6 regnskabsår. Revisor kan dog genudnævnes, hvorimod personer, der har foretaget revision i 12 på hinanden følgende regnskabsår, først kan genvælges, efter at de har været uden for i 3 regnskabsår. Samtidig vil revisorer ikke kunne afsættes inden for den periode, hvor de er valgt.

Formålet med en sådan åremålsansættelse skal være at begrænse revisors afhængighed, idet selskabet ikke kan skille sig af med en revisor, som selskabet af den ene eller anden grund er utilfredse med. Samtidig skal en åremålsansættelse kunne sikre en større kontinuitet i revisionen.

Udvalget finder imidlertid, at der ikke bør indføres en regel om åremålsansættelse af revisorer. En sådan regel vil virke for mekanisk, og der er risiko for, at der opstår andre problemer, hvis der indføres åremålsansættelse. Det er betænkeligt, at aktionærerne ikke vil få mulighed for at afsætte revisionen, hvis de ikke har tillid til vedkommende, da revision forudsætter samarbejde og dermed tillid mellem selskabet og revisionen. Desuden vil uenighed om honorar og revisionsarbejdets omfang i perioden kunne give problemer,

uanset direktivets regler, hvis selskabet og revisor ikke er frit stillede omkring valg af revisor henholdsvis klient.

Udvalget er af den opfattelse, at de nyligt vedtagne regler, hvorefter den tiltrædende revisor skal rette henvendelse til den fratrædende revisor, der har pligt til at oplyse grundene til fratrædelsen, jf. årsregnskabslovens § 61 e, stk. 4, dels er med til at sikre kontinuiteten i revisionen, dels styrker revisionens position, når der er kritisable regnskabsforhold.

## **Kapitel 6: Andre myndigheders rolle**

Selv om Københavns Fondsbørs er det primære organ i kontrollen med de børsnoterede selskaber, spiller nogle offentlige myndigheder også en rolle i kontrollen.

Den enkelte myndigheds rolle er som regel relateret til en speciel funktion og er i disse henseender af væsentlig betydning.

For de myndigheder, der er omtalt i dette kapitel, og for Fondsbørsen selv er der endvidere tale om, at deres opgaver i relation til aktivt at håndhæve børs- og selskabsretlige regler har undergået løbende ændringer og effektiviseringer i de sidste 20 år.

Udvalget har overvejet, om der bør ske ændringer i nogle af de kontrolfunktioner, der kan have betydning for de børsnoterede selskaber.

Udvalget har i den forbindelse set på følgende forhold:

1. Regnskabskontrollen hos Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.
2. Kontrolfunktionen hos Finanstilsynet.
3. Granskningsadgangen hos offentlige myndigheder.
4. Den offentlige anklagemyndigheds rolle.

### **6.1. Regnskabskontrollen hos Erhvervs- og Selskabsstyrelsen**

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen skal som hovedopgave sikre, at aktie- og anpartsselskabers årsregnskab m.v. er til rådighed for regnskabsbrugerne.

Styrelsen foretager den kontrol, der er nødvendig for at sikre årsregnskaberne identitet, læsbarhed og tilblivelse.

Kravet om indsendelse til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen af årsregnskab findes i årsregnskabslovens § 62, stk. 1, og i bekendtgørelse nr. 465 af 18. juni 1991. Styrelsens kontrol går i bred forstand ud på at sikre, at årsregnskabene:

- er rettidigt indsendt,
- fremtræder som rigtige,
- indeholder de af loven krævede balancer og resultatopgørelser, eventuelt årsberetning og eventuelt koncernregnskab,
- er reviderede,

- er godkendte af generalforsamlingen, og
- er læsbare, det vil sige egnede til mikrofotografering.

Kontrollen tilsigter ikke en almindelig undersøgelse af årsregnskaberne.

Påtale kan forekomme i sjældne tilfælde.

Efter styrelsens opfattelse vil det være u hensigtsmæssigt at fastsætte en almindelig regnskabskontrol i styrelsen. Det vil være forkert at give regnskabsbrugerne indtryk af, at lovmæssige årsregnskaber kunne sikres via offentlig kontrol.

Revisorerne skal udføre en kritisk revision efter årsregnskabslovens § 61 g. Det vil sige, at de skal gribe ind over for selskaber, der afgiver regnskaber, som ikke giver et retvisende billede, d.v.s. regnskaber, der er urigtige, vildledende eller ufuldstændige. Påtegningebekendtgørelsen indeholder nærmere regler om dette, jf. i øvrigt ovenfor under kapitel 5.1.

## **é.2. Tilsynsfunktionen hos Finanstilsynet**

Finanstilsynet fører tilsyn med de finansielle virksomheder, hvad enten disse er børsnoterede eller ej. Efter lovgivningen om finansielle virksomheder har tilsynet nogle vidtgående beføjelser, sammenlignet med, hvad andre offentlige myndigheder har over for andre selskaber.

Ifølge fondsbørslovens § 35, stk. 1, nr. 2, skal Finanstilsynet føre tilsyn med, at de børsetiske regler overholdes. I stk. 3 fastlægges, at Finanstilsynet kan pålægge bestyrelse, direktion og revisor hos en udsteder at give de oplysninger, der er nødvendige for tilsynets virksomhed.

Finanstilsynet råder over en række tvangsmidler og sanktionsmuligheder:

- *Pålæg* om at bringe en overtrædelse af fondsbørsloven eller de børsetiske regler til ophør (fondsbørslovens § 46). Dette gælder, hvis forholdet efter forhandling ikke kan bringes i orden inden for en kortere tid. Såfremt det skønnes hensigtsmæssigt, kan tilsynet offentliggøre pålægget eller suspendere eller slette de berørte værdipapirer fra kurslisten.
- *Pålægelse af daglige eller ugentlige tvangsbøder* til en udsteders direktion, bestyrelse eller revisor eller selskabet som sådan, fondsbørslovens § 45,

hvis et børsnoteret selskab ikke efterkommer de pligter, der efter fonds-børsloven påhviler eller pålægges dette i forhold til Finanstilsynet eller Fondsbørsen.

- *Oversendelse af sager med anmeldelse til anklagemyndigheden eller politiet*, såfremt en udsteder ikke efterkommer pålæg fra Fondsbørsen eller Finanstilsynet.

Der har siden fondsboersreformen ikke af Finanstilsynet været taget sanktioner i anvendelse over for udstedere.

Der er kun meget få sager, hvor Fondsbørsen og en udsteder ikke opnår forlig, ligesom der kun er få sager om året, hvor der sker klage over Fondsbørsens afgørelser vedrørende børsreglerne. Påklage sker i givet fald til Finanstilsynet, der fungerer som klageinstans i relation til Fondsbørsens afgørelser.

### **6.3. Anklagemyndighedens rolle**

En stor del af sagerne om grove overtrædelser af forpligtelser over for aktionærer og offentligheden er store og komplicerede. Forinden sagerne kan bringes for en domstol, skal der foretages et meget stort **udredningsarbejde**. Forholdene kan gøre det vanskeligt at løfte bevisbyrden. Det store problem er i praksis ikke at udrede de faktiske forhold, men at bevise, at der forelå den tilregnelser/forsæt eller uagtsomhed, der kræves til domfældelse.

Statsadvokaten for Særlig Økonomisk Kriminalitet har oplyst, at der i retspraksis kun findes få eksempler på straffesager, som er rejst, fordi et børsnoteret selskabs forhold til aktionærer, offentligheden eller Københavns Fondsbørs ikke har været tilfredsstillende.

Der er for tiden alene afsagt dom i en enkelt sag, mens to andre sager fortsat verserer. Sagerne vedrører alle pengeinstitutter.

Der findes fra retspraksis endvidere ingen nyere eksempler på straffedomme, hvor spørgsmålet har været, om et børsnoteret selskabs revisor har levet op til reglerne for statsautoriserede revisorer.

Der findes dog tilfælde, hvor revisorer i ikke-børsnoterede selskaber er blevet dømt i sådanne sager.

Statsadvokaten har endvidere anført, at det i sager ofte er af betydning, at der kan følge endog ganske store erstatningskrav i kølvandet på straffesager. I mange tilfælde vil det kunne have en større præventiv effekt end idømmelse af en i praksis mindre bøde. På den anden side gør udsigten til efterfølgende civilretligt ansvar, at mange sigtede vil forsvare sig stærkt selv mod en mindre bøde.

#### 6.4. Granskningsadgangen

I lov om erhvervsdrivende fonde § 59 er det fastsat, at Erhvervs- og Selskabsstyrelsen kan bestemme, at der skal foretages granskning af nærmere angivne forhold vedrørende en erhvervsdrivende fond, dens forvaltning eller regnskaber. Beføjelsen er navnlig indsat, fordi en fond i modsætning til et aktieselskab ikke har en generalforsamling, der kan kontrollere, om fonden ledes i overensstemmelse med vedtægterne etc.

Fondsudvalget fremførte i Betænkning om Fonde (betænkning nr. 970/1982), at de forhold, som kunne foranledige granskning, ofte vil være sådanne, som kan medføre erstatnings- eller strafansvar. Samtidig bemærkede udvalget, at granskning tillige ville kunne bringes i anvendelse til opklaring af visse regnskabsmæssige dispositioner, selv om der ikke er grund til at antage, at der skulle gøres ansvar gældende.

Siden bestemmelsens ikrafttræden i 1985 har der været gennemført to granskninger af erhvervsdrivende fonde.

For så vidt angår aktie- og anpartsselskaber beskrives granskning i betænkning 1066/1986 om økonomisk kriminalitet som et af de midler, der kan bringes i anvendelse til kontrol af, hvorvidt en virksomhed i en given sammenhæng har handlet i strid med lovgivningens krav eller almindelige forretningsmæssige standarder.

På baggrund af bl.a. erfaringer med overtrædelse af krav til bogføring og regnskab anbefalede man i betænkningen at styrke Erhvervs- og Selskabsstyrelsens stilling, således at det ville blive muligt på et tidligere tidspunkt at opdage virksomheders overtrædelser af bestemmelser, der skal beskytte private og offentlige interesser.

## 6.5. Udvalgets overvejelser

Udvalget finder, at der ikke er behov for at udvide de kontrolopgaver, som varetages af offentlige myndigheder over for børsnoterede selskaber.

Udvalget finder, at kontrollen med overholdelsen af oplysningsforpligtelser for de børsnoterede selskaber i videst muligt omfang bør udøves af Fondsbørsen, der er den instans, der har den største føling med markedet, herunder kendskab til de udstedende selskaber.

Udvalget henviser i øvrigt til sine overvejelser i Betænkning nr. 1216/1991 om insider-handel, kapitel 10, og til kapitel 3.2.2. ovenfor.

Udvalget har dog overvejet, om Erhvervs- og Selskabsstyrelsen bør have mulighed - eventuelt på Fondsbørsens foranledning - for at iværksætte granskning af et børsnoteret selskab.

Udvalget finder, at dette ikke kan anbefales. Hovedindvendingen mod at indføre en offentligretlig granskningsadgang er, at man finder, at de børs- og selskabsretlige myndigheder ikke bør have til opgave at foretage en kontrol af selskabet af den art, som Finanstilsynet i særlige tilfælde kan foretage over for finansielle virksomheder. Denne opgave bør ligge hos generalforsamlingen eller aktionærerne.

Desuden vil granskning af et børsnoteret selskab, især et af de større selskaber, være forbundet med betydelige omkostninger såvel for det pågældende selskab som Fondsbørsen og/eller Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Endvidere lægges der vægt på, at en udvidet mulighed for granskning kan kollidere med andre former for undersøgelse af et selskabs forhold. Blandt andet vil mistanke om særlige forhold ofte berettige til, at Finanstilsynet eller anklagemyndigheden undersøger en sådan sag. Det vil for de undersøgte retsstilling kunne gøre en forskel, om det er anklagemyndigheden (og Finanstilsynet) henholdsvis granskningsmænd, der undersøger en sag.





## **Kapitel 7:**

# **Navneaktier og aktiebogens tilgængelighed**

Som det fremgår af kapitel 2, er det udvalgets opgave at overveje, hvorledes informationer omkring især de børsnoterede aktieselskaber kunne forbedres. Tankegangen er, at en bedre information vil medføre en større sikkerhed for de enkelte investorer i selskaberne og for markedet som helhed.

Af udvalgets kommissorium fremgår det, at udvalget skal udrede og fremlægge forslag til, om bestyrelsesmedlemmers, direktørers og andre persons aktiebesiddelse i et børsnoteret selskab skal navnenoteres, og hvorledes de børs- og selskabsretlige regelsæt kan ændres i forhold hertil.

Ved lov nr. 343 af 6. juni 1991 gennemførtes en ændring af aktieselskabslovens § 53 om navnenotering af bestyrelsesmedlemmers, direktørers og andre ledende medarbejders aktier i selskabet. Under hensyn hertil og ud fra en gennemgang af de generelle regler om anonymitet og navneaktier har udvalget overvejet, hvorvidt der er grundlag for at foreslå yderligere ændringer i reglerne om navnenotering af aktier i børsnoterede selskaber.

Ved lov nr. 289 af 8. maj 1991 og bekendtgørelse nr. 461 af 18. juni 1991 er der sket en skærpelse af storaktionærernes meddelelsespligt over for de pågældende selskaber og Fondsbørsen. Den nye lov gælder for såvel ihændehave- som navneaktier.

Udvalgets overordnede betragtninger omkring anonymitet og navneaktier danner samtidig udgangspunkt for udvalgets overvejelser omkring nomineordningen i kapitel 8.

### **7.1. Gældende regler om anonymitet og navneaktier**

Aktieselskabsloven giver mulighed for, at aktionærer kan optræde anonymt over for selskabet og dermed naturligvis også over for andre. Det bestemmes i lovens § 4, stk. 1, nr. 11, at vedtægterne i et aktieselskab skal indeholde en bestemmelse om, hvorvidt aktierne skal lyde på navn eller kan lyde på ihænde- have. Af aktieselskabslovens § 25, stk. 1, fremgår, at der i aktieselskaber skal føres en fortegnelse over samtlige aktier i et selskab (aktiebogen). For navneaktier gælder, at aktionærens navn skal indføres i aktiebogen ved stiftelsen af selskabet.

Aktieselskabslovens nuværende udformning medfører, at aktionærer sikres en vis anonymitet over for offentligheden i kraft af, at aktiebogen ikke er offentligt tilgængelig.

For navneaktier modsat ihænderaktier gælder det, jf. aktieselskabslovens § 27, at en erhverver af en navneaktie ikke kan udøve de rettigheder, som tilkommer en aktionær, medmindre vedkommende er noteret i aktiebogen eller har anmeldt og dokumenteret sin erhvervelse. Dette gælder dog ikke aktionærens *økonomiske rettigheder*, det vil sige retten til udbytte og andre udbetalinger og heller ikke fortegningsretten til nye aktier ved kapitalforhøjelse.

I tilfælde af, at en aktionær ønsker at deltage i et selskabs generalforsamling (benytte sine *forvaltningsmæssige rettigheder*), er der forskel mellem ihænder- og navneaktionærer. For navneaktionærer betyder det, at selskabet må kende vedkommendes identitet. Navneaktier kan således i visse tilfælde give selskabet en større viden om, hvem der er ejere i selskabet, jf. dog reglerne om nominees, kapitel 8.1.

Ønsker en erhverver af en navneaktie ikke - eller ikke i en periode - at gøre sine forvaltningsmæssige rettigheder gældende i selskabet, følger det af aktieselskabslovens § 25, stk. 3, og § 27, at man som navneaktionær i almindelighed ikke kan tvinges til at lade sig notere i selskabets aktiebog. Lovgivningen åbner mulighed for, at ejere af navneaktier kan undlade identifikation over for selskabet. For aktier registreret i Værdipapircentralen fastslår registreringsbekendtgørelsens § 4, at såfremt en kontohaver ønsker, at aktier skal noteres på navn i selskabet, skal der gives selskabet meddelelse om navn og adresse på den, som kontohaver ønsker indført i selskabets bøger. Det er således kontohaver selv, der skal tage initiativ til registrering, og som bestemmer registreringens indhold.

I relation til ihænderaktier kan både forvaltningsmæssige og økonomiske aktionærrettigheder udøves, uden at aktionæren behøver at give sig personligt til kende. Aktieselskabsloven indeholder én undtagelse, nemlig § 67, stk. 2, om mulighed for i vedtægterne at fastsætte en noteringsfrist i aktiebogen for så vidt angår adgangen til udøvelse af stemmeretten på generalforsamlingen. En sådan betingelse gælder såvel ihænder- som navneaktionærer.

Bestyrelsesmedlemmer, direktører og andre ledende medarbejdere skal lade deres aktier i selskabet og i selskaber inden for samme koncern **navne-**notere i eget navn i selskabets aktiebog, jf. aktieselskabslovens § 53, stk. 2.

Navnenotering skal alene ske, såfremt selskabet har aktier optaget til notering på Københavns Fondsbørs eller en børs inden for EF.

For bestyrelsesmedlemmer og direktører gælder endvidere i medfør af aktieselskabslovens § 53, stk. 1, at deres besiddelse af aktier i selskabet og anparter i selskaber inden for samme koncern skal meddeles bestyrelsen og føres i en særlig protokol (købs- og salgsprotokollen). Bestyrelsesmedlemmer og direktører er endvidere efter samme bestemmelse forpligtet til at give meddelelse om køb og salg af sådanne aktier eller anparter. Sådanne meddelelser skal ligeledes indføres i købs- og salgsprotokollen.

## **7.2. Udvalgets overvejelser om navnenotering i børsnoterede aktieselskaber**

Et generelt krav om navnenotering vil være en ændring af et af de grundlæggende principper i aktieselskabsloven.

Spørgsmålet om retten til at bruge ihændehaveraktier kan derfor ikke anskues alene ud fra et børsretligt synspunkt, men må i lige så høj grad anskues ud fra selskabsretlige synspunkter.

Udvalget finder, at der ikke er væsentlige børshensyn, der taler for en generel navnenotering.

Udvalget finder derfor, at det på nuværende tidspunkt savner mening at gå videre med at kræve navnenotering, end det allerede er sket ved det ny stk. 2 til aktieselskabslovens § 53, og ved, at meddelelsespligten over for selskabet (og Københavns Fondsbørs) i relation til aktiebesiddelser er skærpet med de nye bestemmelser i aktieselskabslovens §§ 28 a - 28 c. Udvalget fremhæver, at overvejelse om yderligere ændring af så grundlæggende principper må forudsætte, at man har et erfaringsgrundlag fra ovennævnte lovændringer, inden spørgsmålet eventuelt på et senere tidspunkt tages op igen.

## **7.3. Aktiebogens tilgængelighed**

I betænkning 362/1964 om revision af aktieselskabslovgivningen og i betænkning 540/1969 om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning var spørgsmålet om aktiebogens tilgængelighed indgående behandlet. Resultatet heraf var, at det i betænkning 540/1969 blev foreslået, at aktiebogen blev gjort tilgængelig for enhver aktionær, § 26. Det udtaltes, at frygt for misbrug af aktiebo-

gen var mere teoretisk end politisk begrundet, og at hensynet til udøvelse af minoritetsbeføjelser tilsagde adgang for aktionærer.

Ved aktieselskabslovens revision i 1973 blev § 26 justeret. Regeringens forslag fulgte betænkningerne, men i Folketingets Erhvervsudvalg ændredes reglen på grund af kraftig kritik fra erhvervsorganisationerne. Erhvervsudvalget begrundede dette med, "at uønskede spekulationer mod selskabet" burde modvirkes.

Af aktieselskabslovens § 26, stk. 2, fremgår det, at aktiebogen er tilgængelig for offentlige myndigheder og for en repræsentant for medarbejderne i selskabet, såfremt selskabet ikke har medarbejderrepræsentanter i bestyrelsen. At bestyrelsen i selskabet ligeledes har adgang til aktiebogen, følger af bestyrelsens opgaver.

Derimod er aktiebogen ikke åben for aktionærene eller for offentligheden.

Udvalget har drøftet spørgsmålet om aktiebogens tilgængelighed for aktionærer og investorer. For adgangen til aktiebogen taler blandt andet åbenhed og gennemsigtighed omkring ejerskabet i børsnoterede selskaber.

Efter gældende ret har et selskabs ejere ikke direkte adgang til aktiebogen, og aktionærene kan altså ikke ad denne vej få oplysning om, hvem medejerne henholdsvis repræsentanterne for disse er. Dette kan have betydning for nogles investering i et selskabs aktier. Interessen for oplysning om de øvrige aktionærer kan skyldes et ønske om at være sikker på blandt disse at finde "ligesindede", bl.a. til eventuel oprettelse af aktionærforeninger eller aktionæroverenskomster.

Nogle aktionærer har på grund af deres position som hovedaktionærer en mulig indirekte adgang til aktiebogen. Ikke sjældent ser man således hovedaktionærer optræde i en ledelsesfunktion i et selskab. Omend dette er en fuldt ud legitim situation, gives sådanne aktionærer en bedre mulighed for vurdering af de øvrige aktionærer, end andre aktionærer har. Hvis hovedaktionærer (eller andre) derimod uden at være bestyrelsesmedlem skaffer sig adgang til aktiebogen, vil dette stride imod aktieselskabslovens regler om tavshedspligt. Aktieselskabslovens § 160 fastslår, at hvis bl.a. bestyrelsesmedlemmer ubeføjet røber forhold, som de har fået kendskab til gennem udøvelsen af deres hverv, vil de kunne straffes herfor.

mod adgang til aktiebogen taler, at en investering i et børsnoteret, d.v.s. "anonymt" selskab, som udgangspunkt må være et privat anliggende. Det kan frygtes, at visse aktionærers benyttelse af en sådan adgang kan skade et selskab.

Det er yderligere blevet anført, at adgangen til aktiebogen ikke kan have større betydning i investeringsmæssig henseende i forhold til den skade, det kan gøre at lade denne være offentligt tilgængelig. Der kan i den forbindelse peges på, at aktionærer under alle omstændigheder vil blive kendt, når disse passerer en besiddelsesgrænse på 5 pct. af aktiekapitalen, jf. aktieselskabslovens §§ 28 a - 28 c.

**Udvalgets flertal** anbefaler på denne baggrund, at reglerne om aktiebogens tilgængelighed forbliver uændrede.

Et *mindretal* (Erik Adolphsen, Jeppe Christiansen, Gitte Krogh, Lomholt og Ib Sletting) finder, at åbenhed og gennemsigtighed i markedet for børsnoterede aktier begrundet en ændring af de gældende regler, således at aktiebogen for disse aktier bliver offentligt tilgængelig. Adgangen til aktiebogen vil samtidig give en højere grad af ligestilling mellem hovedaktionærer og andre aktionærer.

Et *andet mindretal* (Birthe Werner) ønsker ikke at tage stilling til aktiebogens tilgængelighed.



## Kapitel 8: Nominee-ordningen

Et særligt forhold, som har været fremdraget vedrørende åbenhed omkring ejerforholdene i de børsnoterede selskaber, er adgangen til anvendelse af såkaldte nominees.

I kommissoriet pålægges det udvalget at udrede og fremlægge forslag **til**, om nominee-ordningen skal revurderes, og hvorledes aktieselskabsloven da bør ændres.

Udvalget har derfor overvejet, hvorvidt muligheden for anvendelse af nominees bør ændres eller bevares. Udvalget har overvejet at sammenligne den danske nominee-ordning med tilsvarende ordninger i andre lande. Udvalget er dog afstået herfra, idet nominee-ordningen bygger på et kompliceret samspil mellem de nationale selskabsretlige, børsretlige og obligationsretlige (fuldmagts)regler.

### 8.1. Nominee-ordningens indhold

Anvendelsen af nominees er inspireret af det britiske aktieretssystem, hvor der alene kan udstedes navneaktier. Nominee-ordningen opstod på grund af behovet for en vis form for anonymitet, og nominees er en måde at opnå dette på.

Dansk ret indeholder ikke en præcis beskrivelse af, hvad der forstås ved nominee-ordningen, og det kan derfor være vanskeligt at adskille en nominee fra f.eks. en såkaldt "stråmand". Udvalget har derfor i dette afsnit søgt at definere nominee-ordningens indhold.

Ved en nominee forstås en person, der i eget navn indskriver aktier, der tilhører en anden person, uden herved (direkte) at skjule, at han ikke er ejer i juridisk forstand.

En stråmand er karakteriseret ved, at stråmanden juridisk set fremstår som ejer over for omverdenen, men at der mellem stråmanden og den rette ejer er en hemmelig aftale om ejerskabet.

En accept af nominee-ordningen ligger i værdipapircentrallovens § 13 a, stk. 3, hvor det bestemmes, at det i Værdipapircentralen kan registreres, at en kontohaver ikke er ejer af de fondsaktiver, der fremgår af kontoen. Bestemmelsen blev indført i forbindelse med fondsbørsreformen i 1986 for at præcisere, at nominee-ordningen fortsat skulle gælde, selv om man indførte "elek-

troniske aktier". Også fondsbørslovens § 39 d om legitimation ved handel med børsnoterede værdipapirer er udformet under hensyntagen til, at en nominee-ordning er lovlig.

Problemet med at adskille en nominee fra en stråmand opstår bl.a., fordi nomineeforholdet ofte kun er kendt af en begrænset kreds. Som følge af værdipapircentrallovens § 13 a, stk. 3, vil nomineeforholdet normalt være kendt af det kontoførende institut og registreret i Værdipapircentralen. Disse er dog underlagt tavshedsregler, og nomineeforholdet vil ofte ikke være kendt af selskabet eller af offentligheden.

Aktieselskabsloven indeholder ikke et krav om, at nomineeforholdet skal fremgå af aktiebogen. Har aktionæren derimod en sådan aktiebesiddelse, at aktiebesiddelsen skal indberettes efter reglerne i aktieselskabslovens §§ 28 a - 28 c om stor aktionærer, skal den egentlige ejers identitet være oplyst over for selskabet, der efter omstændighederne vil kunne kræve den fornødne dokumentation for den anmeldte aktiebesiddelse. Selskabets storaktionærfortegnelse er tilgængelig for offentligheden, idet enhver mod betaling af eventuelt gebyr kan bestille en udskrift heraf fra selskabet. Endvidere fremgår storaktionærernes identitet af selskabets årsberetning.

Er aktionæren bestyrelses- eller direktionsmedlem eller ledende medarbejder i et børsnoteret selskab, kan den pågældende ikke anvende nomineeordningen i forhold til selskabet, idet disse personer skal lade deres aktier i selskabet notere på vedkommendes eget navn i selskabets aktiebog, jf. aktieselskabslovens § 53, stk. 2.

For selskabets bestyrelse og direktion gælder endelig, at disse personers aktiebesiddelser skal fremgå af en særlig protokol (købs- og salgsbogen), jf. aktieselskabslovens § 53, stk. 1.

Ejer-forholdet kan være **registreret/kendt** fem forskellige steder (det kontoførende institut, Værdipapircentralen, aktiebogen, storaktionærfortegnelsen samt købs- og salgsbogen). Da disse registreringer tjener forskellige formål, er der ikke nødvendigvis overensstemmelse mellem disse. Tavshedsforskrifter samt regler om registrenes tilgængelighed indebærer, at der kun er begrænset mulighed for at sammenholde de registrerede oplysninger.



Nominee-ordningen har betydning både i forhold til parternes kreditorer og til selskabet.

I forhold til nomineeens kreditorer opstår spørgsmålet, hvorvidt den reelle ejer kan hævde sin ret over for nomineeens kreditorer. Udgangspunktet er, at nomineeens kreditorer ikke får bedre ret, end nomineeen havde. Hvis det af Værdipapircentralens registrering, jf. værdipapircentrallovens § 13 a, stk. 3, fremgår, at en person optræder som nominee, vil dette i bevismæssig henseende tale stærkt for, at nomineeens kreditorer ikke kan søge sig fyldestgjort i aktierne.

I tilfælde af anvendelse af f. eks. stråmænd, som juridisk set er ejere, men som har en hemmelig aftale med de rette ejere, vil dette bevismoment ikke være til stede. Det kan således hverken af aktiebogen eller af Værdipapircentralens registrering påvises, at en stråmand *ikke* er den rette ejer. Et bevis for den rette ejers ret må derfor føres på anden vis af den pågældende ejer, hvilket i praksis kan være ganske vanskeligt.

Det bemærkes, at de her nævnte problemer gælder såvel ved individualforfølgning (udlæg m.v.) som ved universalforfølgning (konkurs).

I forholdet mellem aktionærerne og selskabet er det ligeledes af betydning, om man for at være anonym anvender stråmænd eller nominees.

I forbindelse med anvendelsen af navneaktier har der været tradition for accept af anvendelsen af nominees. Nominee-ordningen indebærer i den her anvendte betydning, at selskabet har kendskab til en person, som eksempelvis kan modtage udbytte og anden udbetaling samt aktionæroplysninger på vegne af den egentlige aktionær. I alle tilfælde medfører nominee-reglerne et yderligere lag af anonymitet, også fordi omverdenen ikke nødvendigvis ved, at den optrædende er en nominee og ikke den virkelige ejer.

Det er således accepteret, at nominees anvendes til repræsentation i økonomisk henseende.

Hvis ejeren ønsker forvaltningsmæssige rettigheder og selskabet har kendskab til nominee-forholdet, vil selskabet - for så vidt angår navneaktier - kunne kræve, at den egentlige ejer enten er noteret i aktiebogen eller har givet en fuldmagt til den nominee, der er anført i aktiebogen. Ifølge aktiesel-

skabslovens § 66, stk. 2, skal en fuldmægtig fremlægge en skriftlig og dateret fuldmagt. Denne kan ikke gives for længere tid end ét år.

Har selskabet derimod ikke kendskab til nominee-forholdet, er det i praksis muligt for nomineeen at optræde som ejer og således også udøve de forvaltningsmæssige rettigheder uden at være i besiddelse af en fuldmagt. Hvorvidt nomineeen i det interne forhold mellem nomineeen og den reelle ejer af aktierne er berettiget hertil afhænger af, hvad de har aftalt.

Det må således erkendes, at det ikke altid i praksis vil være muligt for selskabet at skelne en nominee fra den reelle ejer - i særdeleshed ikke, hvis nomineeen i aktiebogen fremstår som ejer. Det bemærkes herved, at der ikke behøver at være overensstemmelse mellem VP-registreringen af ejerforhold og aktiebogen.

Det kan betyde, at selskabet ikke har mulighed for at kontrollere, om fuldmagsreglerne er overholdt. Nominee vil, hvis selskabet ikke har kendskab til en sådan aftale, blive betragtet som den rette ejer. På samme måde vil en stråmand fremstå som rette ejer og vil også af selskabet blive betragtet som den rette ejer.

## **8.2. Hidtidige overvejelser om nominee-ordningen**

Nominee-ordningen har tidligere været diskuteret i andre fora.

I rapporten om Fondsbørsreformen fra 1985 er det (s. 282-285) forudsat, at der i forbindelse med indførelse af reglerne om frivillig aktieregistrering i Værdipapircentralen ikke skulle ske principielle ændringer af det selskabsretlige system.

Det forudsættes i rapporten, at aktionærs mulighed for anonymitet ikke skulle ændres. I den forbindelse er det anført, at denne adgang sikres *dels* ved selskabernes adgang til at vælge mellem navneaktier og ihændehaveraktier, *dels* ved ihændehaver-aktionærernes frihed til at indskrive sig i aktiebogen og *dels* ved, at aktiebogen ikke er tilgængelig for offentligheden eller andre aktionærer.

Som en konsekvens af, at indskrivning af aktier i en andens navn hele tiden har været selskabsretligt og obligationsretligt lovligt, har man bl.a. med hen-

visning til aktieselskabslovens § 27 fundet, at denne form for anonymitet skulle bevares.

man fandt det naturligt, at retten til at lade sig indskrive som nominee blev indføjet i lov om en værdipapircentral, hvilket skete i lovens § 13 a og i registreringsbekendtgørelsens § 4, stk. 1.

Ved Rådets direktiv af 10. juni 1991 (91/308/EØF) om forebyggende foranstaltninger mod anvendelse af det finansielle system til hvidvaskning af penge er der foreskrevet en række krav til kredit- og finansieringsinstitutterne inden for EF.

Kredit- og finansieringsinstitutter omfatter dels forsikringsselskaber, dels alle virksomheder, der foretager en eller flere af de forretninger, der er opført under punkt 2 - 12 og 14 på listen i bilaget til andet banksamordningsdirektiv (89/646/EØF).

Direktivet om hvidvaskning, der endnu ikke er gennemført i dansk lovgivning, gælder således for pengeinstitutter og børsmæglerselskaber, når disse medvirker ved kunders køb eller salg af værdipapirer.

Efter direktivets artikel 3 skal en kunde legitimere sig over for instituttet, når der optages forretningsmæssig forbindelse mellem instituttet og kunden. Det nævnes, at dette særligt er tilfældet, når der åbnes en konto eller et depot. Også ved enkeltstående transaktioner skal kunden legitimere sig, såfremt der foretages transaktioner, der beløber sig til 15.000 ECU eller derover. Endelig skal instituttet kræve legitimation, såfremt der er mistanke om hvidvaskning af penge.

Instituttet skal ifølge artikel 4 opbevare oplysninger om transaktionen og om kundens identitet i 5 år fra transaktionens gennemførelse.

Foretages en transaktion, der kræver legitimation, og handler kunden ikke på egne vegne, eller er der tvivl om, på hvis vegne handlen sker, skal instituttet træffe rimelige foranstaltninger for at indhente oplysninger om identiteten af den person, for hvis regning kunden handler, jf. artikel 3, stk. 5. Dette gælder dog ikke, såfremt kunden er et kredit- eller finansieringsinstitut, som er omfattet af direktivet, idet legitimationskravene i artikel 3 ikke gælder ved transaktioner m.v. mellem to kredit-/finansieringsinstitutter.

Direktivet nødvendiggør således, at f.eks. et pengeinstitut eller et børsmæglerselskab i visse tilfælde registrerer den egentlige ejers identitet. Dette har ikke direkte betydning for nominee-ordningens fortsatte eksistens, idet disse institutter er underlagt en tavshedspligt.

Direktivet kan være af betydning for fondsbørslovens § 39 d, stk. 1. Efter denne bestemmelse skal en kunde oplyse, hvis kunden handler med værdipapirer på en andens vegne, hvorimod det ikke kræves, at den egentlige ejers identitet oplyses over for pengeinstituttet/børsmæglerselskabet.

Udvalget har i sin betænkning om insider-handel (nr. 1216/1991), side 63, berørt problemerne. Flertallet fandt, at håndhævelse af insider-regler ikke kunne begrunde ophævelse af nominee-ordningen.

### **8.3. Udvalgets overvejelser**

Udvalget har drøftet nominee-ordningen ud fra det hovedsynspunkt, at en ændring af ordningen kun bør ske, såfremt ændringen kan begrundes i, at der herved opnås væsentlige forbedringer på aktiemarkedet og i beskyttelsen af ejere af børsnoterede aktier.

For en bevarelse af nomineeordningen taler, at der ikke er anført noget, der tilsiger, at nominee-ordningen har en føleligt negativ virkning på børsmarkedet eller aktionærbeskyttelsen. Hertil kommer, at nominee-ordningen både principielt og praktisk har fordele, som kun bør forringes, hvis der derved kan opnås andre, meget væsentlige fordele.

For en bevarelse af nomineeordningen taler endvidere, at der i forbindelse med Fondsbørsreformen blev givet politiske garantier for, at de eksisterende muligheder for anonymitet skulle bestå efter indførelse af elektroniske aktier. I denne forbindelse kan også nævnes argumentet om risikoen for en blotlæggelse af ejerforholdene i dansk erhvervsliv.

En afskaffelse af nominee-ordningen vil endelig med stor sandsynlighed medføre, at anonymitet vil blive søgt opnået på andre måder, f.eks. ved stråmænd eller ved arrangementer, der involverer udenlandske pengeinstitutter.

Som argumenter mod nominee-ordningen fremføres hensynet til opklaringen af insider-sager, jf. side 63 i Børsudvalgets betænkning nr. 1216. Endvi-

dere fremhæves ønsket om større gennemsigtighed omkring ejerforholdene i de børsnoterede selskaber. Det kan således have betydning for markedet at vide, hvem man som investor kommer i selskab med. Større gennemsigtighed forudsætter, at aktiebogen samtidig gøres tilgængelig for offentligheden.

Udvalget har endvidere drøftet betydningen for nominee-ordningen af, at anmeldelsesgrænsen for storaktionærer pr. 1. juli 1991 blev nedsat fra 10 til 5 pct., jf. aktieselskabslovens §§ 28 a - 28 c, og den i medfør heraf udstedte bekendtgørelse nr. 461 af 18. juni 1991. Disse regler gælder undtagelsesfrit.

Som følge af de dokumentationskrav, som selskabet kan stille til aktionærer, der anmelder en aktiebesiddelse, kan det forekomme, at nominee-forholdets eksistens og nomineens identitet bliver kendt af selskabet. Nominees kan således kun med sikkerhed anvendes over for selskabet, såfremt den egentlige ejer har en andel på under 5 pct. af aktiekapitalen eller stemmerne.

Ud fra en samlet vurdering finder udvalgets *flertal*, at nominee-ordningen bør opretholdes i sin nuværende form, således at aktieselskabslovens frivillighedsprincip med hensyn til notering i aktiebogen bevares uændret. Ligeledes bevares lov om en værdipapircentral uændret. Der henvises i øvrigt til, hvad udvalgets flertal har givet udtryk for under behandlingen af nominee-spørgsmålet i udvalgets første betænkning om insiderhandel. Her forudsættes, at nominee-ordningen bliver bevaret i forbindelse med indførelse af udvidede beføjelser til kontrol fra offentlige myndigheders side, dog således at nomineeen i forbindelse med konkrete undersøgelser i insider-sager skal oplyse den egentlige ejers identitet over for Finanstilsynet, jf. betænkning nr. 1216, s. 63.

Nogle af flertallets medlemmer fremhæver endvidere i relation til mindretallets udtalelse, at det kan være vanskeligt isoleret at anvende et gennemsigtighedsargument vedrørende ejerforhold, når der på andre væsentlige områder som handelen og købersiden ikke foreslås nogen gennemsigtighed.

Nogle af flertallets medlemmer finder, at 5 pct. af aktiekapitalen i et børsnoteret selskab normalt er et ganske betragteligt beløb, hvorfor nominee-ordningen stadig vil være af betydning for mange investorer.

Et *mindretal* (Erik Adolphsen, Jeppe Christiansen, Ib Glud Konradsen, Gitte Krogh, J. Kr. Lomholt, Ib Sletting og Birthe Werner) kan

acceptere, at nominee-ordningen opretholdes, såfremt der stilles krav om, at personer, der handler med værdipapirer på vegne af tredie-mand, skal oplyse tredjemands identitet over for det pengeinstitut/børsmæglerselskab, der medvirker til handlens gennemførelse. Dette kan f.eks. ske i forbindelse med implementeringen af hvidvasknings-direktivet. Dette vil muliggøre en effektivisering af myndighedernes efterforskning af insider-sager, idet myndighederne ved simpel un-dersøgelse hos pengeinstitutterne/børsmæglerselskaberne vil kunne få oplyst identiteten på alle dem, der har handlet med værdipapirer. Samtidig vil pengeinstitutternes/børsmæglerselskabernes tavsheds-pligt indebære, at nominee-ordningen fortsat vil have et reelt indhold, idet den egentlige ejers identitet forbliver hemmelig over for omverde-nen.

## BØRSUDVALGET

København, den 12. juni 1991

Til industriministeren

I kommissoriet for Børsudvalget af 28. juni 1990 blev Udvalget anmodet om ud fra børshensyn at gennemgå og fremsætte kommentarer til forslagene i 13. selskabsdirektiv om overtagelsestilbud med henblik på dansk stillingtagen til direktivforslaget

Udvalget har på sine møder den 5. april, 17. maj og 30. maj 1991 gennemgået Kommissionens ændrede forslag af 10. september 1990 (KOm (90)416 end.udg. - syn 186) til Rådets 13. selskabsdirektiv om overtagelsestilbud.

Udvalget er bekendt med Selskabsretspanelets udtalelse af 23. marts 1990 om Kommissionens oprindelige forslag til 13. selskabsdirektiv.

Ved afgivelsen af nærværende udtalelse har repræsentanterne fra Industriministeriet, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen samt Finanstilsynet ikke ønsket at afgive tilkendegivelse om deres holdning til de rejste spørgsmål.

Økonomiministeriet, Finansministeriet og Boligministeriet ønsker ikke som følge af de igangværende EF-forhandlinger at medvirke i en konkret tilkendegivelse om de rejste spørgsmål. Økonomiministeriet har forståelse for fælles regler om tilbudspligt. Dette skyldes hensynet til aktionærbeskyttelse samt større gennemsigtighed på aktiemarkedet. De fælles regler bør foruden hensynet til aktionærbeskyttelsen tage hensyn til de enkelte medlemsstaters erhvervsstrukturer.

Et medlem (Birthe Werner) har ikke kunnet tage stilling til de fremlagte flertals-/mindretalsindstillinger, idet den korte tidsfrist ikke har muliggjort en behandling af problemsstillingerne i ATP's Forretningsudvalg.

Der vedlægges en liste over Udvalgets sammensætning ved denne udtalelses afgivelse (bilag 1).

## 1. Gældende ret

I dansk lovgivning findes der ingen generelle bestemmelser om overtagelsestilbud. Aktieselskabslovens § 20 d giver minoritetsaktionærer ret til at fordr sig indløst af moderselskabet, såfremt dette ejer mere end ni tiendedele af aktierne i selskabet, og det har en tilsvarende del af stemmerne. Under tilsvarende betingelser kan moderselskabet tvangsindløse de øvrige ejere, jf. § 20 b. Endelig foreskriver § 28 a, at aktiebesiddelser på over 5 pct. skal meddeles »selskabet, der fører en offentlig tilgængelig fortegnelse over sådanne aktionærer.

De af Københavns Fondsbørs udarbejdede Børsretlige regler, der er udstedt i henhold til Fondsbørslovens § 12, indeholder i pkt. 4 bestemmelser om overdragelse af kontrollerende aktieposter. Hovedsigtet med reglerne, der er optrykt som bilag 2, er at give ejere af minoritetsposter mulighed for på identiske betingelser at afhænde deres aktier i forbindelse med, at en kontrollerende aktiepost overdrages. Bestemmelserne tilgodeser således til dels samme formål som direktivforslaget.

Ifølge Fondsbørslovens § 40, nr. 11, kan industriministeren fastsætte regler for oplysningspligt om tilbud om køb af aktier som led i overtagelsen af et børsnoteret selskab. Ifølge § 40, nr. 16, kan der fastsættes regler for gennemførelse af De Europæiske Fællesskabers retsakter om børsretlige forhold. På det selskabsretlige område gennemføres direktiver derimod ved lovændring. Fondsbørsloven giver således hjemmel til at gennemføre de bestemmelser i 13. selskabsdirektiv, der ikke bør gennemføres i selskabslovgivningen.

## 2. Generelle bemærkninger

Direktivforslagets bestemmelser kan inddeles i fire kategorier,

- 1) udløsning og omfang af tilbudspligten,
- 2) kravene til tilbudet,
- 3) ledelsens kompetence i situationer, hvor der er fremsat tilbud, samt
- 4) bestemmelser om tilsyn og tilsynets kompetence.

Direktivforslaget omfatter i sin nye udformning kun selskaber, hvis aktier er optaget til officiel notering på et organiseret marked inden for EF. Forslaget indeholder dog en revisionsklausul i art. 1, stk. 2, for så vidt angår aktier i selskaber, hvis aktier ikke er optaget til officiel notering.



Det er Udvalgets opfattelse, at direktivforslaget vil medvirke til at styrke tilliden til Fondsbørsen som markedsplads.

Et flertal i Udvalget finder, at det ud fra børshensyn er vigtigt, at der på fællesskabsniveau indføres regler om tilbudspligt, når en aktionær opnår en bestemmende indflydelse i et selskab. En sådan tilbudspligt er med til at sikre, at der i medlemsstaterne findes ensartede regler, som giver en større sikkerhed for en økonomisk ligestilling af aktionærene. Tilbudspligten giver endvidere aktionærene mulighed for at afhænde deres aktier, når deres forudsætninger omkring ejerkredsen ændres. Dette er navnlig af betydning i de tilfælde, hvor ændringen i ejerkredsen medfører, at selskabets strategi - og dermed dets fremtidige stilling - ændres, hvorved markedets efterspørgsel efter aktierne også kan mindskes.

Et mindretal (Oluf Engeli, Peter Fosdal og Uffe Lind Rasmussen) finder, at der på nuværende tidspunkt alene bør fastsættes EF-regler om frivillige tilbud, medens det overlades til de enkelte medlemsstater at fastsætte regler om tilbudspligt og omfanget af en sådan. I et land med så relativt mange små og mellemstore virksomheder som Danmark, er det afgørende effektivt at bevare muligheden for virksomhedsrationalisering via sammenlægninger og opkøb. EF-regler om tilbudspligt, der ikke giver mulighed for hensyntagen til særlige nationale forhold, bør ikke gennemføres på nuværende tidspunkt. Nationale forhold, som fx fusionskontrol, aktiemarkedets struktur etc., vil medføre, at fælles EF-regler kan virke meget forskelligt i de enkelte medlemslande.

Det øgede informationskrav, der er en følge af tilbudspligten, er i harmoni med de hensyn, der ligger bag oplysningspligten i Fondsbørslovens § 19.

Overtagelse af betydelige aktieposter vil ofte have betydning for kursudviklingen på selskabets aktier, og en bedre information af markedet vil medvirke til at sikre en mere korrekt kursfastsættelse på aktierne.

Udvalget ønsker at henvise til sin betænkning nr. 1216/1991 om insider-handel, hvoraf fremgår (s. 27), at de meget omtalte sager om insider-handel i USA oftest er udsprunget af intern viden om forestående overtagelsestilbud.

### 3. Konkrete bemærkninger

I det følgende gennemgås en række punkter, som Udvalget ud fra børshensyn ønsker at fremhæve.

#### 3.1. Tilbudspflichtens indtræden

Ifølge direktivforslagets art. 4, jf. art. 1, indtræder tilbudspigten for enhver, der ved en overtagelse kommer i besiddelse af aktier, som giver mere end en trediedel af stemmerettighederne i et selskab, forudsat at disse aktier kan omsættes på et inden for EF organiseret marked, som er godkendt af myndighederne.

Direktivforslaget fastsætter således en fast grænse på en trediedel af stemmerettighederne, hvorimod de Børsetiske regler anvender kriteriet "en aktiepost, som retligt eller faktisk giver kontrol over et børsnoteret selskab".

Udvalget er enig i, at der bør være en fast grænse, idet man herved opnår en retsteknisk klar regel. Hensynet til information af markedet tilsiger, at der ikke anvendes et skønmæssigt kriterium, som for parterne vil være forbundet med en vis usikkerhed om, hvornår tilbudspigten indtræder. En fast grænse må dog for at kunne fungere hensigtsmæssigt kombineres med en dispensationsadgang, som kan sikre den fornødne fleksibilitet.

Udvalget skal iøvrigt anbefale, at det i direktivteksten defineres, hvad der forstås ved en "overtagelse" af aktier. Art. 4, stk. 2c, litra a, synes at forudsætte, at overtagelsesbegrebet fortolkes vidt. Det er f.eks. uklart, om begrebet omfatter aktier, der modtages som gave eller ved arv, hvilket Udvalget finder mindre hensigtsmæssigt. Udvalget finder desuden, at jo videre begrebet defineres, jo større behov vil der være for undtagelser eller dispensationsmuligheder.

Udvalget har drøftet, hvorvidt udløsningstærsklen for tilbudspigtens indtræden bør hæves til f.eks. halvdelen af stemmerettighederne. Overvejelsen skyldes hensynet til den danske erhvervsstruktur med mange små og mellemstore virksomheder.

Afhængig af tilbudspigtens udformning vil den kunne nødvendiggøre en betydelig kapitalstyrke hos den, der vil erhverve en aktiepost, som overskrider udløsningstærsklen. En lavere **udløsningstærskel** indebærer, at tilbudspigten indtræder tidligere, og at den potentielle indløsningspligt bliver større. Herved bliver det vanskeligere for mindre virksomheder at ekspandere ved hjælp af opkøb.

Nogle medlemmer (Oluf Engeli, Peter Fosdal, Ib Glud Konradsen og Uffe Lind Rasmussen) finder, at en udløsningstærskel på under halvdelen af stemmerettighederne kan have betydelig skadevirkning på udviklingen af den danske erhvervsstruktur. En aktiepost med en trediedel af stemmerettighederne indebærer alene, at aktionæren kan modsætte sig vedtægtsændringer, hvorimod aktionæren som udgangspunkt ikke har kontrol over selskabet. De ovenfor under pkt. 2 nævnte hensyn kan derfor ikke begrunde en udløsningstærskel på en trediedel.

Andre medlemmer (Erik Adolphsen, Lars Andersen, Jeppe Christiansen, J.Kr. Lomholt og Ib Sletting) finder, at grænseværdien ikke bør være højere end en trediedel af stemmerettighederne. Til støtte herfor fremføres, at aktionærer med en sådan stemmeretsbesiddelse ofte reelt vil have betydelig indflydelse på selskabet. Dette vil navnlig være tilfældet i børsnoterede selskaber, hvor de øvrige aktionærer ofte vil være i besiddelse af relativt små aktieposter. Overtagelsesforsøg har betydelig indflydelse på aktiernes kursudvikling, og denne ændring i aktiernes kursværdi vil i praksis indtræde ved aktiebesiddelser, der repræsenterer mindre end både halvdelen og en trediedel af stemmerettighederne.

Endelig ønsker nogle medlemmer (Carsten Andersen, Bent mebus, Tyge Vostrup Rasmussen og Klaus Struwe) ikke at modsætte sig en lavere grænse end 50 pct., forudsat at tilsynsmyndigheden kan meddele dispensation på konkret og begrundet anmodning. Et medlem (Torben Gjede) kan tilslutte sig dette, men ønsker samtidig at understrege, at der ud fra overordnede konkurrencehensyn bør arbejdes for en fast, ensartet udløsningstærskel i EF, kombineret med dispensationsmuligheder.

Direktivforslaget forudsætter, at de erhvervede aktier omsættes på et organiseret marked. Udvalget anbefaler, at det præciseres, hvorledes man beregner stemmeretsbesiddelsen i situationer, hvor der er forskellige aktieklasser, men hvor alene nogle aktieklasser er optaget til notering på det organiserede marked.

Udvalget finder, at de unoterede aktieklasser bør indgå i opgørelsen såvel af hververens besiddelse af stemmerettigheder som i det totale antal stemmerettigheder, der findes i selskabet.

Alene herved afspejler den opgjorte stemmeretsbesiddelse den faktiske indflydelse, som aktieejeren har.

Direktivforslaget indeholder i art. 4, stk. 2c, en adgang for medlemsstaterne til i deres lovgivning at indføre en generel undtagelse fra tilbudspligten i en række nærmere fastsatte situationer. Stk. 3 foreskriver, at tilsynsmyndigheden i andre tilfælde kan dispensere fra tilbudspligten ved en behørigt begrundet beslutning.

Udvalget anbefaler, at såvel stk. 2c som stk. 3 gennemføres, idet det i praksis vil være nødvendigt med en dispensationsadgang. De Børsetiske regler indeholder således også en dispensationsadgang, jf. pkt. 4.3. i de Børsetiske regler.

Udvalget har drøftet, i hvilke tilfælde, der bør være legale undtagelser eller meddeles dispensation. Som eksempel er nævnt erhvervelse ved arv, som ufyldstgjort parthaver eller overdragelser inden for samme koncern. Endvidere vil visse tilfælde af familieoverdragelser og fusioner og tilfælde af overdragelse i forbindelse med rekonstruktionsforsøg meget vel kunne berettige til dispensation.

Dispensation bør desuden kunne gives i tilfælde, hvor en aktiebesiddelse, der overstiger udløsningstærsklen, ikke giver reel kontrol over selskabet, f.eks. fordi selskabet kontrolleres af en hovedaktionær i forvejen, eller fordi mindretelsaktionærerne gennem et samarbejde reelt kan udøve kontrol over selskabet.

Udvalget anbefaler endvidere, at det overordnede synspunkt i tilfælde af dispensation i henhold til art. 4, stk. 2 c, bør være, at dispensationen ikke medfører, at ligebehandling af aktionære/aktionærgrupperne fraviges.

Nogle medlemmer (Carsten Andersen, Oluf Engell, Peter Fosdal, Torben Gjede og Uffe Lind Rasmussen) anbefaler, at dispensationsbestemmelsen administreres på en sådan måde, at der sker en afvejning af de erhvervspolitiske hensyn på den ene side og af ønsket om ligestilling af de øvrige aktionærer på den anden side.

Endelig skal Udvalget påpege at placeringsreglerne i lov om Lønmodtagernes Dyrtidsfond, lov om ATP, lov om forsikringsvirksomhed, lov om firmapensionskasser, bank- og sparekasseloven samt realkreditlovgivningen kan hindre, at der afgives tilbud efter direktivforslagets regler.

### 3.2. Tilbudspligtens omfang

Ifølge direktivforslaget skal alle selskabets ejere have tilbud om, at tilbudsgiveren vil erhverve deres aktier enten ved kontant betaling eller ved anden modydelse, f.eks. ved aktier i et andet selskab.

Der er alene pligt til at fremsætte tilbud over for aktionærene i det pågældende selskab. Udvalget har drøftet, hvorvidt der tillige skal være pligt til at fremsætte tilbud over for mindretalsaktionærene i datterselskaber, når ejerkredsen i moderselskabet ændres. I tilknytning hertil har Udvalget diskuteret, om tilbudspligten alene bør indtræde, såfremt begge selskaber er børsnoterede, eller om tilbudspligten bør indtræde, når blot et af selskaberne (enten moderselskabet eller datterselskabet) er børsnoterede.

De hensyn, der under pkt 2 er fremført til støtte for tilbudspligten, kan i vidt omfang anføres til fordel for aktionærene i datterselskabet Et flertal i Udvalget ønsker dog ikke at anbefale, at der i EF-regi arbejdes for sådanne regler, idet en udvidelse af tilbudspligten vil få uoverskuelige konsekvenser. Dette skyldes ikke mindst, at det ofte vil være vanskeligt på forhånd at få overblik over tilbudspligtens omfang.

Et mindretal (Erik Adolphsen, Lars Andersen, Jeppe Christiansen, J.Kr. Lomholt og Ib Sletting) finder, at der på fællesskabsniveau bør indføres regler om fremsættelse af tilbud over for aktionærene, når en betydelig aktiepost skifter ejer, også når dette sker indirekte via et holdingselskab, hvadenten dette selskab er børsnoteret eller ej. De hensyn til aktionærene om at sikre den økonomiske ligestilling mellem aktionærene og give dem mulighed for at afhænde deres aktier, når forudsætningen omkring ejerkredsen ændres, som direktivet tilsigter at beskytte, er de samme, hvad enten en betydelig aktiepost direkte overdrages, eller dette sker indirekte via overdragelse af aktier i et holdingselskab. Disse hensyn kan kun nås, hvis der gælder samme regler i alle EF-lande. medtages der ikke regler herom i direktivet, er der stor risiko for omgåelse, ved at betydelige aktieposter handles via holdingselskaber i EF-lande, som ikke har regler om indirekte overdragelse af betydelige aktieposter. Dertil kommer, at en forskellig lovgivning i de enkelte lande i EF vil medføre usikkerhed hos den enkelte aktionær om tilbudspligtens omfang, idet han ikke kan vide, hvilke regler der er gældende herom, dels fordi han ikke ved, hvis lands ret der gælder; dels fordi han ikke kender det pågældende

lands lovgivning. (Det er ikke altid lovgivningen i det land, på hvis børs han har købt aktierne, der er gældende). Endelig kan en uensartet lovgivning på dette område medføre spekulationer om, på hvilke børser et selskab vil lade sig børsnotere.

Direktivforslaget indeholder en række formelle krav til tilbuds-dokumentet, men indeholder iøvrigt ikke mere detaljerede regler vedrørende indholdet af tilbudet.

Udvalget har drøftet, hvorvidt tilbudet bør kunne begrænses til en eller flere kategorier af aktier. Udvalgets flertal finder, at en sådan begrænsning i tilbudspligten vil stride mod den ligestilling af de øvrige aktionærer, som er fundamental såvel i direktivforslaget som i de øvrige selskabsretlige direktiver og direktivforslag. Et flertal i Udvalget støtter, at der skal gives tilbud til alle aktionærer, også indehavere af unoterede aktier, og henviser iøvrigt til, at de Børssetiske regler foreskriver, at alle aktionærer skal have mulighed for at afhænde deres aktier på identiske betingelser.

Et mindretal (Peter Fosdal og Uffe Lind Rasmussen) finder, at indløsningspligten bør være begrænset til den aktieklasser, inden for hvilken majoriteten erhverves. At ejerskift af A-aktiemajoritet skulle give B-aktionærerne fuld indløsningsret, forekommer lidet velbegrunder. Investering i B-aktier tager typisk ikke sigte på at kunne påvirke selskabets ledelse. Ligesom en B-aktionær ikke kan forhindre en beslutning, han anser for forkert, bør han heller ikke kunne vanskeliggøre eller forhindre, at der sker et lederskift, som han anser for forkert. Disse forhold kan investor tage hensyn til ved afgørelsen af, hvor der skal investeres.

Udvalget støtter, at tilbudet kan variere i pris for de forskellige aktieklasser, idet de forskellige aktier er tillagt forskellige rettigheder, og derfor kan have forskellig pris.

Værdiansættelsen giver navnlig problemer i de situationer, hvor der findes aktieklasser, der ikke er optaget til officiel notering, idet man ikke har noget objektivt sammenligningsgrundlag for prisforskellen mellem aktieklasserne. Dette har i praksis givet anledning til betydelige problemer.

Udvalget finder, at dette problem bør løses ved gennemførelsen af direktivet.

Udvalget har drøftet, hvorvidt der bør være mere specifikke regler om indholdet af tilbudet, således at det sikres, at tilbudet har et realistisk indhold, f.eks. hvad angår vederlæggelsen for aktierne.

Udvalget finder, at det vil være vanskeligt på fællesskabsniveau at udarbejde mere specifikke regler om tilbudet, som i de enkelte medlemslande vil give et tilfredsstillende resultat i praksis. Udvalget tilslutter sig derfor, at direktivforslaget ikke indeholder nærmere regler om tilbudets indhold.

Udvalget har drøftet, hvorvidt tilbudsgiveren bør kunne begrænse sit tilbud til at ville erhverve en minimal og en maksimal mængde af aktierne i selskabet. Ifølge direktivforslaget kan pligtmæssige tilbud ikke begrænses.

Et flertal i Udvalget finder, at det ikke er muligt at angive kriterier for, hvornår og i hvilket omfang sådanne begrænsninger kan være rimelige. Flertallet anbefaler derfor, at tilbudsgiveren altid skal være forpligtet til at overtage samtlige aktier, såfremt de øvrige aktionærer accepterer det fremsatte tilbud, medmindre der er opnået dispensation fra selve tilbudspligten.

Et mindretal (Peter Fosdal og Uffe Lind Rasmussen) finder, at tilbudsgiveren bør kunne begrænse sit tilbud. Til støtte herfor fremfører mindretallet, at krav om en 100% indløsningspligt er ambitiøst. Det vil medvirke til kapitalkoncentration og til reduktion af antallet af børsnoterede selskaber, ligesom det vil modvirke virksomhedsrationalisering via opkøb m.v. Det bør derfor være muligt inden for visse grænser for tilbudsgivere at fastsætte et maksimum for det antal aktier, der indløses kombineret med en forholdsmæssig reduktion. mindretallet peger på, at de svenske rekommandationer fra Näringslivets Börskomité (1988) blot foreslår en partiel indløsningspligt: Tilbud, som ikke omfatter samtlige aktier, skal angive det største antal aktier, som køberen ønsker at erhverve. Hvis dette antal overskrides, kan køberen gennemføre en proportional reduktion af de overskydende aktier.

### 3.3. Ledelsens kompetence

Direktivforslaget indeholder en række forskrifter om ledelsens kompetence i perioden fra tilbudsgiverens beslutning om at fremsætte tilbud og til offentliggørelsen af resultatet af tilbudet. Disse forskrifter er af selskabsretlig karakter, jf. Aktie-

selskabslovens § 54, hvorfor Udvalget alene vil kommentere direktivforslagets art. 8, stk. 1, litra b.

Ifølge denne bestemmelse må ledelsen ikke gennemføre transaktioner, som vil kunne ændre selskabets aktiver eller passiver i væsentlig grad, eller som vil kunne bevirke, at selskabet indgår forpligtelser uden modydelse, uden at dette er tiltrådt på en generalforsamling, medmindre der foreligger en behørigt begrundet tilladelse fra tilsynsmyndighederne.

Et flertal i Udvalget finder, at denne bestemmelse bør udgå, idet den er unødigt bureaukratisk, og idet princippet om beskyttelse af aktionærene allerede følger af de almindelige selskabsretlige principper, jf. Aktieselskabslovens §§ 63 og 80. Ligeledes sætter straffelovens regler om formueforbrydelser (f.eks. bestemmelsen om mandatsvig) grænser for, hvad ledelsen iøvrigt kan foretage sig.

Hertil kommer, at flertallet er betænkelig ved, at tilsynsmyndigheden kan give ledelsen i selskabet tilladelse til at foretage sådanne dispositioner, idet tilsynsmyndigheden herved vil træffe beslutninger, der er af ren forretningsmæssig karakter. Herved sker der en forskydning af den selskabsretlige kompetence, idet ansvaret overføres fra selskabsorganerne til tilsynsmyndigheden. Efter flertallets opfattelse bør ansvaret fuldt ud ligge hos selskabets ledelse og generalforsamling. En overtrædelse af selskabsorganernes kompetence bør behandles af domstolene, f.eks. ved anlæggelse af en erstatningssag.

Et mindretal (Erik Adolphsen, Lars Andersen, Jeppe Christiansen, J.Kr. Lomholt og Ib Sletting) er enig i direktivets formulering.

#### 3.4. Tilsynsmyndigheden

De emner, som Udvalget har kommenteret ovenfor, kan ikke ses isoleret, men må sammenholdes med den kompetence, der gives tilsynsmyndigheden. I denne henseende er spørgsmålet, hvem der skal være dansk tilsynsmyndighed, tillige af betydning.

Udvalget har derfor drøftet, hvorvidt Københavns Fondsbørs eller Erhvervs- og Selskabsstyrelsen bør være tilsynsmyndighed.

Til støtte for, at Københavns Fondsbørs bør være tilsynsmyndighed, kan fremføres, at tilbudsdokumentet i høj grad minder om børsprospekter, som Fondsbørsen godkender, at tilsynsvirksomheden forudsætter et markedskendskab, som Fondsbørsen via sin øvrige virksomhed har nem adgang til, at Fondsbørsen



påser overholdelsen af forbudet mod insider-handel, at Fondsbørsen i dag administrerer de eksisterende regler, og at reglerne også i andre lande traditionelt administreres af børsmyndighederne.

Heroverfor står, at direktivforslaget er af såvel børsretlig som selskabsretlig karakter. Reglerne om ledelsens kompetence er f.eks. af ren selskabsretlig karakter. De grundlæggende principper i direktivforslaget - ligestilling af aktionærerne og beskyttelse af minoritetsaktionærene - er selskabsretlige principper. Også regler om tilbud og vurdering genfindes i selskabslovgivningen, f.eks. ved fusion, der påses af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Da Erhvervs- og Selskabsstyrelsens afgørelse eller praksis i forbindelse med administrationen af aktieselskabsloven ofte vil være bindende for Fondsbørsen, forudsætter Udvalget, at der opbygges et samarbejde som sikrer, at de børsretlige og øvrige selskabsretlige beskyttelsesregler kan fungere samtidig, uden at der derved opstår unødvendige problemer for virksomhederne. Endvidere forudsættes, at anmeldelser til Erhvervs- og Selskabsstyrelsens registreringssystemer kan fungere gnidningsløst.

Udvalget finder, at Københavns Fondsbørs i videst muligt omfang bør være tilsynsmyndighed.

Udvalget har drøftet, hvilken kompetence tilsynsmyndigheden bør have. Da kravene til tilbudets materielle indhold i sagens natur må formuleres meget generelt, finder Udvalget, at tilsynsmyndigheden bør gives en vid kompetence, og at det i direktivet bør præciseres, efter hvilke principper tilsynet skal udøves. Alene herved er det muligt at sikre, at de øvrige aktionærer får et reelt og relevant tilbud, samt at der ikke sker en forfordeling af de enkelte aktionærer eller aktionærkategorier.

Udvalget anbefaler derfor, at direktivforslagets art. 6a gennemføres, men bestemmelsen bør ikke begrænses til situationer, hvor tilsynsmyndigheden giver dispensation. De i art. 6a opregnede principper bør gælde generelt, selv om nogle af principperne som f.eks. lighedsprincippet kan udledes af selskabsrettens øvrige regler, og de bør i videst muligt omfang formuleres som materielle krav til tilbudsgiveren, og ikke blot som principper for tilsynets udøvelse. Udvalget fremhæver, at art. 6a vil være med til at sikre ensartede regler og administration heraf på fællesskabsniveau, hvilket især er vigtigt ud fra børshensyn.

Der henvises iøvrigt til det under pkt. 3.2. og 3.3. anførte vedrørende tilsynsmyndigheden.

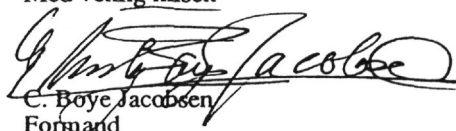
### 3.5. Sanktioner

Udvalget har drøftet, hvorvidt der i direktivet skal indføres sanktionsbestemmelser.

Et flertal i Udvalget finder, at da sanktionsbestemmelser hører under national ret, bør sådanne ikke indføres i direktivet, men eventuelt indføres i den nationale lov ved gennemførelsen af direktivet.

Et mindretal (Erik Adolphsen, Lars Andersen, Jeppe Christiansen, J.Kr. Lomholt, Bent mebus og Ib Sletting) finder, at det er væsentligt, at der gennemføres sanktionsregler der motiverer indehaveren af en betydelig aktiepost til at opfylde direktivets regler om tilbudspligt, og at sådanne regler indføres på fællesskabsniveau. myndighederne bør således kunne suspendere aktiernes stemmerettigheder, erklære afgivne stemmer ugyldige eller annullere dem, eller pålægge en aktionær at sælge så stor en del af sin aktiepost, at han kommer ned under tilbudspligtens tærskel, såfremt aktierne er erhvervet i strid med reglerne om aktieerhvervelsen eller trods myndighedernes afslag på en ansøgning om godkendelse. mindretallet finder, at sådanne regler bør indføres på fællesskabsniveau, idet den enkelte aktionær kun, såfremt der gælder regler som de anførte i alle EF-lande, kan sikre sig, at tilbudspligten kan gennemføres over for ham, uanset i hvilket EF-land overdragelsen af den betydelige aktiepost er sket. Indføres sådanne regler ikke på fællesskabsniveau, vil aktionærerne ikke opnå den ligestilling, som direktivet forudsætter. Dertil kommer, at en forskellig lovgivning i de enkelte lande i EF vil medføre usikkerhed hos den enkelte aktionær om hans muligheder for at gennemtvinge tilbudspligten, dels fordi han ikke ved, hvis lands ret der gælder (det er ikke altid lovgivningen i det land, på hvis børs han har købt aktierne, der er gældende), dels fordi han ikke kender det pågældende lands lovgivning. Endelig kan en uensartet lovgivning på dette område medføre spekulationer om, på hvilke børser et selskab lader sig børsnotere.

Med venlig hilsen



C. Boye Jacobsen  
Formand

**Oversigt  
over medlemmer i  
"Børsudvalget".**

1. Afdelingschef C. Boye Jacobsen (formand)  
Industriministeriet  
Slotsholmsgade 12  
1216 København K
2. Inspektør marianne Knudsen  
Finanstilsynet  
Gl. Kongevej 74 A  
1850 Frederiksberg C
3. Kontorchef Lone Sneholt  
Erhvervs- og Selskabsstyrelsen  
Kampmannsgade 1  
1604 København V
4. Ekspeditionssekretær Leif Amsinck  
Industriministeriet, 1. kontor  
Slotsholmsgade 12  
1216 København K
5. Kontorchef Annette Bjåland Andersen  
Industriministeriet, 2. kontor  
Slotsholmsgade 12  
1216 København K
6. Direktør Bent mebus  
Københavns Fondsbørs  
Nikolaj Plads 6  
1067 København K
7. Direktionssekretær Aase Blume  
Værdipapircentralen  
Helgeshøj Allé 61  
2630 Tåstrup
8. Direktør Tyge Vorstrup Rasmussen  
Garantifonden for Danske Optioner og Futures  
Kompagnistræde 13, 3. sal  
1208 København K

9. Sekretariatschef Klaus Struwe  
Foreningen af Danske Børsmæglerselskaber  
Ny Østergade 7  
Postbox 1003  
1006 København K
10. Underdirektør Ib Glud Konradsen  
Danmarks Nationalbank  
Havnegade 5  
1093 København K
11. Underdirektør Carsten Andersen  
Finansrådet  
Amaliegade 7  
Postboks 7  
1256 København K
12. Afdelingschef Peter Fosdal  
Industrirådet  
H.C. Andersens Boulevard 18  
1553 København V
13. Afdelingschef Uffe Lind Rasmussen  
Danmarks Rederiforening  
Amaliegade 33  
1256 København K
14. Direktør Torben Gjede  
Realkreditrådet  
Vesterbrogade 4  
1620 København K
15. Underdirektør Erik Adolphsen  
Assurandør-Societetet  
Amaliegade 10  
1256 København K
16. Direktør J.K. Lomholt  
Pensionskasserådet  
Linnésgade 28  
1361 København K
17. Fondschef Birthe Werner  
ATP  
Kongens Vænge 8  
3400 Hillerød

## Bilag I

18. Fondschef Jeppe Christiansen  
Lønmodtagernes Dyrtidsfond  
Vendersgade 28  
1363 København V
19. Direktør Ib m. Sletting  
Foreningen af Firmapensionskasser  
Plantagevej 65 A  
3460 Birkerød
20. Fuldmægtig Inger Frydendahl  
Forbrugerrådet  
Købmagergade 7  
1150 København K
21. Lars Andersen  
Arbejderbevægelsens Erhvervsråd  
Reventlowsgade 14, 2. sal  
1651 København V
22. Fuldmægtig Anita Lindberg  
Finansministeriet  
Christiansborg Slotsplads 1  
1218 København K
23. Fuldmægtig Jens Chr. Nielsen  
Økonomiministeriet  
Slotsholmsgade 12  
1216 København K
24. Kontorchef Hanne Victor Hansen  
Boligministeriet  
Slotsholmsgade 12  
1216 København K
25. Lektor lic.jur. LLm  
Nis Jul Clausen  
Odense Universitet  
Institut for Erhvervsret og Politologi  
Campusvej 55  
5230 Odense
26. Advokat Oluf Engell  
Amager Torv 24  
11160 København K

## Uddrag af de Børsetiske regler

### 4. OVERDRAGELSE AF KONTROLLERENDE AKTIEPOSTER.

- 4.1. I forbindelse med dispositioner, der direkte eller indirekte resulterer i overdragelsen af en aktiepost, som retligt eller faktisk giver kontrol over et børsnoteret selskab, skal alle aktionærer have mulighed for at afhænde deres aktier på identiske betingelser.
- 4.2. Overdrageren af en kontrollerende aktiepost skal orientere erhververen om dennes pligt til i medfør af ovenstående bestemmelse at give ejere af minoritetsposter mulighed for at afhænde deres aktier.
- 4.3. Fondsbørsbestyrelsen kan dog fritage for forpligtelsen i pkt. 4.1., såfremt særlige forhold gør sig gældende.

**OPLYSNINGSFORPLIGTELSER  
FOR  
UDSTEDERE AF BØRSNOTEREDE VÆRDIPAPIRER**

**4. december 1991**

## INDHOLDSFORTEGNELSE

KAPITEL 1. INDLEDENDE BESTEMMELSER . . . . .	Side 4
KAPITEL 2. FÆLLES FORPLIGTELSE FOR ALLE UDSTEDERE .	Side 4
Væsentlige forhold . . . . .	Side 4
Generalforsamling . . . . .	Side 5
Ledelse og revision . . . . .	Side 6
Notering på andre børser . . . . .	Side 6
Ugelig behandling . . . . .	Side 6
meddelelsens form . . . . .	Side 7
Sprog . . . . .	Side 7
Tidspunkt for offentliggørelse . . . . .	Side 7
Offentliggørelse . . . . .	Side 8
Offentliggørelsesmåde . . . . .	Side 8
KAPITEL 3. SÆRLIGE FORPLIGTELSE FOR	
UDSTEDERE AF AKTIER . . . . .	Side 9
Kapitalforhold . . . . .	Side 9
Årsregnskaber . . . . .	Side 10
Forventet udvikling . . . . .	Side 11
<b>årsregnskabsmeddelelse</b> . . . . .	Side 11
Halvårsrapport . . . . .	Side 12
KAPITEL 4. INVESTERINGSFORENINGER . . . . .	Side 12
Generelt . . . . .	Side 12
Øvrige oplysninger . . . . .	Side 13
KAPITEL 5. OBLIGATIONSUDSTEDERE . . . . .	Side 13
Generelt . . . . .	Side 13
Årsregnskab . . . . .	Side 13
Øvrige oplysninger . . . . .	Side 13
KAPITEL 6. GARANTIFONDEN FOR	
DANSKE OPTIONER OG FUTURES . . . . .	Side 14
Årsregnskab/halvårsrapport . . . . .	Side 14
Øvrige oplysninger . . . . .	Side 14
KAPITEL 7. UDSTEDERE AF COVERED WARRANTS O.L. . . . .	Side 15



## Bilag 2

KAPITEL 8. DISPENSATION. . . . .	Side 15
KAPITEL 9. IKRAFTTRÆDELSE. . . . .	Side 16
SKEmA A: ARSREGNSKABSMEDDELELSE. . . . .	Side 17
SKEmA B: HALVÅRSRAPPORT. . . . .	Side 21

## KAPITEL 1. INDLEDENDE BESTEMMELSER

§ 1. Udstedere, der har værdipapirer optaget til notering på Københavns Fondsbørs, skal overholde de forpligtelser, der følger af dette regelsæt.

Stk. 2. De skal udarbejde interne regler med det formål at sikre, at dette regelsæt overholdes.

Stk. 3. Reglerne skal efter anmodning sendes til Københavns Fondsbørs.

***Kommentar:*** *Københavns Fondsbørs har ikke udarbejdet forslag til interne regler, idet disse må udformes individuelt afhængigt af udstederens karakter og virksomhedsområde.*

***De interne regler skal medvirke til, at udstederen overholder sine oplysningsforpligtelser. Dette betyder, at de bl.a. skal foreskrive procedurer og rutiner, der sikrer,***

***at udstederen straks offentliggør oplysninger om væsentlige forhold, at Københavns Fondsbørs altid underrettes senest samtidig med anden offentliggørelse, at der ikke til nogen gives oplysninger, som ikke er offentliggjort at beslutninger truffet på generalforsamling offentliggøres straks, at formkravene til meddelelser overholdes, og at der offentliggøres årsregnskabsmeddelelse og halvårsrapport.***

## KAPITEL 2. FÆLLES FORPLIGTELSE FOR ALLE UDSTEDERE

### Væsentlige forhold

§ 2. Udstedere skal straks offentliggøre oplysninger om væsentlige forhold, der vedrører virksomheden, og som kan antages at få betydning for kursdannelsen på værdipapirerne.

Stk. 2. Hvis en udsteder har offentliggjort oplysninger i medfør af stk. 1, og der efterfølgende sker væsentlige ændringer i forhold til det offentliggjorte, skal dette straks meddeles til Københavns Fondsbørs.

***Kommentar:*** *Bestemmelsen, som for stk. 1's vedkommende er en gengivelse af fondsbørslovens §19, stk. 1, er den vigtigste informationsforpligtelse, der påhviler en udsteder.*

***Nedenfor er nævnt en række hovedeksempler på forhold, der almindeligvis er af betydning for et selskabs virksomhed og som følgelig skal offentliggøres, hvis de***

*kan antages at få betydning for kursdannelsen på værdipapirerne. Listen er ikke udtømmende.*

### **Eksempler:**

- *større udvidelse eller indskrænkning af selskabets aktiviteter*
- *køb eller salg af større anlægsaktiver, herunder fast ejendom*
- *konjunkturudsving af særlig betydning for selskabet*
- *indgåelse/opsigelse af større samarbejdsaftaler*
- *indgåelse/ophævelse af større kontrakter*
- *betydelig gevinst/tab på enkelte dispositioner*
- *væsentlige forskningsresultater*
- *væsentlige nye produkter*
- *større nye markeder eller bortfald af samme*
- *større investeringer*
- *retstvister anlagt af eller mod selskabet, hvis udfaldet heraf skønnes at kunne få væsentlig betydning*
- *likvidation, betalingsstandsning, konkursbegæring m.v.*
- *forslag om fusion med et andet selskab*
- *væsentlige forslag til vedtægtsændringer*
- *overdragelse af en majoritetspost i selskabet, som bestyrelse eller ledelse er inddraget i eller har kendskab til.*

*I særlige tilfælde har Københavns Fondsbørs mulighed for at dispensere fra kravet om offentliggørelse, jf. § 41.*

## **Generalforsamling**

§ 3. Når der er truffet beslutning om afholdelse af generalforsamling, skal dette straks meddeles Københavns Fondsbørs.

Stk. 2. Senest ved indkaldelsen skal kopi af denne med samtlige forslag sendes til Københavns Fondsbørs.

Stk. 3. Indkaldelse til generalforsamlingen med angivelse af dagsordenen skal tillige indrykkes i Statstidende samt i et landsdækkende dagblad.

Stk. 4. Ved indkaldelse til ekstraordinær generalforsamling skal årsagen hertil angives.

§ 4. Senest børsdagen efter generalforsamlingens afholdelse skal der offentliggøres en meddelelse om forløbet heraf, indeholdende oplysning om truffede beslutninger.

Stk. 2. Fremkommer der på generalforsamlingen væsentlige oplysninger, som ikke i forvejen er offentliggjort, skal der straks gives Københavns Fondsbørs meddelelse herom.

*Kommentar:* Hvis man på forhånd har viden eller formodning om, at der på generalforsamlingen vil fremkomme oplysninger af betydning for kursdannelsen, skal man tage kontakt til Fondsbørsen med henblik på at aftale en procedure for offentliggørelse af disse oplysninger.

### Ledelse og revision

§ 5. Alle ændringer i bestyrelse og direktion, væsentlige ændringer i den ledende medarbejderstab samt fratræden af revisor skal straks meddeles til Københavns Fondsbørs.

*Kommentar:* Såvel skift af som ændringer i den juridiske person skal meddeles, hvis en sådan udgør direktionen, jf. AL § 52, stk. 3.

### Notering på andre børser

§ 6. Søger en udsteder sine værdipapirer optaget på en anden fondsbørs end Københavns Fondsbørs eller et andet organiseret marked, skal dette meddeles Københavns Fondsbørs. Det skal endvidere meddeles, om ansøgningen imødekommes eller afslås.

Stk. 2. Bliver en udsteder bekendt med, at dens værdipapirer noteres og handies på et andet marked, skal udstederen give meddelelse herom til Københavns Fondsbørs.

Stk. 3. Udstedere, hvis værdipapirer tillige er optaget til notering på udenlandske fondsbørser, skal informere børsmyndighederne i de pågældende lande om de samme forhold, som skal meddeles Københavns Fondsbørs og skal informere Københavns Fondsbørs om de samme forhold, som skal meddeles de udenlandske børsmyndigheder. Informationen skal afgives samtidig til alle børser.

### Ligelig behandling

§ 7. Udstedere skal sikre, at alle får lige adgang til væsentlige oplysninger om udstederen, der kan antages at få betydning for kursdannelsen på udstederens værdipapirer, og skal sikre, at ingen uvedkommende får adgang til sådan information, før den er offentliggjort.

Stk. 2. Oplysninger, som nævnt i stk. 1, må ikke gives i udtalelser, redegørelser og interviews m.v., i forbindelse med investormøder eller i medarbejderblade og lign., uden at oplysningerne senest samtidig gives til Københavns Fondsbørs.

*Kommentar:* For så vidt angår væsentlige oplysninger, der fremkommer på udstedernes generalforsamling, henvises til § 4, stk. 2.

### meddelelsens form

§ 8. meddelelser skal være nøjagtige, tydelige og fyldestgørende. De skal formuleres på en måde, der giver umiddelbart grundlag for at forstå indholdet og vurdere betydningen af den givne information.

Stk. 2. meddelelser skal indledes med praktiske oplysninger om dato, udstederens navn, telefonnummer samt eventuelt angivelse af kontaktperson.

Stk. 3. I overskriften anføres, hvilken type meddelelse, der er tale om. Det skal af hver enkelt side fremgå, hvor mange sider meddelelsen omfatter, hvilken slags meddelelse det drejer sig om, samt hvilket selskab den vedrører.

Stk. 4. meddelelser, der på grund af det kvantitative omfang er vanskelige at overskue, skal indledes med et resumé, og væsentlige informationer skal altid gives først.

*Kommentar:* En forudsætning for en opfyldelse af kravet om, at læseren skal kunne forstå indholdet og vurdere betydningen af den givne information, kan være, at udstederen kommer med sin egen vurdering af den givne meddelelse.

### Sprog

§ 9. Offentliggørelse af meddelelse skal for danske udstedere ske på dansk.

Stk. 2. For udenlandske udstedere kan offentliggørelse ske på engelsk, svensk eller norsk. Ligeledes kan danske udstedere, der har udenlandske børsnoterede datterselskaber, offentliggøre meddelelser fra de udenlandske datterselskaber på engelsk, svensk eller norsk.

### Tidspunkt for offentliggørelse

§ 10. Alle oplysninger skal straks meddeles Københavns Fondsbørs, og Københavns Fondsbørs skal altid underrettes senest samtidig med anden offentliggørelse. Beslutninger, som er omfattet af oplysningspligten, skal meddeles, når afgørelsen reelt er truffet.

*Kommentar:* Tidspunktet for hvornår oplysninger skal meddeles Københavns Fondsbørs må fastsættes konkret. Det afgørende er ikke altid, om beslutningerne

formelt er truffet, men om de reelt har fast karakter, samtidig med, at der foreligger risiko for misbrug af oplysningerne.

Dette indebærer, at oplysningspligten kan udløses, førend en beslutning endelig er truffet, hvis den endelige godkendelse må betragtes som en formalitet. En forelæggelse for en udsteders repræsentantskab kan for eksempel ikke altid afventes.

I situationer, hvor beslutning ikke er truffet formelt, men hvor der foreligger risiko for, at oplysningerne er kommet eller kommer til udenforståendes kundskab, skal udstederen, hvis offentliggørelse ikke kan ske, tage kontakt til Fondsbørsen med henblik på at træffe fornødne foranstaltninger til sikring af, at ingen udenforstående kan udnytte denne viden.

Tidspunktet for afgivelse af meddelelser om forskningsresultatet m.v. må **bl.a.** bestemmes ud fra hensynet til udstederens mulighed for sikring af en immateriel ret.

### Offentliggørelse

§ 11. Offentliggørelse anses at være sket, når meddelelsen er kommet frem til Københavns Fondsbørs.

Kommentar: Bestemmelsen er en gengivelse af fondsbørslovens § 19, stk. 3.

I forhold til insider trading-problematikken er meddelelser imidlertid **offentliggjort**, når der "er sket en for markedet generel og relevant videreformidling af denne, d.v.s. når denne er videresendt fra Københavns Fondsbørs", jf. fondsbørslovens § 39, stk. 3.

### Offentliggørelsesmåde

§ 12. Oplysninger skal sendes til Københavns Fondsbørs via telefax, medmindre andet aftales.

Stk. 2.1 undtagelsestilfælde kan meddelelser afleveres med bud.

Kommentar: Udstederne skal være opmærksom på, at den tekniske kvalitet af telefax forringes væsentligt, hvis der anvendes farvet papir, skraveringer, mørke felter m.v.

### KAPITEL 3. SÆRLIGE FORPLIGTELSER FOR UDSTEDERE AF AKTIER

§ 13. meddelelser, som aktieselskaber giver til aktionærer, skal offentliggøres straks.

*Kommentar:* Gengivelse af hovedindholdet i fondsbørslovens §19, stk. 2. Bestemmelsen vedrører alle meddelelser, uanset om de er omfattet af oplysningsforpligtelserne.

#### Kapitalforhold

§ 14. Samtlige beslutninger om ændringer i udsteders aktiekapital - eller forslag hertil - skal straks meddeles Københavns Fondsbørs. Tilsvarende skal der straks gives meddelelse om udstedelse af obligationslån, konvertible obligationer, warrants m.v. samt optagelse af ansvarlig indskudskapital/lånekapital m.v.

Stk. 2. Ændringer i kapitalforhold skal søges tilrettelagt således, at meddelelser herom ikke skal offentliggøres lige inden eller lige efter offentliggørelse af årsregnskabsmeddelelse eller halvårsrapport.

Stk. 3. Forslag til udvidelse af selskabets kapital skal angive, hvorvidt der tillægges aktionærer eller andre en fortegningsret, eller om forhøjelsen udbydes i fri tegning til offentligheden.

Stk. 4. meddelelsen til Københavns Fondsbørs skal mindst oplyse om:

- størrelsen af den planlagte kapitalforhøjelse
- hvorvidt der er tale om en udvidelse med eller uden fortegningsret for de hidtidige aktionærer, samt om kapitalforhøjelsen er rettet til bestemte personer eller offentligheden
- tegningsforhold
- tegningskurs
- tidspunkt for kapitaludvidelsens gennemførelse

Stk. 5. Ved apportemission, hvor aktierne umiddelbart videresælges til trediemand og ved rettede emissioner, skal perioden for fastlæggelse af tegningskursen meddeles senest 2 dage før tegningsperiodens start.

*Kommentar:* Bestemmelsen i stk. 2 er dog ikke til hinder for, at ændringer i kapitalforhold i ekstraordinære tilfælde kan tilrettelægges således, at meddelelse skal offentliggøres indenfor det nævnte tidsrum. Træffes beslutningen umiddelbart før offentliggørelse af en af de nævnte meddelelser, skal der samtidig offentliggøres foreløbige hovedtal herfra.

## Årsregnskaber

§ 15. Regnskaber, der aflægges af danske børsnoterede aktieselskaber, skal til enhver tid leve op til den højeste standard for den kategori af virksomheder, selskabet tilhører. Regnskaberne skal følge udviklingen i god regnskabsskik og skal aflægges i overensstemmelse med almindeligt anerkendte danske regnskabsvejledninger.

Stk. 2. Regnskaber skal indeholde sammenligningstal for det foregående år.

Stk. 3. Regnskaberne skal indeholde sammenlignende hovedtal for de seneste 4 år.

Stk. 4. Årsregnskaberne for børsnoterede aktieselskaber skal indeholde en finansieringsanalyse, der viser årets pengestrømme fra henholdsvis driften, investeringsaktiviteterne og finansieringsaktiviteterne.

Stk. 5. Selskabet skal i årsregnskabet som led i den indledende beskrivelse af den anvendte regnskabspraksis, oplyse, om regnskabet er aflagt i overensstemmelse med stk. 1. Hvis regnskabet ikke opfylder stk. 2-4, skal dette oplyses, og en begrundelse herfor skal anføres.

Stk. 6. Revideres ikke alle selskaber i en koncern, hvori et dansk børsnoteret aktieselskab er moderselskab, af mindst et af moderselskabets revisionsfirmaer eller deres tilknyttede udenlandske forbindelse eller af et anerkendt internationalt revisionsfirma, skal dette oplyses i regnskabet.

***Kommentar:*** For tiden anses regnskabsvejledningerne nr. 1-7 (incl), udsendt af Foreningen af Statsautoriserede Revisorer, som værende en nødvendig del af almindeligt anerkendte danske regnskabsvejledninger.

***For rederier, som først er underlagt årsregnskabslovens bestemmelser fra og med 1989, gælder kravet om sammenligningstal alene for den periode, de har været underlagt loven.***

I 16. Udenlandske aktieselskaber, hvis aktier er noteret på Københavns Fondsbørs, skal aflægge et revideret regnskab i overensstemmelse med regnskabslovgivningen i deres hjemland og skal følge almindeligt anerkendte regnskabsvejledninger i hjemlandet.

***Kommentar:*** Det fremgår af bekendtgørelse om betingelserne for optagelse til officiel notering af værdipapirer på Københavns Fondsbørs, skema C, punkt 4 c, at der skal fremlægges mere dettjerede eller supplerende oplysninger, hvis et selskabs årsregnskab og beretning ikke er i overensstemmelse med EF's direktiver vedrørende selskabsregnskaber, samt hvis disse regnskaber ikke giver et pålideligt billede af selskabets aktiver og passiver samt af dets økonomiske stilling og dets resultat.



§ 17. Selskaberne skal straks efter trykningen og senest 8 dage før generalforsamlingen sende et eksemplar af det trykte årsregnskab til hvert børsmæglerelskab. Samtidig skal der sendes 5 eksemplarer til Københavns Fondsbørs.

Stk. 2. Selskaberne skal til de af pressens repræsentanter, der anmoder herom, sende et eksemplar af det trykte årsregnskab.

Stk. 3. Københavns Fondsbørs udsender opdaterede adresselister over børsmæglerelskaberne til selskaberne.

### Forventet udvikling

§ 18. Når selskaber omtaler deres forventede udvikling for et regnskabsår, hvad enten det er det løbende eller et kommende, skal der oplyses om de eventuelle særlige forudsætninger, som selskabet har lagt til grund herfor. Hvis der er særligt følsomme eller usikre faktorer, der er afgørende for det forventede resultat, skal der redegøres herfor.

Stk. 2. Det samme gælder, hvis der offentliggøres et budget, dele af et budget eller en prognose.

Stk. 3. Sker der væsentlige ændringer i forhold til det offentliggjorte, skal dette straks meddeles Københavns Fondsbørs.

*Kommentar: Efter årsregnskabslovens § 56 skal ethvert aktieselskabs årsberetning indeholde en omtale af selskabets forventede udvikling. Dette krav gælder uafhængigt af Københavns Fondsbørs oplysningsforpligtelser.*

### Årsregnskabsmeddelelse

§ 19. Umiddelbart efter afholdelsen af det bestyrelsesmøde, hvor årsregnskabet behandles, skal selskaberne offentliggøre en **årsregnskabsmeddelelse**, der skal fremtræde som en kort udgave af årsregnskabet.

Stk. 2. Selskaberne skal senest 7 børsdage før den pågældende uges begyndelse meddele, i hvilken uge der forventes at ske offentliggørelse af årsregnskabsmeddelelsen.

Stk. 3. De nærmere bestemmelser om indhold og udformning af årsregnskabsmeddelelsen findes i skema A.

Stk. 4. Såfremt der efterfølgende ændres i årsregnskabet i forhold til den offentliggjorte årsregnskabsmeddelelse, skal meddelelse herom straks offentliggøres.

## Halvårsrapport

§ 20. Selskaberne skal offentliggøre en halvårsrapport vedrørende aktiviteten og resultatet af de første 6 måneder af hvert regnskabsår.

Stk. 2. Halvårsrapporten skal offentliggøres umiddelbart efter afholdelsen af det bestyrelsesmøde, hvor den behandles.

Stk. 3. Selskaberne skal senest 7 børsdage før den pågældende uges begyndelse meddele, i hvilken uge der forventes at ske offentliggørelse af halvårsrapporten.

Stk. 4. De nærmere bestemmelser om indholdet og udformningen af halvårsrapporten findes i skema B.

***Kommentar: I medfør af § 25, stk. 3, i bekendtgørelse om betingelserne for optagelse til officiel notering af værdipapirer på Københavns Fondsbørs skal selskaber, hvis hovedformål er rederivirksomhed, og som alene er noteret på Københavns Fondsbørs, ikke opgive regnskabstal i tilfælde, hvor 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 herfor, er korrekte og relevante. Den foreslåede regel ændrer ikke herpå.***

***For så vidt udenlandske selskaber aflægger tertialrapporter, der opfylder kravene til en halvårsrapport, stilles der ikke krav om offentliggørelse af en halvårsrapport.***

***Det anbefales, at selskaberne så vidt muligt informerer kvartalsvis om deres virksomhed • ikke nødvendigvis med regnskabstal, selv om dette naturligvis må foretrækkes. Også verbale rapporter kan være velegnede.***

§ 21. Halvårsrapporten skal offentliggøres senest 2 måneder efter udløbet af den pågældende seks måneders periode.

Stk. 2. I særlige tilfælde, der er behørigt begrundet, kan fondsbørsbestyrelsen forlænge fristen for offentliggørelse.

***Kommentar Bestemmelsen er en gengivelse af "Betingelsesbekendtgørelsens" § 21.***

## KAPITEL 4. INVESTERINGSFORENINGER

### Generelt

§ 22. For investeringsforeninger finder kapitel 3 anvendelse med de afvigelser, som den valgte selskabsform tilsiger.

### Øvrige oplysninger

§ 23. Investeringsforeninger skal hver børsdag inden kl. 12.00 til Københavns Fondsbørs indberette den indre værdi for hver afdeling beregnet på basis af de officielle kurser den foregående børsdag.

Stk. 2. Indberetningen skal ske via telefax.

§ 24. Investeringsforeninger skal medio og ultimo måneden til Københavns Fondsbørs indberette størrelsen af det cirkulerende beløb i hver enkelt afdeling.

§ 25. Investeringsforeninger skal straks meddele Københavns Fondsbørs, såfremt de udsætter indløsning af investeringsbeviser.

## KAPITEL 5. OBLIGATIONSUDSTEDERE

### Generelt

§ 26. For obligationsudstedere finder §§ 13, 14, 16, 17, 18, 19, 20 og 21 anvendelse med de afvigelser den valgte selskabsform tilsiger.

### Årsregnskab

§ 27. Obligationsudstedere skal aflægge regnskab i overensstemmelse med regnskabslovgivningen og skal følge udviklingen i god regnskabsskik.

### Øvrige oplysninger

§ 28. Københavns Fondsbørs skal straks have meddelelse, når der træffes beslutning om lukning af en serie.

§ 29. Obligationsudstedere skal løbende meddele Københavns Fondsbørs størrelsen af det nominelt cirkulerende beløb pr. serie, trækingsdatoer, publiceringsdatoer samt tilhørende terminsdatoer.

Stk. 2. Obligationsudstedere skal forud for hver udtrækning meddele, hvor stor en del af denne, der skyldes ekstraordinære indfrielse.

Stk. 3. Det nærmere indhold af og formen for indberetning efter stk. 2, fastsættes af Københavns Fondsbørs.

§ 30. Obligationsudstedere skal til Københavns Fondsbørs indberette den faktiske tilgang af obligationer efter afslutning af hver debitortermin, hvor serien er åben, til brug for Københavns Fondsbørs generering af ydelsesrækker.

Stk.2. Efter seriens lukning skal de obligationsudstedere, der af Københavns Fondsbørs bliver pålagt dette, levere ydelsesrækker i overensstemmelse med de af Fondsbørsen fastsatte regler herom.

Stk. 3. Indtil lånet er færdigamortiseret, skal obligationsudstedere med nærmere af Københavns Fondsbørs bestemte intervaller levere ydelsesrækker til Fondsbørsen.

Stk. 4. Obligationsudstedere skal meddele Københavns Fondsbørs, når der i henhold til stk. 2 leveres nye ydelsesrækker og i henhold til stk. 3 leveres ændrede ydelsesrækker.

§ 31. Oplysninger omfattet af §§ 29 og 30 skal afgives på den af Københavns Fondsbørs fastsatte måde.

§ 32. Obligationsudstedere skal straks meddele Københavns Fondsbørs, hvis de bliver opmærksomme på uoverensstemmelser mellem deres egen beregning af effektive renter, varighed o.lign. på deres egne serier og den, der foretages og offentliggøres af Københavns Fondsbørs.

## **KAPITEL 6. GARANTIFONDEN FOR DANSKE OPTIONER OG FUTURES**

### **Årsregnskab/halvårsrapport**

§ 33. Umiddelbart efter det bestyrelsesmøde, hvor årsregnskabet/halvårsrapporten behandles, skal Fonden offentliggøre en meddelelse herom.

Stk. 2. § 19 og § 20 finder tilsvarende anvendelse.

### **Øvrige oplysninger**

§ 34. Garantifonden skal straks give meddelelse til Københavns Fondsbørs om ekstraordinære lukninger af Fondens indberetningssystem samt om indkaldelse af yderligere marginstillelse.

§ 35. Hvis der sker ændringer i kredsen af aktive deltagere, hvis Fonden indtræder i en brugers kontrakter, eller hvis der iøvrigt sker begivenheder eller træffes beslutninger, som kan antages at få betydning for handelen med Fondens kontrakter, skal dette straks meddeles Københavns Fondsbørs.

§ 36. Alle ændringer i kontraktbetingelser, prospektbetingelser, marginregler, gebyrpolitik o.l. skal straks offentliggøres.

§ 37. Garantifonden skal hver børsdag underrette Københavns Fondsbørs om marginreguleringskurser, marginreguleringspræmier samt cirkulerende kontraktsheder.

### KAPITEL 7. UDSTEDERE AF COVERED WARRANTS O.L.

§ 38. Udstedere af covered warrants og lignende finansielle instrumenter skal meddele Københavns Fondsbørs alle væsentlige ændringer i forhold, der vedrører de udstedte warrants.

§ 39. Københavns Fondsbørs afgør konkret, hvilke oplysninger udsteder skal offentliggøre vedrørende det underliggende instrument.

§ 40. For udstedere af covered warrants og lignende finansielle instrumenter finder §§ 13, 14, 16, 17, 18, 19, 20 og 21 anvendelse med de afvigelser den valgte selskabsform tilsiger.

### KAPITEL 8. DISPENSATION

§ 41. Hvis en udsteder af børsnoterede værdipapirer er af den opfattelse, at oplysninger om væsentlige forhold ikke kan offentliggøres uden betydelig skade for udstederen, skal der tages kontakt med Københavns Fondsbørs. Fondsbørsen kan herefter bestemme, at offentliggørelse skal ske, beslutte suspension af noteringen af udstederens værdipapirer eller træffe andre foranstaltninger, eller eventuelt fritage udstederen for offentliggørelse.

Stk. 2. Københavns Fondsbørs kan i øvrigt i særlige tilfælde dispensere fra dette regelsæt.

*Kommentar: I de tilfælde, hvor en udsteder skønner, at et forhold falder ind under stk. 1, bør der rettes henvendelse direkte til Fondsbørsens direktion. Direktionen vil herefter i samråd med fondsbørsbestyrelsens formand og udstederen træffe beslutning om, hvilke forholdsregler, der skal træffes. I den afvejning, der i den forbindelse vil skulle foretages, vil udstederens vurdering af forholdet selvsagt indgå med stor vægt.*

*Skulle der opstå en situation, hvor der me kan opnås enighed om, hvorvidt en given oplysning skal offentliggøres, vil spørgsmålet på udstederens eller direktionsens begæring kunne forelægges fondsbørsbestyrelsen til afgørelse.*

## KAPITEL 9. IKRAFTTRÆDELSE

§ 42. Dene regelsæt træder i kraft den 1. januar 1992.

Stk. 2. Bestemmelserne i § 15, stk. 3-6 incl. samt skemapligten i § 20, stk. 4, træder i kraft for regnskabsår, der begynder den 1. januar 1992 eller senere.

Stk. 3. Forpligtelsen til at udarbejde interne regler i medfør af § 1, stk. 2, træder i kraft den 1. marts 1992.

*Kommentar: For så vidt der måtte være enkelte selskaber i forbindelse med regelsættets ikrafttræden, der har vanskeligt ved at opfylde kravet om 4 års sammenlignende hovedtal i medfør af § 15, jf. skema A, vil der kunne ansøges om dispensation i medfør af §41.*

## SKEMA A

### ÅRSREGNSKABSMEDDELELSE

#### Indledning

Børsnoterede selskaber skal i medfør af § 19 offentliggøre en årsregnskabsmeddelelse.

Årsregnskabsmeddelelsen skal offentliggøres umiddelbart efter det bestyrelsesmøde, hvor årsregnskabet færdigbehandles.

Selskaberne skal senest 7 børsdage før den pågældende uges begyndelse give Fondsbørsen meddelelse om, i hvilken uge der forventes at ske offentliggørelse af årsregnskabsmeddelelsen.

meddelelsen skal fremtræde som en kort udgave af årsregnskabet, d.v.s. det trykte hæfte, der indeholder årsberetning, årsregnskab, eventuelt koncernregnskab, revisionspåtegning og anden information.

Den skal desuden indeholde oplysninger om andre betydningsfulde bestyrelsesbeslutninger, samt forslag, som bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen.

meddelelser videresendes normalt fra Københavns Fondsbørs via telefax. De trykte regnskaber udsendes imidlertid ikke via telefax. Selskaberne skal derfor sende det trykte regnskab direkte til Fondsbørsen og til hvert børsrådgiverfirma. Denne fremgangsmåde indebærer, at visse børsrådgiverfirmaer vil få regnskabet i hænde før andre, afhængig af hvilken måde regnskaberne sendes på, og hvor de enkelte børsrådgiverfirmaer er beliggende.

Årsregnskabsmeddelelsen skal derfor være så fyldestgørende, at årsregnskabet ikke tilfører markedet ny væsentlig information, som kan antages at få betydning for kursdannelsen.

Når et selskab offentliggør koncernregnskab, skal det offentliggøre årsregnskabsmeddelelsen for koncernen.

Årsregnskabsmeddelelsen skal disponeres således:

- 1) Opstilling af hovedtal fra regnskabet og eventuelt nøgletal med tilhørende sammenligningstal

- 2) Kommentarer til regnskabet for det forløbne år
- 3) Fremtidsudsigter
- 4) Bestyrelsesbeslutninger og forslag til generalforsamlingen m.v.
- 5) Bilag: Resultatopgørelse og balance, eventuelt i forkortet udgave samt oplysning om egenkapitalens udvikling.

Er der forbehold i revisionspåtegningen, skal påtegningen gengives ubeskåret.

#### **Ad Opstilling af hovedtal fra regnskabet og eventuelt nøgletal.**

Årsregnskabsmeddelelsen skal indledes med en opstilling af sammenlignende hovedtal for de seneste 4 år fra regnskabet og eventuelt nogle få nøgletal.

Hovedtallene skal give et redeligt udtryk i overblikform af selskabets resultat og egenkapital m.v. De nedenfor anførte hovedtal vedrørende resultatopgørelsen kan erstattes med andre, såfremt det giver et mere redeligt udtryk.

Hovedtal:

- Selskabets aktivitet (f.eks. omsætning, præmieindtægt, rente og provision etc.)
- Enkelte hovedposter og/eller mellemresultater fra resultatopgørelsen under hensyntagen til forskellig regnskabsform og selskabets egenart.
  - Resultat af primær drift
  - Finansnetto (netto/brutto)
- Ekstraordinære poster netto
- Resultat før skat
- Resultat efter skat
- Nettoresultat efter skat og minoritetsinteresser
- Egenkapital ultimo
- Balancesum



## Bilag 2

- Antal medarbejdere (gns.)
- Investeringer i materielle anlægsaktiver
- Forsknings- og udviklingsomkostninger, såfremt dette beløb fremgår af årsregnskabet.
- Af- og nedskrivninger

Nøgletal som f.eks.:

Resultat pr. aktie  
Udbytte pr. aktie  
Indre værdi  
Egenkapitalforrentning  
Soliditet

Nøgletal skal beregnes i overensstemmelse med den seneste af Den Danske Finansanalytikerforening udgivne vejledning. Såfremt der afviges fra disse definitioner, skal dette oplyses, og de anvendte definitioner skal angives.

### Ad Kommentarer til regnskabet for det forløbne år

De uddybende kommentarer skal koncentreres om de begivenheder, som har haft særlig stor betydning for årets indtjening og udviklingen i egenkapitalen. Væsentlige segmentoplysninger, eventuelt vedrørende større datterselskaber, skal medtages i årsregnskabsmeddelelsen. Forsknings- og udviklingsaktiviteterne skal omtales.

Det skal i alle tilfælde angives, hvorvidt der ved udarbejdelsen er anvendt den samme regnskabspraksis som i det foregående årsregnskab. I tilfælde af ændringer i anvendt regnskabspraksis i forhold til det foregående regnskabsår, skal der redegøres for disse ændringer og den samlede beløbsmæssige indvirkning på selskabets aktiver og passiver, dets økonomiske stilling og resultatet, skal oplyses. Dette gælder også indvirkningen på skat af årets resultat og eventualskat.

### Ad Fremtidsudsigter

Årsregnskabsmeddelelsen skal indeholde et sammendrag af de oplysninger om virksomhedens fremtidsudsigter, som findes i årsregnskabet. Det gælder betyd-

ningsfulde hændelser indtruffet efter regnskabsårets afslutning samt oplysningerne om selskabets forventede udvikling, jf. § 18.

#### **Ad Bestyrelsesbeslutninger og forslag til generalforsamlingen m.v.**

Arsregnskabsmeddelelsen skal i øvrigt indeholde oplysning om væsentlige beslutninger, der er vedtaget af bestyrelsen eller indstilles til generalforsamlingens godkendelse. Dette gælder årets udbytte pr. aktie samt ændring i størrelsen af den samlede udbytteudbetaling i forhold til det foregående år. Endvidere gælder det oplysninger om forslag til betydningsfulde ændringer af selskabets vedtægter, forslag om ændringer af selskabets aktiekapital eller bemyndigelser til bestyrelsen til at forhøje kapitalen samt datoen for afholdelse af generalforsamling.

#### **Ad Arsregnskabet**

Det skal angives, hvornår det trykte årsregnskab ventes at foreligge.

Selskabet skal straks efter trykningen og senest 8 dage før generalforsamlingen sende et eksemplar af årsregnskabet til hvert børsmæglerelskab og til de dele af pressen, der anmoder herom. Samtidig skal der indsendes 5 eksemplarer til Københavns Fondsbørs. Fondsbørsen sender opdaterede adresselister over børsmæglerelskaberne til udstederne.

#### **Ad Bilag**

Som bilag til årsregnskabsmeddelelsen skal vedlægges selskabets resultatopgørelse og balance. For koncerner vedlægges koncernresultatopgørelse og koncernbalance, og i tilfælde af, at moderselskabets resultatopgørelse og balance indeholder væsentlig supplerende information, tillige dette. Sammenligningstal fra det foregående regnskabsår anføres. Som bilag vedlægges endvidere en egenkapitalforklaring.

Da meddelelsen udsendes via telefax, er det som tidligere nævnt vigtigt, at årsregnskabsmeddelelsen er overskuelig og kortfattet.

Hvis selskabets eller koncernens resultatopgørelse og balance er ganske kortfattet og kun fylder få sider, kan de medsendes som bilag i deres fulde udstrækning, ellers skal der vedlægges en forkortet udgave.

**SKEMA B**

**HALVÅRSRAPPORT**

**Indledning**

Børsnoterede selskaber skal i medfør af § 20 offentliggøre en halvårsrapport.

Halvårsrapporten skal offentliggøres umiddelbart efter det bestyrelsesmøde, hvor halvårsrapporten færdigbehandles.

Selskaberne skal senest 7 børsdage før den pågældende uges begyndelse give Fondsbørsen meddelelse om, i hvilken uge der forventes at ske offentliggørelse af halvårsrapporten.

Rapporten, der skal omhandle aktiviteten i og resultatet af de første seks måneder af hvert regnskabsår, skal desuden indeholde oplysninger om andre beslutninger af betydning, der er truffet af bestyrelsen.

Den skal offentliggøres inden to måneder efter halvårsperiodens udløb.

Når et selskab offentliggør koncernårsregnskab, skal det offentliggøre halvårsrapport for koncernen.

Halvårsrapporten skal disponeres således:

- 1 ) Opstilling af hovedtal og eventuelle nøgletal med tilhørende sammenligningstal
- 2) Kommentarer til udviklingen i det forløbne halvår
- 3) Fremtidsudsigter
- 4) Bestyrelsesbeslutninger
- 5) Eventuelle bilag

Hvis de regnskabsmæssige oplysninger er revideret af selskabets statsautoriserede revisor, skal revisors påtegning, og i givet fald hans forbehold, gengives ubeskåret.

### **Ad Opstilling af hovedtal og eventuelt nøgletal**

Halvårsrapporten skal indeholde nedenstående poster eller give oplysninger, der sikrer modtagerne et tilsvarende eller bedre informationsniveau.

Halvårsrapporten skal indledes med en opstilling af hovedtal for indeværende halvår og samme periode forrige år samt eventuelt nogle få nøgletal.

Hovedtallene skal give et redeligt udtryk i overblikform af selskabets resultat og egenkapital m.v. De nedenfor anførte hovedtal vedrørende resultatopgørelsen kan erstattes med andre, såfremt det giver et mere redeligt udtryk.

Hovedtal:

- Nettoomsætning (eller et andet udtryk for selskabets aktivitet)
- Resultat af primær drift
- Finansielle poster
- Ekstraordinære poster
- Resultat før eller efter fradrag af skat
- Samlede aktiver
- Væsentlige investeringer i materielle anlægsaktiver

Endvidere skal der gives en beskrivelse af egenkapitaludviklingen i det forløbne halvår samt oplysninger om udviklingen i størrelsen af eventuelle minoritetsinteresser.

Nøgletal som f.eks,

- Resultat pr. aktie
- Udbytte pr. aktie
- Indre værdi
- Egenkapitalforrentning
- Soliditet

For de hovedtal og/eller nøgletal, der oplyses, skal anvendes de samme typer som i årsregnskabsmeddelelsen.

Nøgletal skal beregnes i overensstemmelse med den seneste af Den Danske Finansanalytikerforening udgivne vejledning. Såfremt der afviges fra disse definitioner, skal dette oplyses, og de anvendte definitioner skal angives.

### **Ad Kommentarer til udviklingen i det forløbne halvår**

Kommentarene skal koncentreres om de begivenheder, som har haft særlig stor betydning for halvårets indtjening, balancen og udviklingen i egenkapitalen. Særlige faktorer, der har påvirket udviklingen i selskabets virksomhed og resultat i det forløbne halvår skal angives, således at det er muligt at foretage en sammenligning med den tilsvarende **halvårsperiode** i det foregående regnskabsår. Væsentlige segmentoplysninger, eventuelt vedrørende større datterselskaber skal medtages i halvårsrapporten. Større låneoptagelse skal omtales.

Det skal i alle tilfælde angives, hvorvidt der ved udarbejdelsen af halvårsrapporten er anvendt den samme regnskabspraksis som i det foregående årsregnskab. I tilfælde af ændringer i anvendt regnskabspraksis i forhold til tilsvarende periode forrige år, skal der redegøres for disse ændringer og den samlede beløbsmæssige indvirkning på selskabets aktiver og passiver, dets økonomiske stilling og resultatet skal oplyses. Dette gælder også indvirkningen på skat af årets resultat og eventualskat.

### **Ad Fremtidsudsigter**

Der skal gives kommentarer om selskabets forventede udvikling i løbet af det løbende regnskabsår, jf. § 18.

### **Ad Bestyrelsesbeslutninger**

Halvårsrapporten skal i øvrigt indeholde oplysning om væsentlige beslutninger, der er vedtaget af bestyrelsen, herunder specielt beslutning om kapitaludvidelse.

### **Ad Eventuelle bilag**

Hvis selskabet offentliggør et halvårsregnskab med resultatopgørelse og balance, skal det vedlægges som bilag. Sammenligningstal fra samme periode foregående år skal i så fald medfølge.

*r*

# **BØRSETISKE REGLER**

## INDHOLDSFORTEGNELSE

Formål . . . . .	Side 3
Interne regler. . . . .	Side 3
Rådgivere m.v. . . . .	Side 4
Informationformidlere. . . . .	Side 4
Aktionæraftaler. . . . .	Side 5
Overdragelse af kontrollerende aktieposter. . . . .	Side 5
Prospekter. . . . .	Side 8
Påvirkning af kursdannelsen. . . . .	Side 10
God forretningsskik. . . . .	Side 10
Dispensation. . . . .	Side 11
Ikrafttrædelse. . . . .	Side 11



## Formfil

§ 1. Formålet med disse regler er at fremme en adfærd, der sikrer, at handelen med og prisdannelsen på børsnoterede værdipapirer foregår på en redelig og gennemskuelig måde, og sikrer alle berørte ligelig behandling.

## Interne regler

§ 2. Børsnoterede danske aktieselskaber skal udarbejde interne retningslinier for handel med selskabets egne aktier.

Stk. 2. Reglerne skal på forlangende udleveres til Københavns Fondsbørs.

§ 3. Interne regler for bestyrelsesmedlemmers, direktørers og andre ledende eller betroede medarbejders adgang til for egen eller for tredjemands regning at handle med de af udstederen udstedte børsnoterede aktier og dertil knyttede finansielle kontrakter skal indeholde en frist, inden for hvilken de omfattede personer må handle.

***Kommentar: I Lov nr. 343 af 6. juli 1991 om ændring af loven om Københavns Fondsbørs m.v. er der i § 39 c, pålagt udstedere at udarbejde interne regler for ledelsens og de ansattes adgang til at handle med de af udstederen udstedte værdipapirer.***

***Nærværende bestemmelse vedrører kun ledelsen og fastlægger rammer for indholdet af disse interne regler.***

***Bestemmelsen gælder kun aktier, og dermed falder investeringsforeninger uden for reglen, ligesom køb og salg af en obligationsudsteders obligationer, ikke er omfattet. Det bemærkes dog, at fondsbørslovens § 39 c ikke har denne begrænsning.***

***Fondsbørsbestyrelsen anbefaler, at fristen inden for hvilken, der må handles, fastsættes til seks uger efter offentliggørelse af selskabets årsregnskabsmeddelelse og halvårsrapport samt anden meddelelse af regnskabsmæssig karakter.***

***Det bør understreges, at det generelle forbud mod at handle med intern viden, naturligvis også gælder for de pågældende i disse perioder.***

***Tegning af medarbejderaktier og udnyttelse eller salg af tegningsretter til aktier, man i forvejen besidder, falder uden for reglen, selv om tegningen eller salget finder sted uden for fristen. Udnyttelse af tegningsoptioner - warrants - vil imidlertid være omfattet, med mindre optionerne kun kan udnyttes uden for fristen.***

***Regler kan eventuelt indeholde en mulighed for, at der kan ske salg af værdipapirer uden for perioden, mod at dette straks meddeles bestyrelsens formand.***

***For aktier, hvortil der er knyttet tilbudspligt, tilbagesalgspligt, forkøbsret, købspligt eller lignende særlige bestemmelser, hvor rettigheden kun kan udøves indenfor en frist, som rettighedens indehaver ikke selv har indflydelse på, kan reglerne indeholde en mulighed for, at både køb og salg i overensstemmelse med den særlige bestemmelse kan finde sted uden for perioden, mod at dette straks meddeles bestyrelsens formand.***

#### **Rådgivere m.v.**

§ 4. Rådgivere for samt alle, der har en særlig tilknytning til udstedere af værdipapirer, skal medvirke til, at disse informerer i overensstemmelse med de gældende oplysningsforpligtelser.

Stk. 2. Opstår der situationer, hvor rådgiverne m.v. ikke mener, at udstedere overholder "Oplysningsforpligtelser for udstedere af børsnoterede værdipapirer", skal de straks forsøge at få udstederens ledelse til at ændre forholdet.

#### **Informationsformidlere**

§ 5. Enhver, der i sit professionelle virke med henblik på offentliggørelse informerer om, behandler, eller på anden måde omtaler udstedere af børsnoterede værdipapirer eller børsnoterede værdipapirer, har, hvor informationen kan antages at få betydning for kursdannelsen på de børsnoterede værdipapirer, pligt til at sikre, at ingen uvedkommende får adgang til informationen, før den er offentliggjort.

***Kommentar: Fondsbørsbestyrelsen anbefaler, at der i bladhuse, nyhedstjenester, radio og TV samt andre steder, hvor der arbejdes med information om børsnoterede værdipapirer og børsnoterede selskaber, udarbejdes interne regler for de ansattes køb og salg af sådanne værdipapirer.***

***Herunder anbefales det, at det forbydes de ansatte at handle med aktier i de selskaber, de behandler professionelt. Dette bør også gælde i en periode efter de er ophørt med at beskæftige sig med de pågældende virksomheder.***

### Aktionæraftaler

§ 6. I børsnoterede selskaber skal aktionærer, der er omfattet af aktieselskabslovens § 28 a, offentliggøre oplysninger om forhold i aktionæraftaler, som regulerer aktiernes frie omsættelighed, eller som vil kunne få væsentlig indflydelse på kursdannelsen.

*Kommentar:* Bestemmelsen tager for det første sigte på aftaler mellem større aktionærer om forkøbsret og tilbudspligt, eller om at de pågældende i en periode ikke vil udbyde deres aktier til salg eller lignende bestemmelser, som begrænser aktiernes frie omsættelighed.

*I medfør af betingelsesbekendtgørelsens skema A, punkt II 2, skal børsnoterede aktier være frit omsættelige. Hvis større aktionærer gennem en aftale de facto indskrænker omsætteligheden, må dette offentliggøres. Bestemmelsen gælder såvel mundtlige som skriftlige aftaler.*

*Bestemmelsen tager endvidere sigte på aktionæraftaler, der - uden at påvirke aktiernes frie omsættelighed - vil kunne få væsentlig indflydelse på kursdannelsen. Der sigtes herved bl.a. til aftaler om valg af bestyrelse o.l.*

*I Bekendtgørelse nr. 461 af 18. juni 1991 om opgørelse af, meddelelse om og offentliggørelse af betydelige andele i børsnoterede selskaber, fremgår det af § 1, nr. 4, at der ved opgørelsen af betydelige andele skal medregnes 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.*

*Det er kun aktionærer, der er omfattet af bestemmelsen i aktieselskabslovens § 28 a, d.v.s. med mindst 5% af aktiekapitalen, der er omfattet. Dermed undgås afgrænsningsvanskeligheder.*

*Oplysningskravet indebærer ikke, at selve aftaleteksten skal offentliggøres, men alene, at indholdet af den pågældende bestemmelse skal komme til markedets kendskab.*

### Overdragelse af kontrollerende aktieposter

i 7. I forbindelse med dispositioner, der direkte eller indirekte resulterer i overdragelsen af en aktiepost, som retligt eller faktisk giver kontrol over et børsnoteret

selskab, skal erhververen give alle aktionærer mulighed for at afhænde deres aktier på identiske betingelser.

Stk. 2. Overdrageren af den kontrollerende aktiepost skal orientere erhververen om dennes pligt til i medfør af ovenstående bestemmelse at give ejere af minoritetsposter mulighed for at afhænde deres aktier.

Stk. 3. Fondsbørsbestyrelsen kan fritage for forpligtelsen i stk. 1, såfremt særlige forhold gør sig gældende.

***Kommentar:** Aktionærerne har krav på ligelig behandling, også ved overdragelse eller etablering af kontrollerende aktieposter. Der skabes ofte markant ændrede vilkår og udsigter for det pågældende selskab, når kontrollen med det skifter. Derfor skal ejere af minoritetsposter sikres mulighed for at afhænde deres aktier til en pris, der svarer til den pris, der er givet for den kontrollerende aktiepost*

*Det er uden betydning, om erlæggelsen for den kontrollerende post sker ved kontant indskud eller ved indskud i andre værdier. Såvel retlig som faktisk kontrol erhvervet via fusion omfattes derfor af bestemmelsen.*

*Erhvervelse ved arv, som ufyldestgjort panthaver o.l., eller overdragelser indenfor samme koncern vil ikke være omfattet af reglerne.*

*For visse finansielle institutioner gælder der regler om begrænsninger i aktiebesiddelsen, hvorfor de kan være forhindret i at afgive købstilbud. For disse vil der - ligesom ved anden utilsigtet etablering af en kontrollerende aktiepost - skulle afhændes aktier, således at det ikke længere er en kontrollerende post.*

*Det er hensigtsmæssigt og rimeligt, at overdrageren medvirker til reglens overholdelse ved at have pligt til at oplyse erhververen om reglens indhold, jf. stk. 2.*

*Hvis en erhverver af en kontrollerende aktiepost ved at afgive et købstilbud til minoritetsaktionærerne kommer til at eje hele aktiekapitalen, vil dette ikke medføre en sletning af kurslisten p.g.a. manglende spredning. Der vil blive givet frist til på ny at sikre spredning af aktierne.*

*En kontrollerende aktiepost behøver hverken være kapitalmæssig eller stemmemæssig majoritet, forstået som mere end 50%. I en række selskaber vil det være muligt at kontrollere selskabet med under 50% af aktierne eller stemmerne. Kontrollen vil typisk manifestere sig som muligheden for at kunne vælge flertallet af bestyrelsesmedlemmerne.*

*Det tilbud, som kræves i henhold til stk. 1, skal være på "identiske betingelser", hvilket generelt betyder, at prisen skal være den samme for minoritetsaktionærerne som for den kontrollerende aktiepost.*

*Det er ikke muligt for alle tilfælde på forhånd at give helt præcise retningslinier for udmøntningen af dette princip. Dertil er kombinationsmulighederne for mangfoldige. Imidlertid gives i det følgende en vis vejledning for nogle hovedtypetilfælde. I alle tilfælde, hvor der opstår tvivl om, hvorvidt et påtænkt købstilbud vil være i overensstemmelse med kravet, anbefales det at tage kontakt til Fondsbørsen.*

*I tilfælde, hvor overdragelsen af den kontrollerende aktiepost sker i et selskab, som alene har én aktieklasser, skal tilbudet til mindretalsaktionærerne være på mindst den kurs, som majoritetsindehaveren har afhændet sine aktier til. Dette gælder, uanset om overdragelseskursen er lig med eller forskellig fra børskursen.*

*I selskaber med flere aktieklasser vil der dog ofte være forskel på kurserne på disse. Dette vil påvirke indholdet af begrebet identiske betingelser i forskellige situationer.*

*Hvor alle aktieklasser er noteret, vil overdragelseskursen som udgangspunkt være afgørende for den kurs, der skal tilbydes minoritetsaktionærerne. Dette vil naturligvis gælde, hvor overdragelseskurserne er sammenfaldende med børskurserne, men også hvor der sker overdragelser til højere kurser end børskursen, forudsat disse højere kurser forholdsmæssigt bevæger sig lige meget i forhold til børskursen. Hvis der for den ene aktieklasser er fastsat en overdragelseskurs forskellig fra, typisk højere end, børskursen, skal minoritetsaktionærerne i den eller de øvrige aktieklasser have tilbudt en tilsvarende forholdsmæssigt højere kurs. Hvis eksempelvis børskursen for A-aktierne er 300 og B-aktierne 200, og A-aktierne herefter overdrages til kurs 600, betyder det, at kursen på B-aktierne ikke kan sættes lavere end 400, da kursen på A-aktierne så fortsat vil være 50% højere end kursen på B-aktierne.*

*Ved en afgørelse af, hvilken forskel på A- og B-aktier, som skal lægges til grund, kan der eventuelt tages udgangspunkt i et gennemsnit af forskellen på A- og B-aktierne i en periode, således at det ikke alene er kursforskellen, den dag majoriteten overdrages, der skal lægges til grund.*

*I de tilfælde, hvor kun én af flere aktieklasser er noteret, typisk B-aktierne, må den kurs, der aftales for A-aktierne i forbindelse med en majoritetsoverdragelse, ikke være mere end 100% større end den kurs, der tilbydes minoriteten. Dette vil gælde uanset om der overdrages både A- og B-aktier til den nye majoritetsindehaver, eller*

*om der alene overdrages A-aktier. Overdrages A-aktier således til kurs 600, må kursen på B-aktierne ikke sættes lavere end 300.*

*Fondsbørsen vil kun i ganske særlige tilfælde, og efter konkret vurdering, kunne acceptere en større forskel i kursen på A- og B-aktier end 100%.*

*Hvis der i forbindelse med erhvervelsen af en kontrollerende aktiepost overtages aktier inden for samme aktieklasser til forskellige kurser, skal den højeste kurs lægges til grund for tilbuddet til minoritetsaktionærerne.*

*Reglerne gælder såvel for enkeltpersoner - fysiske som juridiske - som for flere, der samarbejder om at opnå kontrol over et selskab.*

*Reglerne gælder også, jf. ordlyden "direkte eller indirekte", selvom der ikke sker en direkte overdragelse af den kontrollerende aktiepost, men hvor denne er placeret i et andet selskab, hvis aktier overdrages. Dette gælder i hvert fald, hvis aktiebesiddelsen er den vigtigste aktivitet i det selskab, der ejer majoriteten. I modsat fald ville reglerne let kunne omgås.*

*Hvis det derimod drejer sig om en koncern af børsnoterede selskaber, vil en overdragelse af aktierne i moderselskabet ikke nødvendigvis indebære, at der skal gives tilbud til ejere af minoritetsposter i det børsnoterede datterselskab.*

## Prospekter

§ 8. Et prospekt skal udarbejdes i overensstemmelse med god prospektskik og skal præsenteres på en måde, som gør det muligt at forstå indholdet og vurdere betydningen af den givne information.

***Kommentar:*** *God prospektskik er den generalklausul, ud fra hvilken et prospekts samlede informationsværdi skal bedømmes. God prospektskik er en dynamisk målestok, der ændres i takt med samfundsudviklingen.*

§ 9. med mindre særlige forhold gør sig gældende, skal et prospekt i sin opbygning følge samme systematik som prospektbekendtgørelsens skema A, B og C, og prospektet skal præsenteres som en særskilt del af informationsmaterialet. Der må ikke i prospektet benyttes billedmateriale, medmindre det er nært knyttet til de oplysninger, som medtages i prospektet.

§ 10. Pengeinstitutter, børsrådgivningsfirmaer og andre, der forestår emission og børsnotering af værdipapirer, skal i forbindelse med udarbejdelsen af prospekter

sikre sig, at de får alle de oplysninger om udstederen, herunder alle interne perioderegnskaber for det indeværende år, som må anses for nødvendige for at kunne videregive et for investorerne og deres investeringsrådgivere retvisende billede af udsteders virksomhed. Som et led i forberedelsen heraf skal de gennemgå oplysningerne med udstederens ledelse og eventuelt med udstederens revisor. Stk. 2. De i stk. 1 nævnte pengeinstitutter, børsmæglerselskaber og andre, skal ved en erklæring i prospektet bekræfte, at de har fået forelagt alle de oplysninger, de har anmodet om fra udstederen eller dennes revisor.

Stk. 3. Udsteders bestyrelse og direktion skal afgive en erklæring om, at hverken bestyrelsesprotokoller, revisionsprotokoller eller andre interne dokumenter indeholder oplysninger, der kunne forvanske det billede af virksomheden, som prospektet skal give investorerne og deres investeringsrådgivere.

Stk. 4. Udsteders revisor skal ved en erklæring i prospektet bekræfte, at alle forhold vedrørende udsteder, som er revisor bekendt og som kan påvirke investorernes og deres investeringsrådgiveres vurdering af udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og udsigter, er indeholdt i prospektet.

***Kommentar:*** Bestemmelsen har til formel at forbedre kvaliteten af prospekterne og i forbindelse hermed styrke investorernes tillid til de oplysninger, som gives i forbindelse med børsintroduktioner og emissioner.

*Stk. 1 skal sikre, at de virksomheder, som forestår en børsintroduktion eller en emission i en dialog med selskabets ledelse og eventuelt revisor modtager alle de oplysninger, som er fornødne med henblik på prospektets udarbejdelse. Det må bero på en konkret vurdering, hvilke oplysninger, de pågældende skal kræve, dog at det forudsættes, at interne perioderegnskaber altid er relevante i den forbindelse.*

*Kravet om erklæringer i henhold til stk. 2, 3 og 4, berører ikke ledelsens og revisors forpligtelser i forhold til de erklæringer, som i dag kræves i prospektet.*

*De erklæringer, som skal udarbejdes i henhold til stk. 2, 3 og 4, kræves i forbindelse med børsintroduktioner af aktieselskaber samt i forbindelse med emissioner af aktier og visse andre typer af værdipapirer med eller uden for-tegningsret. Fondsaktieemissioner og visse typer af emissioner med apportindskud vil være undtaget.*

*Erklæringerne skal indgå som en integreret del af prospekterne. Skulle der undtagelsesvist være tilfælde, hvor revisor eller det børsintroducerende pengeinstitut eller børsmæglerselskab, ikke kan afgive en erklæring som anført, må det i de konkrete tilfælde afgøres, om erklæringen kan have en anden ordlyd, eller om der på anden vis kan ske en fravigelse, jf. herved også dette regelsæts §13.*

## Påvirkning af kursdannelsen

§ 11. Ethvert forsøg på med uhæderlige midler at påvirke kursdannelsen er en overtrædelse af de børssetiske regler.

Stk. 2. En udsteders bestyrelse, direktion, andre ledende medarbejdere samt aktionærer skal undlade handlinger, som kan virke skadelige for den normale og redelige handel i udstederens værdipapirer og/eller som kan være til skade for investorerne eller er egnede til at skaffe visse ejere eller andre en utilbørlig fordel på andre ejeres eller udstederens bekostning.

Stk. 3. Ingen, der i sit professionelle virke informerer om, behandler eller på anden måde omtaler børsnoterede selskaber, må bruge den information de formidler, med det formål at påvirke markedet kunstigt.

***Kommentar: Uhæderlige midler kan fx. være offentliggørelse eller udbredelse af urigtige, vildledende, overdrevne eller tendentiøse oplysninger om selskabet, dets ledelse, dets forhold til konkurrenter, markeder eller myndigheder.***

## God forretningskik

§ 12. Børsmægler-selskaber og de pengeinstitutter og kreditinstitutter med særlig tilladelse, der medvirker ved handel med værdipapirer (fondshandlere), skal udarbejde regler for god forretningskik, der til stadighed skal efterleves.

***Kommentar: Reglerne skal tage hensyn til kundens erhvervs-mæssige karakter, og bør mindst indeholde krav om, at fondshandlerne:***

***i udøvelsen af deres virksomhed handler loyalt og korrekt i deres kunders bedste interesse og under hensyn til markedets integritet***

***i deres kunders bedste interesse og under hensyn til markedets integritet udfører deres handel med den kompetence, omhu og hurtighed, der er nødvendig***

***har og effektivt anvender de ressourcer og fremgangsmåder, der er nødvendige for den rette gennemførelse af deres virksomhed***

***udbeder sig oplysninger hos deres kunder om deres finansielle stilling, investeringserfaring og målsætninger, som er relevante for de ønskede tjenester***

***på passende vis meddeler relevante oplysninger i deres kundekontakter***



*bestræber sig for, at der ikke opstår interessekonflikter, og når sådanne ikke kan undgås, sørger for, at deres kunder behandles korrekt*

*overholder alle gældende bestemmelser for udøvelsen af deres virksomhed, således at kundernes interesse og markedets integritet fremmes bedst muligt.*

*Ovenstående generelle principper for god forretningsskik er en gengivelse af principperne i det af IOSCO (International Organisation of Securities Commissions) vedtagne sæt af regler, som også delvis er gengivet i udkastet til et EF-direktiv om Investeringsservice.*

### **Dispensation**

§ 13. Fondsbørsbestyrelsen kan i særlige tilfælde dispensere fra dette regelsæt.

### **Ikrafttrædelse**

§ 14. Dette regelsæt træder i kraft den 1. januar 1992.

Stk. 2. Forpligtelsen til at udarbejde interne retningslinier for handel med egne aktier, jf. § 2, og forpligtelsen til at fastsætte en frist, indenfor hvilken bestyrelsesmedlemmer, direktører og andre ledende og betroede medarbejdere må handle med selskabets aktier, jf. § 3, træder i kraft den 1. marts 1992. Pligten til at offentliggøre indholdet af visse aktionæraftaler, jf. § 6, træder i kraft den 1. juli 1992. Stk. 3. Reglen i § 10 træder i kraft for prospekter i forbindelse med emissioner og introduktioner, hvorom der indgives ansøgning om optagelse til notering efter den 1. marts 1992.



BRANCHEKODEKS  
FOR  
BØRSMÆGLERSELSKABER

Denne branchekodeks for børsmægler-  
selskaber, der er tiltrådt af alle  
danske børsmægler-selskaber, træder  
i kraft den 17. oktober 1991.

BRANCHEKODEKS FOR BØRSMÆGLERSELSKABER

---

**INDHOLD:**

1. Formål .....	Side 2
2. Kunderelationer .....	Side 3
2.1. Rådgivning .....	Side 3
2.2. Analyser .....	Side 3
2.3. Porteføljemanagement .....	Side 4
2.4. Professionelle investorer .....	Side 4
2.5. Ikke-professionelle investorer .....	Side 4
2.6. Udstedere af værdipapirer .....	Side 5
2.7. Kunders aktiver .....	Side 5
3. Handler .....	Side 5
4. Kollegial optræden .....	Side 6
4.1. I forhold til omverdenen .....	Side 6
4.2. I forhold til andre medlemmer af Foreningen .....	Side 6
5. Autorisation af medarbejdere .....	Side 6
6. medarbejderes egne handler .....	Side 7
7. Etisk Råd .....	Side 8
8. Sanktioner .....	Side 8
9. Ikrafttræden og ændring af branchekodeks .....	Side 9

## 1. FORMÅL.

Foreningen af Danske Børsmæglerselskaber (herefter betegnet Foreningen) har, for at bidrage til den fortsatte udvikling af det danske værdipapir-marked nationalt som internationalt, og for at styrke de danske børsmæglerselskaber, vedtaget branchekodeks for børsmæglerselskaber.

Det særlige retsgrundlag for børsmæglervirksomhed udgøres af det samlede regelsæt, som følger af lov om Københavns Fondsbørs, lov om en Værdipapircentral, bekendtgørelser og regler udstedt med hjemmel heri, samt vedtægterne for Garantifonden for Danske Optioner og Futures og regler udstedt i henhold hertil.

Branchekodeks er desuden baseret på følgende grundprincipper fastlagt af The International Organization of Securities Commissions (IOSCO):

Et børsmæglerselskab skal i udøvelsen af sin virksomhed handle loyalt og korrekt i sine kunders bedste interesse og under hensyn til markedets integritet.

Et børsmæglerselskab skal i sine kunders bedste interesse og under hensyn til markedets integritet udføre sine handler med den kompetence, omhu og hurtighed, der er nødvendig.

Et børsmæglerselskab skal have og effektivt anvende de ressourcer og fremgangsmåder, der er nødvendige for den rette gennemførelse af sin virksomhed.

Et børsmæglerselskab skal udbede sig oplysninger hos sine kunder om deres finansielle stilling, investeringserfaring og målsætninger, som er relevant for de ønskede tjenester.

Et børsmæglerselskab skal på passende vis meddele relevante oplysninger i sine kundekontakter.

Et børsmæglerselskab skal bestræbe sig for, at der ikke opstår interessekonflikter, og når sådanne ikke kan undgås, sørge for, at dets kunder behandles korrekt.

Et børsmæglerselskab skal overholde alle gældende bestemmelser for udøvelsen af sin virksomhed, således at kundernes interesse og markedets integritet fremmes bedst muligt.

Branchekodeks uddyber og supplerer ovennævnte regler og grundprincipper.

Branchekodeks omfatter regler om:

- Kunderrelationer.
- Handler.
- Kollegial optræden.
- Autorisation af medarbejdere.
- medarbejderes egne handler.
- Etisk Råd.
- Sanktioner.
- Ændring af branchekodeks.

## **2. KUNDERELATIONER.**

Et børsmæglerselskab skal til enhver tid søge at sikre de bedste betingelser for dets kunder ved udførelse af modtagne ordrer, og det må ikke anbefale køb og salg alene med egen indtjening for øje.

Det påhviler et børsmæglerselskab at udføre handler i kommission, såfremt kunden anmoder herom.

Et børsmæglerselskab skal sikre, at fordelingen af rettigheder og forpligtelser mellem kunden og selskabet er kunden bekendt.

### 2.1. Rådgivning.

Et børsmæglerselskab skal i dets rådgivning søge at undgå alle interessekonflikter mellem selskabets og kundens interesser. I tilfælde af en interessekonflikt skal kunden om muligt oplyses herom.

Et børsmæglerselskab skal give den relevante og formodet bedste rådgivning i forbindelse med udførelse af en opgave. Selskabet skal under hensyntagen til opgavens karakter fremskaffe det bedst mulige beslutningsgrundlag for kunden.

Et børsmæglerselskab skal udvise forsigtighed ved rådgivning.

Et børsmæglerselskab skal i fornødent omfang redegøre for de generelle og særlige risici, som kan være forbunden med konkrete engagementer.

### 2.2. Analyser.

Ved en analyse forstås en skriftlig fremstilling, der indeholder en samling og bearbejdning af oplysninger om en udsteder af værdipapirer, om markedet for værdipapirer eller for bestemte værdipapirer.

Et børsmæglerselskab skal tilstræbe, at analyser opfylder de standarder for nøgletal, som er udarbejdet af Den danske Finansanalytikerforening eller tilsvarende internationale standarder.

En analyse skal indeholde oplysninger om, hvorvidt børsmæglerselskabet kan have egne positioner i de værdipapirer, som berøres af analysens vurderinger og eventuelle anbefalinger.

### 2.3. Porteføljemanagement.

Porteføljemanagement og andre forretninger, hvor retten til at disponere på kundens vegne diskretionært er overladt til et børsmæglerselskab, forudsætter, at ansvarsfordelingen mellem selskabet og kunden er skriftlig og klart defineret. Børsmæglerselskabet sikrer i forbindelse hermed, at rammerne for engagementet er fastlagt, og at kunden har kendskab til engagementets risikoprofil.

### 2.4. Professionelle investorer.

Som professionelle investorer betegnes kunder, der i kraft af deres adfærd - for eksempel fordi de foretager mange handler, handler for store beløb, har egne investeringsideer eller investeringsstrategier eller ikke ønsker rådgivning - viser, at de har forudsætninger for selvstændigt at kunne vurdere rådgivning m.v.. Fysiske og juridiske personer, hvis virksomhed er under tilsyn af Finanstilsynet, betragtes altid som professionelle investorer.

Andre kunder betegnes som ikke-professionelle investorer.

Ved udførelse af opgaver for professionelle investorer forudsættes det, at de har en særlig pligt til og forudsætninger for at varetage egne interesser.

### 2.5. Ikke-professionelle investorer.

Som grundlag for udførelse af opgaver for ikke-professionelle investorer skal et børsmæglerselskab udarbejde en beskrivelse af selskabets vilkår for handler med børsnoterede værdipapirer. Beskrivelsen skal efter omstændighederne udleveres til kunden.

Gearede investeringer, marginforretninger, optioner og futures, terminkontrakter og forretninger, der indeholder et låneelement, forudsætter særlig vejledning af den ikke-professionelle investor om de særlige risici, som kan være forbundet med sådanne engagementer.



### 2.6. Udstedere af værdipapirer.

Et børsmæglerselskab, som udfører opgaver for en udsteder af værdipapirer, skal optræde på en sådan måde, at der ikke opstår en interessekonflikt mellem på den ene side udstederen og på den anden side børsmæglerselskabets andre kunder.

Et børsmæglerselskab, der deltager i en emission, skal gennem etablering af adskillelse af sine funktioner sikre, at der ikke opstår interessekonflikter i forbindelse med betjening af udstederen og andre kunder.

Er et børsmæglerselskab medansvarlig for et prospekt, skal selskabet sikre, at det klart fremgår af prospektet, hvilke oplysninger det bærer ansvaret for.

### 2.7. Kunders aktiver.

Såfremt et børsmæglerselskab i forbindelse med udførelse af opgaver for en kunde kommer i besiddelse af eller har rådighed over aktiver, som tilhører kunder, skal selskabet under hensyntagen til aktivernes og opgavens art og omfang gennem specifikation, adskillelse eller på anden måde sikre aktivernes beskyttelse.

## 3. HANDLER.

Et børsmæglerselskab skal i forbindelse med handler med værdipapirer støtte Københavns Fondsbørs centrale rolle på det danske fondsmarked, og medvirke til, at handler afvikles så hurtigt og effektivt som muligt.

For sammenlignelige mængder skal et børsmæglerselskab tilstræbe, at bedste bud og udbud på markedet altid er i Københavns Fondsbørs' børssystem.

medlemmer af Foreningen accepterer børsmæglerselskaber, der ikke er medlem af Foreningen, som modparter i handler på Københavns Fondsbørs.

Som formidler af værdipapirhandler bør et børsmæglerselskab kun acceptere fysiske og juridiske personer, der har tilladelse fra Finanstilsynet eller tilsvarende udenlandsk myndighed til at drive virksomhed som fondshandler.

Et børsmæglerselskab må ikke handle på åbenlyst fejlagtige vilkår.

Under en børspause skal et børsmæglerselskab sikre sig, at handlens modpart er bekendt med årsagen til børspausen.

#### 4. KOLLEGIAL OPTRÆDEN.

Et børsmæglerselskab skal altid over for myndigheder, pressen eller andre uden for branchen optræde på en måde, der er egnet til at styrke branchen og dens omdømme.

Et børsmæglerselskab må ikke ved spredning af rygter eller ved udbredelse af urigtige, vildledende eller tendentiøse oplysninger eller vurderinger skade andre børsmæglerselskaber.

##### 4.1. I forhold til omverdenen.

Et børsmæglerselskab må ikke optræde eller give udseende af at optræde på branchens vegne uden at være bemyndiget hertil. Såfremt et børsmæglerselskab til offentligheden, gennem pressen eller på anden måde udtaler sig om børsforhold, skal det klart fremgå, at selskabet udtaler sig på egne vegne.

Et børsmæglerselskab skal i forbindelse med principielle spørgsmål over for myndigheder, pressen og andre bidrage til, at branchen kan optræde samlet. Et børsmæglerselskab skal tilstræbe, at det er Foreningen, der behandler og besvarer principielle spørgsmål.

##### 4.2. I forhold til andre medlemmer af Foreningen.

Et børsmæglerselskab skal medvirke til, at andre børsmæglerselskaber ikke bliver stillet over for unødige forsinkelser i forbindelse med afviklingen af handel med danske og udenlandske værdipapirer, samt medvirke til at begrænse og afhjælpe forsinkelser i afviklingen af handler.

Et børsmæglerselskab, der fører depoter (konti i Værdipapircentralen) for kunder, må ikke anvende viden om en kundes handel gennem andre børsmæglerselskaber til at påføre disse børsmæglerselskaber konkurrence.

Oplysninger, der er forbeholdt børsmæglerselskaber, må ikke videregives til andre end børsmæglerselskaber, ej heller til fysiske eller juridiske personer inden for den koncern eller ejerkræds, som børsmæglerselskabet tilhører.

#### 5. AUTORISATION AF MEDARBEJDERE.

Et børsmæglerselskab har pligt til at sikre, at medarbejderne har de relevante professionelle kvalifikationer, og iøvrigt opfylder de krav til uddannelse, som måtte blive stillet af

Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen, Garantifonden for Danske Optioner og Futures samt af Foreningen.

For at sikre at medarbejderne i børsmæglerselskaber har et betryggende kendskab til det regelsæt, som gælder for børsmæglervirksomhed, herunder nærværende branchekodeks, fastsætter Foreningen regler om autorisation af medarbejdere.

Reglerne om autorisation skal omfatte bestemmelser om, hvilke funktioner der skal varetages af autoriserede medarbejdere, og nærmere regler om, hvordan autorisation opnås.

Autorisation opnås ved aflæggelse af en prøve. Der kan fastlægges en eller flere prøver svarende til forskellige funktioner eller forskellige niveauer.

Indholdet af en prøve fastlægges af Foreningen, der ligeledes forestår gennemførelsen heraf.

En opnået autorisation bortfalder, såfremt en medarbejder i mere end 18 måneder har været beskæftiget i funktioner, der ikke kræver autorisation.

Foreningen etablerer en fortegnelse over de personer, som har opnået autorisation.

## **6. MEDARBEJDERES EGNE HANDLER.**

Et børsmæglerselskab skal sikre, at medarbejdernes handel med værdipapirer for egen regning eller gennem fysiske eller juridiske personer ikke er i konflikt med kundernes interesser.

Et børsmæglerselskab skal sikre, at direktører og andre medarbejdere ikke handler værdipapirer for egen regning eller gennem andre fysiske eller juridiske personer i et omfang, der står i åbenbart misforhold til den pågældendes økonomiske forhold eller handler på en måde eller i et omfang, der kan rejse tvivl om den pågældendes varetagelse af børsmæglerselskabets eller kundernes interesser.

Et børsmæglerselskab skal sikre, at direktører og andre medarbejdere ikke søger at opnå særlige begunstigelser for sig selv eller nærstående ved tildelinger i forbindelse med emissioner.

## 7. ETISK RÅD.

Foreningens bestyrelse nedsætter et Etisk Råd bestående af 3 medlemmer til at behandle spørgsmål om fortolkning og overholdelse af bestemmelserne i nærværende branchekodeks.

Et børsmæglerselskab kan forelægge tvister for Etisk Råd.

Etisk Råd kan afvise at behandle en tvist.

Etisk Råd kan af egen drift tage spørgsmål om fortolkning og overholdelse af branchekodeks op til behandling.

Et børsmæglerselskab skal give Etisk Råd alle relevante oplysninger, som er nødvendige for Rådets behandling af spørgsmål om overholdelse af branchekodeks. Dette kan ske ved at give direkte adgang til bøger, indberetninger til Københavns Fondsbørs, Garantifonden for Danske Optioner og Futures eller Værdipapircentralen eller gennem erklæring fra børsmæglerselskabets revisor. Ikke anonymiserede oplysninger om kunder eller kunders forhold kan dog kun gives til Etisk Råd, såfremt kunden udtrykkeligt har givet samtykke hertil. Såfremt et børsmæglerselskab ikke meddeler Etisk Råd de fornødne oplysninger, kan Rådet vælge at afvise sagen eller træffe afgørelse på det foreliggende grundlag.

Etisk Råd afslutter behandlingen af en sag med en udtalelse rettet til de involverede børsmæglerselskaber, jfr. nærmere pkt. 8 om sanktioner.

Omkostninger i forbindelse med behandling af tvister, herunder til eventuel ekstern assistance, afholdes af parterne efter Etisk Råds nærmere bestemmelse.

## 8. SANKTIONER.

I forbindelse med behandling af og afgørelse i sager om fortolkning og overholdelse af nærværende branchekodeks kan Etisk Råd:

Indskærpe og præcisere reglernes indhold og rækkevidde.

Påtale manglende overholdelse. En påtale kan meddeles Foreningens medlemmer, eventuelt tillige offentligheden.

Pålægge et børsmæglerselskab at ophøre med en adfærd, som strider mod reglerne i branchekodeks. Et pålæg kan meddeles Foreningens medlemmer, eventuelt tillige offentligheden.

Pålægge en bod.

Indstille til Foreningens bestyrelse, at det pågældende børsmæglerselskab ekskluderes fra Foreningen, jfr. § 4 i Vedtægter for Foreningen af Danske Børsmæglerselskaber.

#### **9. IKRAFTTRÆDEN OG ÆNDRING AF BRANCHEKODEKS.**

Branchekodeks træder i kraft, når den er tiltrådt af samtlige medlemmer af Foreningen af Danske Børsmæglerselskaber.

Branchekodeks kan ændres med tilslutning fra mindst to tredjedele af Foreningens medlemmer. Beslutning om ændring af **branche-**kodeks kan træffes enten på en generalforsamling eller ved skriftlig procedure.



7. juni 1991  
PSm/HW

### RESUmÉ AF UDENLANDSK REGULERING AF OPLYSNINGSFORPLIGTELSE

#### Oslo Børs

I Norge er informationspligten fastsat i Lov om værdipapirandel og i børsforeskrifter fastsat af Finansdepartementet.

Lov om værdipapirhandel (§ 7) indeholder om oplysningspligten en generel klausul om, at børsnoterede selskaber skal følge god forretningsskik og uden ugrundet ophold offentliggøre oplysninger om sådanne forhold vedrørende selskabets virksomhed, som kan antages at få væsentlig betydning for kursen på selskabets aktier.

Loven indeholder endvidere en meldepligt, idet børsnoterede selskaber regelmæssigt skal tilsende børsen et uddrag af den protokol, som det er pålagt at føre over ledelsesmedlemmers køb og salg af aktier i selskabet.

Ved optagelse på Oslo Børs indgås i øvrigt en aftale mellem børsen og det pågældende selskab, hvori selskabet underkaster sig forskrifterne.

Hovedforpligtelsen heri er for så vidt angår oplysningspligten overfor børsen, at offentliggørelse en bestemmelse om, at beslutninger m.v., af et sådant omfang, at det ikke i uvæsentlig grad kan påvirke selskabets situation, straks skal meddeles til børsen.

Informationsforpligtelsen er meget detaljeret eksemplificeret. Herudover skal selskabet efter anmodning sende de oplysninger, som børsen anser som nødvendige til opfyldelsen af aftalen.

Børsforeskrifterne indeholder en dispensationshjemmel, hvis oplysningerne kan være til skade for selskabet, men oplysningerne skal dog altid meddeles børsen.

1 børsforeskrifterne er fastsat en regel om, at tidspunktet for bestyrelsens behandling af årsregnskab og delårsregnskab, skal være Oslo Børs i hænde senest 2 uger før afholdelsen.

Der stilles krav om et revideret årsregnskab samt om mindst en af bestyrelsen godkendt delårsrapport.

Arsregnskabet skal aflægges i henhold til regnskabslovgivningen, god regnskabs-skik, bestemmelser fastsat i børsoreskrifterne samt bestemmelser fastsat af Børsen.

Børsen fastsætter et årligt i et regnskabscirkulære, via eksemplifikationer, sine holdninger til, hvad et årsregnskab skal indeholde, og hvorledes det skal opstilles.

Delårsrapporten (rapporterne) skal omfatte redegørelse for selskabs- og markedsforhold, fordelt på virksomhedsområder, som har haft betydning for driftsresultatet i perioden.

Der skal redegøres specielt for væsentlige investeringer og disses finansieringsforhold, anslåede beholdningsændringer og totale låneoptagelser i perioden samt for fremtidsudsigter, hvor resultatet på årsbasis anslås.

Delårsrapporten skal desuden have sammenligningstal for samme periode året før og totalt for sidste år.

Børsnoterede selskaber skal i Norge fremlægge en finansieringsanalyse, som skal være supplement til årsregnskabs resultat og balanceopstilling og give et billede af udviklingen i finansiering, investering og likviditet.

Børsstyret har i børsoreskrifterne hjemmel til at pålægge selskaberne et overtrædelsesgebyr for brud på informationspligten.

### **Stockholms Fondbors**

I Sverige findes reglerne om oplysningsforpligtelserne for børsnoterede selskaber i Lov om værdipapirmarkedet, i en indregistreringskontrakt samt i specielle børsoreskrifter.

Ved optagelse til notering på børsen i Stockholm indgås, ligesom i Norge, mellem selskabet og børsen, en indregistreringskontrakt, hvorved selskabet **bl.a.** påtager sig en forpligtelse til at informere om sine forhold.

Ifølge denne kontrakt skal selskabet i umiddelbar tilslutning til, at en beslutning er truffet eller en hændelse indtrædt, offentliggøre en meddelelse herom.

De forhold, der skal informeres om, eksemplificeres nærmere. Herudover skal beslutninger og forhold offentliggøres, som i ikke uvæsentlig grad,



## Bilag 5

- påvirker det billede af selskabet, **eller** når selskabet er et moderselskab, koncernens situation, som haves på grundlag af det foregående regnskabsår, delårsrapporten eller anden oplysning om selskabet eller koncernen eller
- påvirker vurderingen af selskabets på børsen noterede aktier,

Børsforeskrifterne indeholder et detaljeret forsøg på at definere "i ikke uvæsentlig grad". Herudover skal selskabet efter anmodning give børsen de oplysninger, som børsen ønsker, for at den skal kunne opfylde sine lovmæssige pligter.

Børsforeskrifterne er i øvrigt ganske detaljerede med hensyn til informationens udformning og kvalitet. Udover at informationen således altid skal udformes sådan, at den er begribelig og indholdsmæssigt tilgængelig for dem, den retter sig til, skal den indeholde selskabets bedømmelse af den forventede indvirkning på selskabets resultat og stilling.

Børsforeskrifterne indeholder med hensyn til offentliggørelse af forhold, der kan påføre selskabet skade, en mulighed for dispensation fra offentliggørelseskravet.

Oplysninger om tidspunktet for bestyrelsens behandling af årsregnskab og delårsrapporter skal selskabet meddele offentligheden så tidligt som muligt.

Børsforeskrifterne stiller, ligesom i Norge, krav om et årsregnskab og mindst en delårsrapport.

I forbindelse med årsregnskabets offentliggørelse skal selskabet offentliggøre en årsregnskabsmeddelelse, der skal indeholde sådan information, som er væsentlig for vurderingen af selskabets aktier.

### **Helsingfors Fondbors**

I Finland reguleres oplysningsforpligtelserne af lov om værdipapirmarked og reglement for Helsingfors Fondbörs.

Bortset fra helt overordnede principper og generelle bemærkninger findes oplysningsforpligtelserne i reglementet.

Et børsnoteret selskab skal uden ophold og senest inden begyndelsen af den efterfølgende børsdag offentliggøre alle sådanne betyningsfulde beslutninger og hændelser i selskabet som i væsentlig grad kan indvirke på kursdannelsen på selskabets aktier.

Selskabet skal, ligesom i Sverige, i tilslutning til offentliggørelsen, fremlægge sin bedømmelse af forholdets indvirkning på selskabets økonomiske stilling og fremtidige virksomhed.

Også i Finland er der hjemmel til at dispensere fra forpligtelsen til at offentliggøre væsentlige oplysninger, nemlig når offentliggørelsen er til skade for selskabet.

Reglementet stiller krav om et årsregnskab med tilhørende communiqué samt mindst en delårsrapport.

Til såvel årsregnskabet med communiqué som til delårsrapporten stilles rimeligt detaljerede krav. Der stilles ikke i forbindelse med årsregnskab og delårsrapport selvstændigt krav om prognoser eller vurderinger om fremtiden, men udarbejder selskabet sådanne, skal de offentliggøres.

Både årsregnskab og delårsrapport skal indeholde sammenligningstal, og selskabets økonomiske udvikling skal beskrives. Delårsrapporten skal aflægges i overensstemmelse med god bogføringspraksis, men kræves ikke revideret.

### **London Stock Exchange**

I England reguleres oplysningsforpligtelserne for børsnoterede selskaber i "Admission of Securities to Listing".

Reglerne indeholder som i Skandinavien en generel klausul. Enhver oplysning, som er nødvendig for at sætte investorer m.v. i stand til at vurdere et selskabs forhold, og som er nødvendig for at undgå en urigtig kursdannelse, skal offentliggøres.

Oplysninger omfattet af denne regel skal offentliggøres på det tidspunkt, hvor det er nødvendigt, at disse oplysninger er tilgængelige uden for kredsen af direktion, ansatte og rådgivere, der ifølge sagens natur har være involveret.

Ligesom hvad der gælder i Danmark og det øvrige Skandinavien, kan der dispenseres fra offentliggørelsespligten. Hvis offentliggørelsen af en oplysning, der i øvrigt er egnet til at påvirke kursen på selskabets aktier efter selskabets opfattelse, kan påføre selskabet skade, skal spørgsmålet forelægges børsen, der efter en konkret bedømmelse kan give dispensation fra pligten til offentliggørelse.

Reglerne stiller krav om offentliggørelse af tidspunktet for regnskabsmeddelelser m.v. I sektion 5, chapter 2, punkt 6, er fastsat følgende regel:

The date fixed for any board meeting, at which the declaration or recommendation of payment of dividend on listed shares is expected to be decided, or at which any

announcement of the profits or losses in respect of any year, half-year, or other period is to be approved for publication, must be notified in advance.

Reglen har knyttet følgende kommentarer til sig:

In order to facilitate publication by CAO of the dates of relevant board meetings, they should, if possible, be arranged and the dates notified at least 10 days in advance.

The timing of board meetings is a matter for the convenience and judgement of individual boards, but it is recommended that decisions on dividends, profits and other matters requiring announcement should, if possible, be taken and notified to CAO before 5.30 p.m. to ensure release before the close of RNS at 6.00 p.m.

Ellers stiller reglerne krav om offentliggørelse af årsregnskab om mindst en halvårsrapport.

### Amsterdam Stock Exchange

Reglerne om oplysningsforpligtelsen for udstedere af børsnoterede værdipapirer på børsen i Amsterdam findes i Fondsen-Reglement, som er et omfattende reglement, vedrørende alle de regler, der gælder for handel på børsen i Amsterdam.

Oplysningsforpligtelserne for selskaber noteret på børsen i Amsterdam er, ligesom for selskaberne noteret på Luxembourg og Bruxelles-børsene, i vidt omfang en gengivelse af de EF-retlige initiativer, der foreligger på området.

En udsteder af børsnoterede aktier skal hurtigst muligt informere offentligheden om nye væsentlige forhold, som vil kunne fremkalde en betydelig ændring i aktiekursen.

Børsen har hjemmel til at fritage et selskab for offentliggørelsesforpligtelsen, hvis offentliggørelsen vil kunne skade selskabets retmæssige interesser.

Selskabet skal offentliggøre årsregnskab og halvårsrapport. Der stilles ret indgående krav, både til årsregnskabet og halvårsrapporten. Således skal fx. også halvårsrapporten indeholde vurderinger om fremtiden (prognoser), men der stilles ikke krav om, at datoen for regnskabsmeddelelser m.v. skal meddeles i forvejen.

## **RESUMÉ AF UDENLANDSK REGULERING AF OPLYSNINGSFORPLIGTELSE (fortsat).**

### **New York Børs.**

I USA reguleres såvel insiderreglerne som oplysningsforpligtelserne stadig af The Securities Exchange Act of 1934. man opererer med en særlig børsmyndighed - SEC - som besidder både administrativ og juridisk myndighed. SEC's opgave er generelt at sikre, at investorerne får rigtige og fuldstændige oplysninger, og at beskytte dem mod svig og andre utilbørligheder.

Et af de væsentligste led i SEC's politik er et krav om fuldstændig og øjeblikkelig offentliggørelse fra selskabernes side af alle oplysninger, som kan være af betydning for aktiemarkedet. Der stilles ikke væsentlighedskrav. SEC bruger, efter det oplyste, ganske betydelige ressourcer på at kontrollere at selskaberne meddeler alle oplysninger og konstateres mangler påtåles de kraftigt eller sanktioneres direkte.

Ethvert selskab, der indbyder til offentlig tegning, skal på forhånd give SEC meget detaljerede oplysninger og vil senere være genstand for SEC's løbende kontrol. Også ex officio fører SEC kontrol med reglernes overholdelse, og SEC offentliggør hver måned sammendrag af modtagne oplysninger.

Securities and Exchange Act of 1934 stiller herudover **bl.a.** krav om kvartalsrapporter. Reglerne opstiller en kort frist til færdiggørelse og offentliggørelse af regnskabsudkast (1 måned) og indeholder en præcisering af, hvad ledelsens pligter til ligelig information konkret indebærer.

I the Securities and Exchange Act of 1934 section 16 foreskrives, at ledelsesmedlemmer (officers and directors) hos SEC skal deponere en liste over deres aktiebesiddelse og hver måned ajourføre denne, hvis ændringer har fundet sted. Reglen gælder også aktionærer, der ejer mere end 10% af en aktieklasser.

### **Frankfurt.**

mens insiderreglerne endnu i Tyskland baserer sig på frivillige forskrifter, så reguleres oplysningsforpligtelserne sammen med prospektreglerne i "Börsenzulassungs-verordnung" fra 1987. Reguleringen er dog noget mere sparsom end de tilsvarende danske regler. Til den særlige børsretlige regulering skal imidlertid føjes de langt mere indgående tyske regler i lovgivningen om aktieselskaber. Regler hvis formål først og fremmest er at beskytte aktionærerne og som giver offentligheden betydelig indsigt i aktieselskabernes hele forhold.

Der stilles krav om offentliggørelse af årsregnskab og halvårsrapport. Til halvårsrapporten stilles konkrete talmæssige krav, ligesom der stilles krav om vurderinger

## **Bilag 5**

der gør en bedømmelse af selskabets aktuelle og fremtidige stilling mulig for investorerne. Halvårsrapporten skal offentliggøres inden 2 måneder efter halvårets afslutning.

Reglerne stiller krav om at en række konkrete oplysninger offentliggøres straks, f.eks. ændringer i retsgrundlaget for selskabet. Herudover indeholder reglerne en generel regel om at alle væsentlige oplysninger skal offentliggøres.



# Lov om ændring af lov om Københavns Fondsbørs, lov om aktieselskaber og lov om forsikringsvirksomhed

(Insiderhandel)

VI mARGRETHE DEN ANDEN, af Guds Nåde Danmarks Dronning, gør vitterligt:  
Folketinget har vedtaget og Vi ved Vort samtykke stadfæstet følgende lov:

## § 1

I lov om Københavns Fondsbørs, jf. lovbe-  
kendtgørelse nr. 536 af 8. september 1988, fore-  
tages følgende ændringer:

1.1 § 10 indsættes som nyt nummer:

»6) at Fondsbørsen overvåger den indberet-  
ningspligtige handel med værdipapirer.«

2. I § 13, stk. 2, indsættes efter 1. pkt. som nyt  
punktum:

»Til brug for administrationen af § 10, nr. 6,  
kan tilsvarende pålæg gives den, der er indbe-  
retningspligtig efter § 34.«

3. Efter § 19 indsættes som ny paragraf:

»§ 19 a. Et selskab, der har aktier optaget til  
notering på Københavns Fondsbørs, skal  
straks give Fondsbørsen meddelelse om selska-  
bets og dets datterselskabers samlede besiddelse  
af aktier i selskabet, når den pågældende  
værdi af disse udgør 2 pct. eller mere af aktieka-  
pitalen i selskabet. Fondsbørsen indberetter  
straks oplysningerne til Erhvervs- og Selskabs-  
styrelsen.

Stk. 2. Bestemmelsen i stk. 1 finder tilsvaren-  
de anvendelse, når aktiebesiddelsen efterføl-  
gende ændres i forhold til den senest meddelte  
besiddelse og ændringen udgør 2 pct. eller me-  
re af aktiekapitalen.

Stk. 3. De i stk. 1 og 2 nævnte meddelelser til  
Københavns Fondsbørs skal indeholde oplys-  
ning om den aktuelle aktiebesiddelse fordelt på

aktieklasser og om den til Fondsbørsen senest  
indberettede aktiebesiddelse.«

4.1 § 35, stk. 1, indsættes som nyt nummer:

»5) at lovens §§ 39 a-39 d overholdes.«

5. § 35, stk. 2, affattes således:

»Stk. 2. § 49, stk. 3, § 50, stk. 1 og 4, § 50 a og §  
51 i lov om banker og sparekasser m.v. finder  
tilsvarende anvendelse.«

6. Efter § 35 indsættes:

»§ 35 a. Er der grundlag for at formode, at  
der er sket en overtrædelse af §§ 39 a eller 39 b,  
kan Finanstilsynet pålægge fysiske og juridiske  
personer at afgive de oplysninger, der er nød-  
vendige til sagens undersøgelse. Tilsynet kan  
pålægge de i § 4, stk. 1, nævnte selskaber at ind-  
berette visse oplysninger i elektronisk form.

Stk. 2. Tilsynet kan indhente oplysninger,  
herunder i elektronisk form, fra offentlige myn-  
digheder.

Stk. 3. Ansatte på Københavns Fondsbørs  
bistår efter anmodning fra Finanstilsynet i de  
undersøgelser, der iværksættes efter stk. 1.«

7. Kapitel 11 affattes således:

## »Kapitel 11

### *misbrug af oplysninger*

§ 39. Ved værdipapirer forstås i dette kapitel:

1) Værdipapirer af enhver art, herunder finan-  
sielle kontrakter, der er optaget til handel på

en børs eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer i en eller flere af medlemsstaterne i De Europæiske Fællesskaber eller i de nordiske lande.

- 2) Unoterede finansielle kontrakter, der er knyttet til et eller flere værdipapirer, som er optaget til notering på Københavns Fondsbørs.

*Stk. 2.* Ved intern viden forstås ikkeoffentliggjorte oplysninger om udstedere af værdipapirer, værdipapirer eller markedsforhold vedrørende disse, som må antages at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer, hvis oplysningerne blev offentliggjort.

*Stk. 3.* En oplysning anses i nærværende kapitel for offentliggjort, når der er sket en for markedet generel og relevant videreformidling af denne. Som sådan offentliggørelse anses meddelelse til Københavns Fondsbørs, når oplysningen er videresendt herfra.

§ 39 a. 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.* Har en af de i § 4, stk. 1, nævnte virksomheder viden eller formodning om, at den, der ønsker at købe eller sælge værdipapirer, er i besiddelse af intern viden, må virksomheden ikke medvirke til handelens gennemførelse.

*Stk. 3.* Uanset bestemmelsen i stk. 1 kan de i § 4, stk. 1, nævnte virksomheder samt realkreditinstitutter og andre obligationsudstedende institutter foretage sædvanlig handel, såfremt handelen sker på en kundes vegne og som et normalt led i effektueringen af kundens ordre eller handelen sker som et normalt led i virksomhedens funktion som markemager i det pågældende værdipapir.

*Stk. 4.* Bestemmelserne i stk. 1 og 2 finder ikke anvendelse på transaktioner, der udføres af en suveræn stat, dens centralbank eller den, der handler på disses vegne, når transaktionerne sker som led i vedkommende stats pengepolitik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik.

§ 39 b. 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.

*Stk. 2.* Udstedere af værdipapirer skal udarbejde interne regler med det formål at hindre,

at intern viden er tilgængelig for andre end dem, der har et behov herfor. Tilsvarende regler skal udarbejdes af offentlige myndigheder og virksomheder, herunder pengeinstitutter, børsrådgivningsfirmaer, advokater og revisorer, som i kraft af deres virksomhedsudøvelse regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden.

§ 39 c. En udsteder af værdipapirer og dennes moderselskab skal udarbejde interne regler for bestyrelsesmedlemmers, direktørers og andre medarbejders adgang til for egen eller tredjemands regning at handle med de af udstederen udstedte værdipapirer og dertil knyttede finansielle kontrakter.

*Stk. 2.* Offentlige myndigheder og virksomheder, herunder pengeinstitutter, børsrådgivningsfirmaer, advokater og revisorer, der i kraft af deres virksomhedsudøvelse regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden, skal udarbejde interne regler som foreskrevet i stk. 1. Er de i 1. pkt. nævnte virksomheder organiseret som interessentskaber, kommanditselskaber eller lignende, skal de interne regler tillige omfatte ejerne.

*Stk. 3.* Interne regler udstedt efter stk. 1 og 2 samt § 39 b, stk. 2, skal på forlangende udleveres til Københavns Fondsbørs og Finanstilsynet.

§ 39 d. medvirker et af de i § 4, stk. 1, nævnte selskaber ved en handel med værdipapirer, skal den, der køber eller sælger værdipapirerne, identificere sig over for selskabet. Identifikationen skal omfatte navn, adresse og CPR- eller SE-nummer eller anden lignende identifikation, hvis den pågældende ikke har et CPR- eller SE-nummer. Sker handelen på vegne af tredjemand, skal dette tillige oplyses.

*Stk. 2.* Selskabet skal registrere de i stk. 1 nævnte oplysninger.«

8.1 § 43, stk. 2, indsættes som 3. pkt. :

»Bestemmelsen i 2. pkt. omfatter ikke Finanstilsynets pålæg efter § 35 a.«

9. § 44, stk. 1, 1.pkt., affattes således:

»Overtrædelse af § 3, § 4, § 7, stk. 3, § 19 a, § 24, stk. 1 og 3, § 26, 2. pkt., § 29, § 30, § 34, § 37, stk. 2, § 39 a, stk. 2, § 39 b, stk. 2, § 39 c og § 39 d straffes med bøde.«

10. § 44, stk. 3, affattes således:



»Stk. 3. Den, der ikke efterlever et pålæg efter § 13, stk. 2, § 35, stk. 3, § 35 a, stk. 1, og § 46 eller afgiver urigtige eller vildledende oplysninger til Finanstilsynet, straffes med bøde, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter borgerlig straffelov.«

11. f 44, stk. 5, affattes således:

»Stk. 5. Er en overtrædelse begået af et aktieselskab, anpartsselskab, andelselskab eller lignende, kan der pålægges selskabet som sådant bødeansvar. Er overtrædelsen begået af staten, en kommune eller et kommunalt fællesskab, der er omfattet af § 60 i lov om kommunernes styrelse, kan der pålægges staten, kommunen eller det kommunale fællesskab bødeansvar.«

12. Efter § 44 indsættes:

»§ 44 a. Overtrædelse af § 39 a, stk. 1, og § 39 b, stk. 1, straffes med bøde, hæfte eller fængsel i indtil 1 år og 6 måneder. Er overtrædelsen af § 39 a, 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 § 44, stk. 5, finder tilsvarende anvendelse.«

13.1 § 45 indsættes som stk. 2:

»Stk. 2. Undlader en fysisk eller juridisk person at opfylde de pligter, som påhviler dem efter § 35 a, stk. 1, kan Finanstilsynet som tvangsmiddel pålægge den fysiske person eller den juridiske person som sådan eller de for den juridiske person ansvarlige personer daglige eller ugentlige tvangsbøder.«

## §2

I lov om aktieselskaber, jf. lovbekendtgørelse nr. 434 af 20. juni 1989, som ændret ved lov nr. 308 af 16. maj 1990, foretages følgende ændring:

I § 53 indsættes efter stk. 1 som nyt stykke :

»Stk. 2. Bestyrelsesmedlemmer, direktører og ledende medarbejdere i de i § 28 c nævnte selskaber skal lade deres besiddelse af aktier i selskabet og i selskaber inden for samme koncern notere på vedkommendes eget navn i selskabets aktiebog, jf. §§ 25 og 26. Disse selskaber skal føre en fortegnelse over ledende medarbejdere i tilknytning til protokollen i stk. 1. Fortegnelsen skal angive de pågældendes fulde navn og bopæl.«

Stk. 2 bliver herefter stk. 3.

## §3

I lov om forsikringsvirksomhed, jf. lovbekendtgørelse nr. 726 af 31. oktober 1991, som ændret ved lov nr. 308 af 16. maj 1990, foretages følgende ændring:

I § 90 indsættes efter stk. 4 som nyt stykke :

»Stk. 5. Bestemmelsen i aktieselskabslovens § 53, stk. 2, finder tilsvarende anvendelse på forsikringsaktieselskaber.«

## §4

Stk. 1. Loven træder i kraft den 1. august 1991.

Stk. 2. Bestemmelserne i § 1, nr. 7, træder dog først i kraft den 1. januar 1992 for så vidt angår forpligtelserne til at udarbejde interne regler efter § 39 b, stk. 2, og § 39 c. §§ 2 og 3 træder ligeledes først i kraft den 1. januar 1992.

*Givet på Christiansborg Slot, den 6. juni 1991*

Under Vor Kongelige Hånd og Segl

mARGRETHE R.

/Anne Birgitte Lundholt













